



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
3. 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, 3. 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 14. september 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
---	---

Samfundsøkonomiske effekter af finanspolitik – sammenfatning ..	43
---	----

Jesper Pedersen og Søren Hove Ravn, Økonomisk Afdeling

Finanspolitik spiller en central rolle i økonomisk stabiliseringspolitik. I artiklen gives en ikke-teknisk sammenfatning af en række analyser af virkningerne af finanspolitik, der bringes i Kvartalsoversigtens del 2. Sammenfattende viser den empiriske del af analysen, at finanspolitik i Danmark kan have en betydelig effekt på det reale bruttonationalprodukt, BNP, men at effekten er relativt kortvarig. Virkningen på BNP af et ekspansivt finanspolitisk indgreb aftager således i takt med, at selve indgrebet aftrappes. Endvidere præsenteres en analyse af finanspolitikens virkning i en såkaldt Dynamisk Stokastisk Generel ligevægtsmodel, DSGE-model, der på nogle områder indebærer væsentligt forskellige modelantagelser i forhold til en makroøkonometrisk model som fx MONA. Denne analyse viser, at MONA og en DSGE-model for Danmark giver forholdsvis ens bud på effekterne på BNP af en midlertidig gældsfinansieret konjunkturstabiliserende finanspolitik, selv om de bagvedliggende mekanismer bag resultaterne på nogle punkter er forskellige.

Negative renter	57
-----------------------	----

Anders Jørgensen, Handelsafdelingen og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

Nationalbanken nedsatte i begyndelsen af juli 2012 sine pengepolitiske renter til historisk lave niveauer. Indskudsbevisrenten blev nedsat til -0,20 pct. Dermed betaler de pengepolitiske modparter for at have kronelikviditet placeret i indskudsbeviser hos Nationalbanken. Det er første gang i Nationalbankens næsten 200-årige historie, at en af bankens rentesatser er negativ. Negative pengepolitiske renter er også enestående i et internationalt perspektiv. I artiklen beskrives baggrunden for negativ pengepolitisk rente, tilpasningen af de pengepolitiske instrumenter og transmissionen til markedet.

Arbejdsmarkedsreformer i Danmark og Tyskland 71

Jacob Isaksen, Uffe Mikkelsen og Peter Beck Nellemann, Økonomisk Afdeling

Der er blevet gennemført en række arbejdsmarkedsreformer i Tyskland i 2000'erne, som på mange måder minder om de danske arbejdsmarkedsreformer i 1990'erne. I begge lande førte reformerne til lavere strukturel ledighed. I Danmark blev reformerne gennemført i en tid med stigende efterspørgsel efter arbejdskraft, mens de i Tyskland blev gennemført i en periode med mere afdæmpet efterspørgsel. På trods af lighederne i reformerne er strukturerne på arbejdsmarkedet stadig forskellige i de to lande, og arbejdsmarkedet har derfor reageret forskelligt på det seneste økonomiske tilbageslag.

Hurtigere betalinger i Danmark 87

Jakob Mygind Korsby, Betalingsformidlingskontoret og Peter Toubro-Christensen, Regnskabsafdelingen

De danske pengeinstitutter har indledt en omfattende modernisering af systemerne til at gennemføre betalinger i Danmark. Denne artikel beskriver de foranstaltninger, der vil sikre hurtigere gennemførelsestider for borgeres og virksomheders betalinger og bringe den danske infrastruktur for betalinger fuldt på højde med sammenlignelige lande.

Aktuelle tendenser i færøsk økonomi 95

Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

Færøsk økonomi er langsomt ved at komme sig efter det økonomiske tilbageslag. Det nominelle bruttonationalprodukt voksede dog lidt langsommere end forbrugerpriserne i 2011. Privatforbruget har været afdæmpet de seneste år, og husholdningerne har konsolideret sig. I fiskeriet var der i 2011 en markant stigning i fangstværdien af makrel, hvilket til dels kompenserede for faldet i det mere traditionelle fiskeri. Sammen med fremgangen i havbrugene medvirkede det til, at eksporten steg. Importen steg dog mere, men der var stadig overskud på handelsbalancen. Der er fortsat underskud på de offentlige finanser, men der er sket en forbedring siden 2008.

Pressemeddelelser 105**Tabelafsnit**

Aktuelle økonomiske og monetære tendenser

SAMMENFATNING

Fremgangen i verdensøkonomien er aftaget siden foråret som følge af svag indenlandsk efterspørgsel, især i euroområdet, og en afdæmpet international samhandel. De finansielle markeder var fortsat ustabile over sommeren trods vigtige politiske skridt som udvidelse af de internationale finansielle sikkerhedsnet og lån til rekapitaliseringen af Spaniens banksektor betinget af fælles finansielt tilsyn. Den Europæiske Centralbanks tilsagn i begyndelsen af september om at opkøbe statspapirer på visse betingelser har øget tilliden i markederne, og de spanske og italienske korte statsrenter var medio september aftaget fra de forhøjede niveauer i juli. De internationale vækstudsigter for 2012-13 er nedjusterede i lyset af den moderate vækst i 1. halvår 2012 og usikkerhed om udviklingen i Sydeuropa.

Aktiviteten herhjemme faldt med 0,5 pct. i 2. kvartal efter en stigning på 0,3 pct. kvartalet før. Væksten blev især trukket ned af markante fald i det private forbrug og erhvervsinvesteringerne, men også den offentlige efterspørgsel udviklede sig svagt. Udviklingen i det private forbrug skal ses i lyset af den dæmpede fremgang i de disponible indkomster og den fortsat svage tillid. For året som helhed er der udsigt til en vækst på 0,3 pct. stigende til godt 1,5 pct. de kommende to år.

Efter fornyet svækkelse af boligmarkedet gennem 2011 stabiliserede priserne sig i 1. halvår 2012. Det må ses på baggrund af de historisk lave korte og lange renter. Det indenlandske inflationspres er fortsat afdæmpet i lyset af den ledige kapacitet i økonomien. Prisstigningerne holdes imidlertid oppe af højere priser på fødevarer og energi.

Der var planlagt en væsentlig lempelse af finanspolitikken i 2012, men det tegner til, at den offentlige efterspørgsel bliver noget lavere end budgetteret. Det er positivt, at budgetterne ikke overskrides, men det illustrerer samtidig vanskelighederne med at finstyre konjunktoren via finanspolitikken. Med de indgåede aftaler om en skattereform og ændringerne af førtids- og fleksjobsordningen er man nået en del af vejen mod at sikre finanspolitisk holdbarhed. Der mangler dog stadig en betydelig del af finansieringsgrundlaget for den planlagte udgiftsvækst i Regeringens 2020-plan. De senere års markante lempelser af finanspoli-

tikken har virket stabiliserende ved at afbøde de negative effekter af krisen på dansk økonomi. Modsat var finanspolitikken for lempelig under opsvinget før krisen. Det er afgørende, at et sådant forløb ikke gentages. Der er store samfundsmæssige omkostninger ved det konjunkturforløb, som Danmark har gennemgået siden midten af 2000'erne. Finanspolitikken skal være stram, næste gang aktiviteten løftes over det potentielle niveau. Med det store opsparingsoverskud i den private sektor, et meget lavt renteniveau og en moderat ledig kapacitet i økonomien kan den økonomiske situation ændres hurtigt.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

Konjunkturudviklingen

De internationale konjunkturer er svage. Efter en stabilisering i den globale vækst i begyndelsen af 2012 aftog fremgangen i verdensøkonomien over foråret og sommeren bl.a. som følge af usikkerhed på de finansielle markeder. Den svagere økonomiske vækst sås primært i de avancerede økonomier, men også i vigtige vækstøkonomier var fremgangen mindre robust end tidligere.

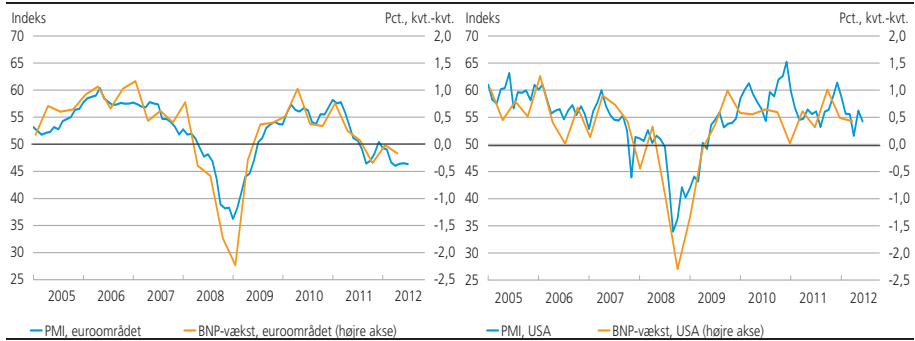
Den realøkonomiske udvikling hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere varierede noget gennem 1. halvår 2012. Euroområdet bruttonationalprodukt, BNP, aftog 0,2 pct. i 2. kvartal som følge af fortsatte fald i den indenlandske efterspørgsel. Tysk og fransk BNP henholdsvis voksede 0,3 pct. og lå fladt i kvartalet, mens det faldt mærkbart i flere sydeuropæiske lande. Den svenske økonomi voksede solidt og hurtigere end økonomiens potentiale i 1. halvår 2012. Der var således en vis fremgang på Danmarks vigtigste eksportmarkeder. Aktiviteten i Storbritannien har derimod været faldende siden 4. kvartal 2011. I 2. kvartal udgjorde den amerikanske vækst 0,4 pct., hovedsageligt som følge af vækst i den private indenlandske efterspørgsel. Væksten var dermed lavere end i årets første kvartal og under potentialet for økonomien.

Toneangivende konjunkturindikatorer peger på, at væksten vil være stærkere i USA i 3. kvartal, mens både svage indikatorer og lav tillid i den private sektor tyder på, at udviklingen i euroområdet fortsat vil være svag, jf. figur 1.

Inflationen var aftagende i USA og euroområdet gennem 1. halvår 2012 og var i august henholdsvis 1,7 og 2,6 pct. I euroområdet har inflationsnedgangen været mindre udtalt bl.a. på grund af afgiftsforhøjelser, der har bidraget med ca. 0,4 procentpoint til inflationen gennem 1. halvår 2012. Sommerens olieprisstigninger blev i august afspejlet i den månedlige forbrugerprisudvikling i euroområdet, hvorimod de seneste prisstigninger på fødevarer endnu ikke slog igennem i forbrugerpriser-

PMI-INDEKS OG BNP-VÆKST I EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



Anm.: Indeksene er det samlede Purchasing Managers' Index, PMI, for fremstillings- og servicesektoren (composite output). Seneste data for BNP-vækst er 2. kvartal, mens seneste observation for PMI-indeksene er august.

Kilde: Markit og Reuters EcoWin.

ne. Det underliggende inflationspres er dog moderat som følge af den svage økonomiske aktivitet og forankrede inflationsforventninger.

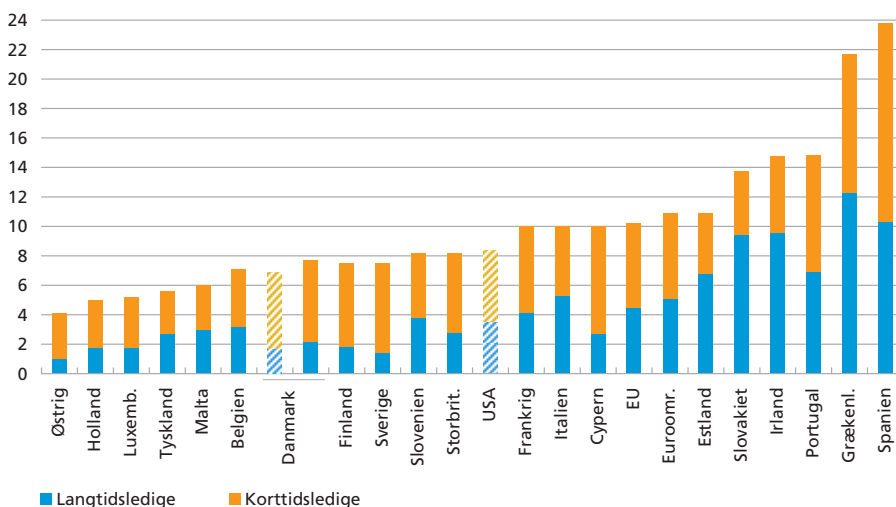
Ledigheden er høj i mange lande, især i euroområdet, hvor den siden sommeren 2011 er steget markant. I juli var den samlede ledighed for euroområdet 11,3 pct. af arbejdsstyrken. Store forskelle på den økonomiske situation og arbejdsmarkedets strukturer blandt euroområdets lande betød, at arbejdsløsheden i juli strakte sig fra omkring 5 pct. fx i Tyskland til 25 pct. og stigende i Spanien. I USA er ledigheden stagneret på godt 8 pct. siden maj, og beskæftigelsesfremgangen var forholdsvis svag i 2. kvartal. Dermed er der endnu ikke sket en mærkbar bedring på det amerikanske arbejdsmarked, om end de seneste arbejdsmarkedsrapporter fra juli og august viste en lidt stærkere beskæftigelsesfremgang.

Langtidsledigheden er de senere år vokset til høje niveauer i mange europæiske økonomier, særligt i Grækenland, Irland og Spanien, jf. figur 2, hvor den økonomiske krise har været langvarig og dyb. Flere langtidsledige øger risikoen for, at den strukturelt betingede ledighed stiger. En stadig mere marginal tilknytning til arbejdsmarkedet og manglende løbende kompetenceudvikling gør det sværere for de ledige at komme tilbage på arbejdsmarkedet. De sydeuropæiske lande har gennemført en række arbejdsmarkedsreformer bl.a. med sigte på at øge fleksibiliteten, men det er vigtigt, at disse ledsages af en fortsat indsats for at nedbringe langtidsledigheden for derigennem at mindske risikoen for et strukturelt højere ledighedsniveau. Reformerne i Danmark i 1990'erne og i Tyskland i 2000'erne viser, hvorledes det er muligt at realisere en mærkbar reduktion i langtids- og strukturledigheden, jf. artiklen "Arbejdsmarkedsreformer i Danmark og Tyskland" i denne Kvartalsoversigt.

ARBEJDSLØSHED I UDVALGTE LANDE

Figur 2

Pct. af arbejdsstyrken



Anm.: Ledighedsopgørelserne i de skraverede søjler er ikke fuldt sammenlignelige med de øvrige søjler. Der er i figuren som hovedregel anvendt internationalt sammenlignelige mål for arbejdsløshed. Begrebet afviger dog fra de danske mål for bruttoledighed og langtidsledighed (skraverede søjle for Danmark) samt det amerikanske ledighedsbegreb. Data er for 1. kvartal 2012. *Langtidsledige* defineres som antal personer, der er ledige i over 1 år. For USA defineres personer, som er ledige over et halvt år som langtidsledige, mens langtidsledige i den skraverede søjle for Danmark måles som antal bruttoledige personer, der har været ledige minimum 80 pct. af tiden det seneste år omregnet til fuldtidspersoner.

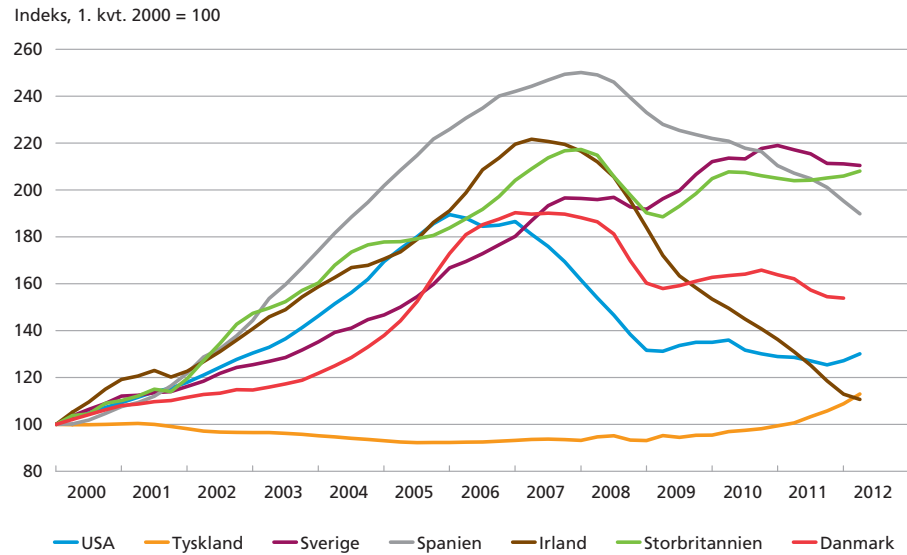
Kilde: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Arbejdsmarkedsstyrelsen og Danmarks Statistik.

Boligmarkedet i USA er stabiliseret med visse tegn på bedring. Boligpriserne steg i 1. halvår fra et lavt niveau, om end med nogle forskelle i udviklingen staterne imellem. Påbegyndelsen af nye boligbyggerier samt antallet af låneansøgninger til boliglån er vokset siden foråret 2011, og boliginvesteringerne har bidraget lidt til BNP-væksten i hvert af de seneste tre kvartaler. Andelen af misligholdte boliglån var dog i begyndelsen af 2012 fortsat høj med ca. 10 pct.

I Tyskland er boligpriserne steget siden 2010 efter mangeårig stagnation, mens korrektionen af betydelige prisstigninger frem til 2007/08 fortsatte i Irland og Spanien, jf. figur 3. Irlands boligpriser er halveret siden 2007 og var i midten af 2012 næsten tilbage på niveauet ved årtusindeskiftet, mens de spanske boligpriser til sammenligning stadig var næsten dobbelt så høje som i 2000 trods prisfaldene. Også i lande som Grækenland, Portugal, Holland, Frankrig og Sverige faldt boligpriserne i 1. halvår 2012. De franske og svenske boligpriser er dog fortsat på et højt niveau. Boligpriserne samvarierer traditionelt med den økonomiske cyklus, og en stabilisering af boligmarkederne kan bl.a. via formueeffekter og øget tillid indvirke positivt på den indenlandske efterspørgsel og dermed også på banksektorens sundhed og statens finanser.

NOMINELLE BOLIGPRISER I USA OG UDVALGTE EUROPÆISKE LANDE

Figur 3



Kilde: OECD's boligprisdatabase og Reuters EcoWin.

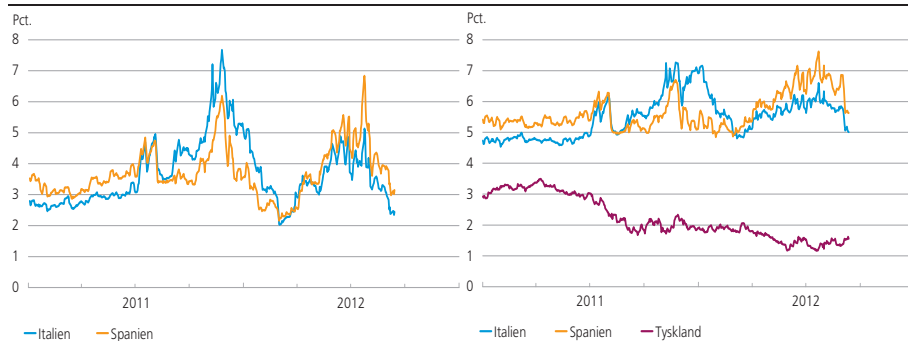
Finansielle forhold

De finansielle markeder var mindre urolige efter ECB's annoncering af nye pengepolitiske initiativer den 6. september. Det nye program fra ECB indeholder mulige opkøb af kriseramte eurolandes kortere statspapiere med henblik på at genskabe transmissionsmekanismen fra de pengepolitiske renter til økonomierne i hele euroområdet, jf. senere. Efter ECB's annoncering faldt renterne på især spanske og italienske statspapiere betydeligt, og de 2-årige statsrenter var således medio september henholdsvis 4 og 3 procentpoint lavere end niveauet i slutningen af juli, jf. figur 4 (venstre), mens de 10-årige statsrenter var faldet henholdsvis 1,8 og 1,5 procentpoint. Rentefaldene kom efter en sommer med uro på de finansielle markeder. Usikkerhed om behovet for kapitalindsat i den spanske banksektor og holdbarheden af landets offentlige finanser betød, at Spaniens og Italiens 10-årige statsrenter fortsatte en stigende tendens gennem juli, mens statsrenterne i lande som USA, Tyskland, Frankrig og Belgien faldt, jf. figur 4 (højre).

Udviklingen i statsrenterne har for flere eurolande i stigende grad afspejlet manglende tillid til bl.a. holdbarheden af de offentlige finanser og i mindre grad den pengepolitiske rente. Det seneste år har det især været tilfældet i Italien og Spanien. Selv om de to landes statsrenter er faldet siden slutningen af juli, udgør de relativt høje statsrenter fortsat et problem i den nuværende konjunktursituation, hvor det forhindrer, at den lave pengepolitiske rente får den tilsigtede effekt i den private

NOMINELLE RENTER PÅ HENHOLDSVIS 2-ÅRIGE STATSPAPIRER (VENSTRE)
OG 10-ÅRIGE STATSPAPIRER (HØJRE)

Figur 4



Anm.: Seneste observation er 13. september.

Kilde: Bloomberg.

sektor. Niveauerne over sommeren var dog ikke unormalt høje i et længere perspektiv. Før euroen blev indført, var de spanske og italienske 10-årige statsrenter op til 15 pct., og selv hvis renterne korrigeres for BNP- og prisudviklingen, var statsrenteniveauerne i juli ikke uset høje sammenholdt med niveauerne før euroens indførelse, jf. boks 1.

Bankernes udlån til den private sektor er afdæmpet i euroområdet. Udlånet til husholdninger steg svagt i 1. halvår 2012, mens værdien af udestående lån til virksomhederne aftog. ECB's udlånsundersøgelse for 2. kvartal viste, at lånevilkårene fortsat blev strammet over sommeren. Stramningerne var dog på niveau med 1. kvartal trods øget finansiell uro. I USA er låneforholdene generelt mere gunstige, og udlånet til husholdninger er gennem 1. halvår vokset omkring 5 pct. sammenholdt med for et år siden. Sideløbende er lånevilkårene på forbrugslån, der blev strammet markant under finanskrisen, gradvis blevet bedret, mens vilkårene på lån med sikkerhed i bolig har været forholdsvis stabile siden begyndelsen af 2011.

Euroen svækkedes over for andre hovedvalutaer frem til slutningen af juli. Efterfølgende styrkedes euroen hhv. 8 og 3 pct. over for dollar og pund frem til medio september. Siden 2007 har kursen mellem dollar og euro svinget inden for et forholdsvis snævert interval, hvor euroen siden foråret 2011 er svækket betydeligt svarende til en depreciering på henholdsvis 12 og 10 pct. over for dollar og britiske pund, jf. figur 6.

Både Norge og Sverige er blevet set som såkaldte "sikre havne" og har haft en betydelig kapitalindstrømning. Svenske og norske kroner blev styrket henholdsvis 8 og 3 pct. over for euroen gennem juni og juli og lå medio september trods styrkelse af euroen fra august fortsat på de stærkeste niveauer siden begyndelsen af 2000'erne. Aktiemarkederne udviklede sig positivt over sommeren trods usikkerheden på de finansielle

ITALIENSKE OG SPANSKE STATSRENTER I ET LÆNGERE PERSPEKTIV

Boks 1

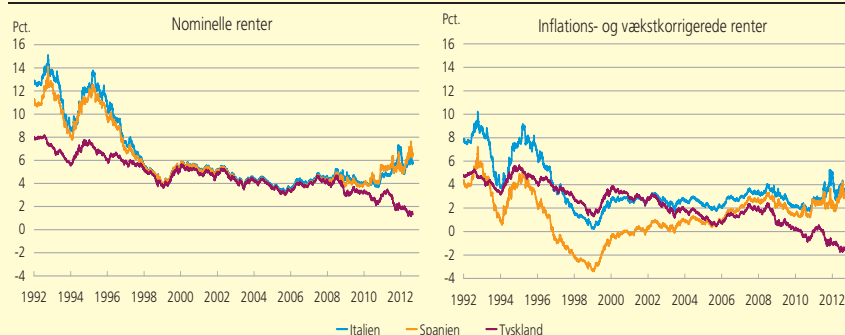
De seneste år har udviklingen i statsrenterne i flere eurolande i højere grad været drevet af nationale forhold, herunder holdbarheden af de offentlige finanser, og i mindre udstrækning den pengepolitiske rente fastsat af ECB. Dermed har den pengepolitiske transmissionsmekanisme ikke haft fuldt gennemslag til statsrenterne og lånerenterne i den private sektor i nogle lande. Siden slutningen af 2011 er den pengepolitiske rente nedsat tre gange med samlet 75 basispoint, men Spanien og Italien har sideløbende periodevist oplevet kraftigt stigende statsrenter, der til tider har været over 7 pct.

Nominelle statsrenter på det niveau var ikke unormale, før euroen blev indført. I 1990'erne svingede statsrenterne i Spanien og Italien frem til 1997 mellem 8 og 15 pct., og rentespændet til Tyskland var højere end i 2012, jf. figur 5. De høje statsrenter og afsmitningen til lånerenterne over for den private sektor trykker en i forvejen svækket økonomisk aktivitet, og renterne i den private sektor er således høje i konjunktursituationen. Det er kombinationen af svage vækstudsigter og forholdsvis høje gælds niveauer, der har givet anledning til bekymring om holdbarheden af landenes offentlige gæld.

For at vurdere byrden for Italien og Spanien af et renteniveau omkring 7 pct. er det nødvendigt at korrigere de nominelle renter for inflation og økonomisk vækst, idet højere inflation og vækst udhuler gældens størrelse i forhold til BNP. Den relevante inflation og vækst til at beregne en 10-årig væstkorrigeret realrente er de kommende 10 års inflation og BNP-vækst. En sådan 10-årig væstkorrigeret rente svarede i juli til niveauerne i midten af 1990'erne for Spanien, mens den for Italien var lavere, jf. figur 5. De var derfor ikke unormalt høje i et længere perspektiv og svarede nogenlunde til det niveau, som Tyskland har finansieret sig til de seneste par tiår inden finanskrisen. Det er således snarere 2000'ernes lave statsrenter, som var usædvanligt gunstige.

NOMINELLE SAMT VÆKST- OG INFLATIONS KORRIGEREDE RENTER

Figur 5



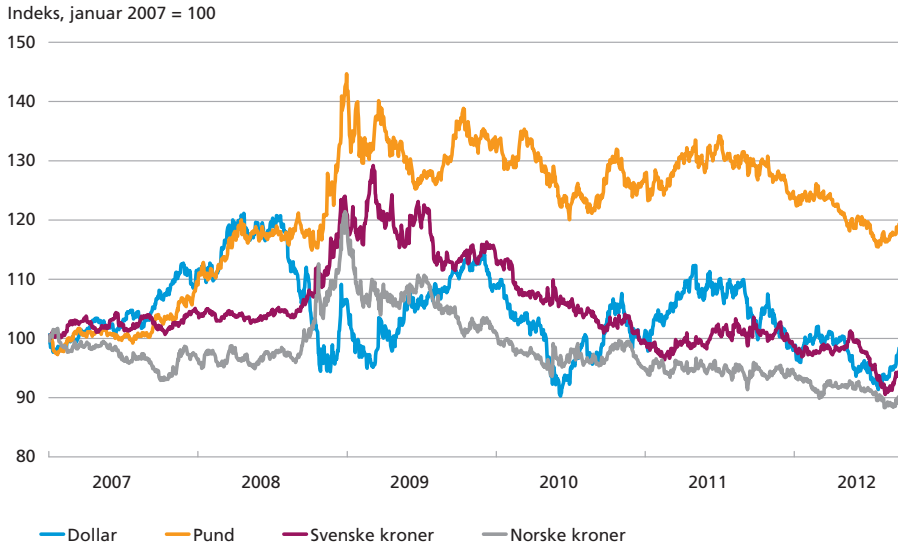
Anm.: De inflations- og væstkorrigerede renter er beregnet som nominelle 10-årige statsobligationsrenter fratrullet den gennemsnitlige nominelle vækst i BNP 10 år frem. Tal for nominel BNP-vækst for perioden 2012-17 er skøn fra IMF og for 2018-22 skøn fra OECD under antagelse af en inflation på 2 pct. Dermed er de væstkorrigerede renter fra 2002 og frem baseret på internationale organisationers skøn og er dermed ikke "realiserede" renter.

Kilde: Reuters EcoWin, IMF *World Economic Outlook*, maj 2012 og OECD *Economic Outlook*, maj 2012

le markeder, og de toneangivende aktieindeks i euroområdet og USA lå i midten af september henholdsvis 21 og 15 pct. højere end i begyndelsen af juni.

EUROENS KURS OVER FOR UDVALGTE VALUTAER

Figur 6



Anm.: En stigning angiver, at euroen er styrket over for den pågældende valuta. Seneste observation er 13. september.
Kilde: Reuters EcoWin.

Olieprisen er steget betydeligt siden juli, og dermed er de store prisfald fra midten af marts til juni delvis reverseret, jf. figur 7. Prisen på en tønde Brent-olie var i midten af september omkring 116 dollar. Den var dermed 11 pct. lavere end i midten af marts målt i dollar og 10 pct. lavere målt i euro. Prisstigningerne har primært været drevet af fornyede geopolitiske spændinger, herunder ikrafttrædelsen af EU's importforbud mod Syrien i juli samt nedsat produktion af Brent-olie på grund af strejke blandt norske oliearbejdere.

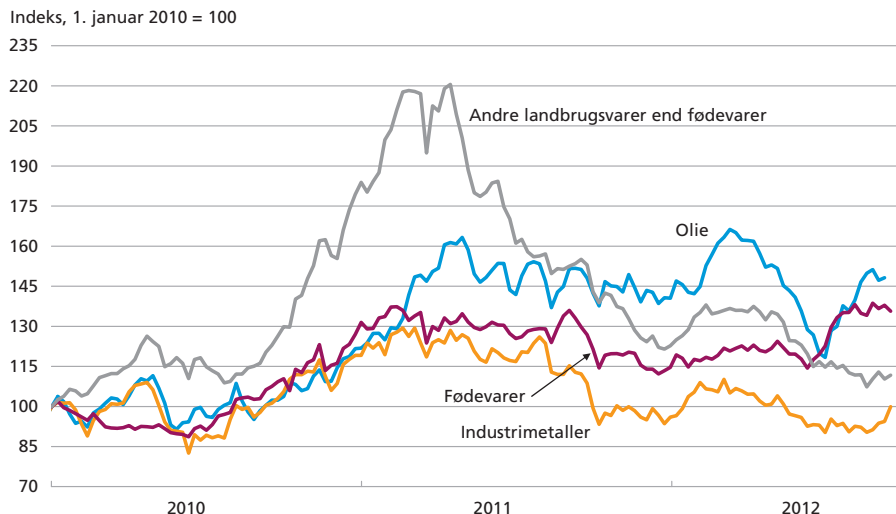
Fødevarerpriserne steg kraftigt over sommeren, jf. figur 7. Tørke i væsentlige produktionsområder, især i USA, skabte bekymring om udbuddet af vigtige afgrøder, fx hvede, majs og sojabønner. Priserne er siden midten af juni vokset henholdsvis 44 og 34 pct. for hvede og majs samt 27 pct. for sojabønner, der i forvejen lå på et højt niveau efter stigninger de første måneder af 2012. Prisudviklingen på vigtige metaller var afdæmpet i løbet af sommeren, men steg igen efter midten af august.

Vækstudsigter

De internationale vækstudsigter er blevet dårligere, og siden foråret er forventningerne til den globale vækst blevet nedjusteret. Samme billede tegner sig i de såkaldte konsensusforventninger, hvor især vækstkønnene for 2013 er nedjusteret, jf. tabel 1. Det skete efter fortsatte spændinger på de finansielle markeder, forhøjet usikkerhed om især Sydeuropa samt en mindre robust amerikansk udvikling end ventet. Samtidig

PRISUDVIKLING I UDVALGTE RÅVAREGRUPPER

Figur 7



Anm.: Indeks for råvarepriser opgjort i dollar udarbejdet af Economist (ugentlig frekvens) og spotpris på råolie af Brent-kvalitet. Industrimetaller indeholder aluminium, kobber, nikkel, tin og bly. Fødevarer er bl.a. majs, hvede, kaffe, sojabønner, sukker, kakao og sojaolie. Andre landbrugsvarer end fødevarer er bl.a. bomuld, uld, gummi, tømmer og kokosolie.

Kilde: Reuters EcoWin.

aftog fremgangen i vigtige vækstøkonomier som Brasilien, Kina og Indien mere end ventet.

Den altoverskyggende usikkerhed for vækstudsigterne er den manglende stabilitet i Sydeuropa, der er fortsat trods vigtige skridt fra de europæiske myndigheder og Den Internationale Valutafond, IMF. Indsatsen omfatter bl.a. rammeforhøjelse og udvidelse af mandatet for de

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE ØKONOMIER

Tabel 1

Pct.	2011	2012	2013	Ændring ift. april 2012	
				2012	2013
USA	1,7	2,2	2,1	-0,1	-0,4
Euroområdet	1,5	-0,5	0,2	-0,1	-0,7
Tyskland	3,0	0,8	1,0	0,1	-0,6
Frankrig	1,7	0,1	0,4	-0,2	-0,6
Italien	0,4	-2,2	-0,6	-0,7	-0,8
Spanien	0,4	-1,6	-1,4	0,0	-1,3
Storbritannien	0,8	-0,3	1,3	-1,0	-0,5
Sverige	3,9	1,3	1,8	0,8	-0,2
Japan	-0,7	2,4	1,3	0,4	-0,2
Kina	9,2	7,9	8,3	-0,5	-0,2
Indien	7,3	6,1	7,1	-1,1	-0,6

Anm.: De viste skøn for BNP-vækst i 2012 og 2013 er baseret på spørgeundersøgelser af mere end 700 økonomers forventninger. Data for 2011 er faktiske tal.

Kilde: Consensus Economics (september) og OECD's statistikdatabase.

internationale finansielle sikkerhedsnet og direkte kapitalindskud til Spaniens banksektor betinget af tilsagn blandt eurolandene om fælles finansiell tilsynsmyndighed. Dog tyder den foreløbige markedseffekt af ECB's tilsagn 6. september om opkøb af statspapirer under bestemte betingelser på, at udmeldingen kan have mindsket den finansielle ustabilitet. Også finanspolitikken i USA på kort- og mellemlangt sigt skaber usikkerhed om aktiviteten fremadrettet, ligesom olieprisen, der medio september var relativt tæt på de høje niveauer fra tidligere på året, lægger en dæmper på væksten.

Der er dog også tendenser, som kan vise sig stærkere end ventet. Tysklands private forbrug har hidtil udviklet sig moderat, men med høj privat opsparing, reallønsmengde, faldende arbejdsløshed, lave renter og stigende boligpriser kan forbruget udvikle sig stærkere end forudset. Også større end ventet investeringsaktivitet i amerikanske virksomheder samt større tillidseffekter end forudset af et lidt stærkere amerikansk bolig- og arbejdsmarked kan lede til en gunstigere udvikling.

Økonomisk politik

En række centralbanker har lempet pengepolitikken yderligere over sommeren, og nye ukonventionelle pengepolitiske indgreb er blevet introduceret. ECB nedsatte i juli sin pengepolitiske rente med 25 basispoint til 0,75 pct. Ved mødet i september besluttede Styrelsesrådet, at ECB kan opkøbe kortere statspapirer i eurolande med programmer hos de europæiske hjælpemekanismer European Financial Stability Facility, EFSF, eller European Stability Mechanism, ESM, bl.a. forudsat at programmet giver mulighed for EFSF/ESM-opkøb i det primære marked. Programmet benævnes "outright monetary transactions" og har som mål gennem ECB's opkøb at genetablere den pengepolitiske transmissionsmekanisme i de pågældende lande. Indholdet af det nye program er beskrevet i boks 2.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), forlængede i juni sit ukonventionelle program, hvor de lange renter søges nedbragt ved salg af kortere papirer og opkøb af aktiver med længere løbetider ("operation twist"). I september annoncerede Fed opkøb af realkreditobligationer for yderligere 40 mia. dollar om måneden, indtil beskæftigelsen og den økonomiske aktivitet viser vedvarende bedring. Fed vil således sammen med det tidligere udmeldte "operation twist" og andre igangværende initiativer forøge sin beholdning af længere papirer med 85 mia. dollar om måneden resten af 2012. Samtidig meddelte Fed, at den med de nuværende økonomiske udsigter forventer at fastholde den pengepolitiske rente exceptionelt lav frem til tidligst midten af 2015. Bank of England udvidede i juli sit opkøbsprogram og annoncerede en

ECB'S BESLUTNINGER VED RENTEMØDET 6. SEPTEMBER

Boks 2

ECB's Styrelsesråd besluttede på sit møde den 6. september, at ECB under bestemte betingelser kan opkøbe eurolandes statspapirer i det sekundære marked. Programmet, der kaldes "outright monetary transactions", skal sikre transmission af de pengepolitiske renter til realøkonomien i hele euroområdet. Endvidere vedtog Styrelsesrådet ændringer i grundlaget for sikkerhedsstillelsen i de pengepolitiske operationer. Det nærmere indhold i beslutningerne beskrives nedenfor.

Outright monetary transactions, OMT

- En nødvendig betingelse for ECB's opkøb er, at lande skal have et program med eurolandenes redningsfonde European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism, EFSF/ESM, med tilknyttede strenge konditionaliteter. Involvering af IMF skal tilstræbes i udarbejdelsen af de landespecifikke krav samt i overvågningen af programmet. Programmet skal indeholde mulighed for opkøb fra EFSF/ESM i det primære statsgældsmarked. Også lande, der allerede er i makroøkonomiske tilpasningsprogrammer, kan komme i betragtning, når de skal genindtræde på statsgældsmarkederne.
- Fuld opfyldelse af betingelserne tilknyttet EFSF/ESM-programmet er en betingelse for opkøbene.
- Transaktionerne vil være fokuseret på papirer med 1-3 års løbetid, og der er ikke fastsat en øvre grænse for opkøbene gennem programmet. Likviditetspåvirkningen ved opkøbene vil blive fuldt steriliseret, dvs. den likviditet, der skabes gennem opkøbene, vil blive opsuget igen via modgående operationer.
- Styrelsesrådet vurderer ud fra et pengepolitisk perspektiv, om opkøb er berettiget, og afgør ensidigt spørgsmål om påbegyndelse, fortsættelse og afslutning af eventuelle opkøb.
- ECB vil stille sig på lige fod med private og andre kreditorer ved eventuelle tab på de i OMT-programmet opkøbte statspapirer.

Ændringer i grundlaget for sikkerhedsstillelse

- ECB's krav om en minimum kreditvurdering i de pengepolitiske operationer blev suspenderet for omsættelige gældsinstrumenter og andre fordringer udstedt eller garanteret af de stater i euroområdet, der er berettiget til at indgå i ECB's OMT-program, eller som er del af et EU/IMF-program. Styrelsesrådets beslutning af 20. juli 2012 om at undlade at acceptere gældsinstrumenter udstedt eller garanteret af den græske stat står fortsat ved magt.
- Omsættelige gældsinstrumenter denomineret i valutaerne amerikanske dollar, japanske yen og britiske pund, der er udstedt og opbevaret i euroområdet, kan bruges som sikkerhedsstillelse af bankens modparter.

facilitet, hvor bankerne tilbydes billigere finansiering mod, at bankerne yder udlån til den private sektor. Sveriges Riksbank nedsatte i september sin pengepolitiske rente med 25 basispoint til 1,25 pct. Endelig nedsatte den kinesiske centralbank i både juni og juli den pengepolitiske rente.

Der har været stor usikkerhed om kapitalbehovet i den spanske banksektor og om holdbarheden af de spanske offentlige finanser gennem

foråret og sommeren. Eurolandene gav 9. juni lånetilsagn til Spanien til saneringsprocessen i de spanske banker på op til 100 mia. euro (9 pct. af BNP) via EFSF. Flere beslutninger af eurolandenes stats- og regeringschefer over sommeren betød, at lånet til rekapitalisering af banksektoren på sigt kan gives direkte til spanske banker og dermed uden om den spanske stat og dens statsgæld, jf. boks 3. Lånet fjernede over sommeren noget af usikkerheden om Spanien, men betydelige underskud i flere spanske regioner gav dog næring til spekulationer om behov for yderligere finansiel assistance fra de øvrige lande i euroområdet. Spanien kan ansøge om et fuldt hjælpeprogram i EFSF/ESM med tilhørende betingelser, som er en forudsætning for, at ECB kan understøtte Spaniens statspapirer gennem sit nye opkøbsprogram.

Spanien udmeldte i juli yderligere finanspolitiske stramninger for perioden 2012-14 for godt 56 mia. euro svarende til 5,3 pct. af BNP, herun-

EUROPEAN STABILITY MECHANISM, ESM

Boks 3

Den 29. juni vedtog euroområdet stats- og regeringschefer at udvide mandatet for eurolandenes permanente hjælpefacilitet ESM. ESM vil få mandat til at indgå direkte i rekapitaliseringer af banker i euroområdet, når der er etableret et fælles europæisk banktilsyn, som involverer ECB. I den forbindelse vil Eurogruppens lånetilsagn til Spanien på op til 100 mia. euro fra EFSF til at rekapitalisere den spanske finansielle sektor kunne gives direkte til en spansk rekapitaliseringsfond, dvs. uden om den spanske stat, når lånet overgår til ESM, som er den permanente afløser for EFSF. Disse lån vil ikke blive foranstillet andre udstedelser, således som det ellers oprindeligt var en betingelse for lån fra ESM.

Assistance fra ESM kræver enstemmighed blandt eurolandene eller i særlige tilfælde kvalificeret flertal på 85 pct. Den samlede udlånskapacitet er på 500 mia. euro. ESM vil finansiere sig ved at låne på kapitalmarkederne og på den baggrund yde støtte til eurolande, der trues af finansiell ustabilitet. Der knyttes betingelser til medlemsstater, der modtager støtte fra ESM, herunder at de skal efterleve de landespecifikke henstillinger og andre betingelser i forbindelse med det europæiske semester, stabilitets- og vækstpakten og proceduren vedr. makroøkonomiske ubalancer. ESM kan benytte sig af forskellige instrumenter:

- En forebyggende kreditfacilitet, som et medlemsland kan trække på, hvis der opstår behov.
- Lån som et medlemsland skal bruge med det specifikke formål at rekapitalisere medlemslandets finansielle institutioner og/eller direkte lån til rekapitalisering af finansielle institutioner, når der er etableret et fælles europæisk banktilsyn.
- Almindelige lån til et medlemsland.
- Opkøb i et medlemslands primære eller sekundære statsgældsmarked.

ESM træder i kraft, når ESM-traktaten er ratificeret af eurolande, der repræsenterer mindst 90 pct. af de samlede kapitalforpligtelser. Ikrafttrædelsen ventes at ske i efteråret 2012.

der bl.a. skatte-, moms- og afgiftsforhøjelser. Den nye stramning skete som led i en aftale med Europa-Kommissionen og de øvrige lande i euroområdet om lånet til rekapitalisering af banksektoren og en udskydelse af fristen for at korrigere landets budgetunderskud til under 3 pct. fra 2013 til 2014 på grund af svage vækstudsigter. Konsolideringen af de spanske offentlige finanser vanskeliggøres af en decentraliseret spansk regional struktur med 17 selvstyrende regioner og 2 selvstyrende byer. Regeringen annoncerede i juli en likviditetsfond på 18 mia. euro til regionerne, hvorunder finansiel assistance til en region modsvarer af øget overvågning fra staten.¹

Beslutningen om at udvide ESM's mandat til at kunne rekapitalisere banker i euroområdet direkte, dvs. uden om det pågældende land og dets statsgæld, forudsætter etableringen af et fælles europæisk banktilsyn, der involverer ECB. Kommissionen fremlagde 12. september forslag til strukturerne for et sådant fælles europæisk banktilsyn, jf. boks 4.

Udvidelsen af ESM's mandat er et vigtigt skridt i forhold til at inddæmme statsgældskrisen. De senere år har flere lande måttet påtage sig betydelige omkostninger ved at rekapitalisere banksektoren, og det har i flere tilfælde været en for tung byrde for landenes offentlige finanser. ESM's mandat til direkte at rekapitalisere eurolandenes banker vil i fremtiden kunne afkoble det enkelte lands offentlige finanser fra den nationale banksektor.

Finanspolitikken er kontraktiv i hovedparten af de avancerede økonomier, navnlig i Sydeuropa. Den offentlige gæld er i mange af landene langt over 60 pct. af BNP, og hovedparten har underskud på de offentlige finanser, jf. figur 8. Det er en uholdbar situation, og finanspolitiske stramninger og nedbringelse af den offentlige gæld er nødvendig. I mange europæiske økonomier er konsolideringen undervejs, og mellemsigtede strategier for at sikre holdbarheden er på plads. I USA og Japan, hvor den offentlige gæld og de løbende budgetunderskud er særdeles høje, udestår planer for nedbringelse af gælden fortsat.

I USA indeholder de nuværende politiske aftaler en stramning på over 4 pct. af BNP i 2013 som følge af udløb af skattelettelser og stimulustiltag samt ikrafttræden af automatiske sparemekanismer vedtaget i forbindelse med forhøjelsen af gældsloftet i august 2011, den såkaldte "fiscal cliff". Der er således pres for konsolidering på kort sigt, men en stramning i den størrelsesorden risikerer ifølge IMF at bremse den økonomiske vækst. Markederne og de internationale organisationer venter, at der opnås kompromis om en mildere stramning på ca. 1,5 pct. efter valget i november.

¹ Regionerne kan tilmelde sig ordningen året ud. Tre regioner har indtil videre udtrykt ønske om at deltage (Valencia, Catalonien og Murcia).

ØGET ØKONOMISK SAMARBEJDE I EUROOMRÅDET OG KOMMISSIONENS
FORSLAG TIL FÆLLES EUROPÆISK BANKTILSYN

Boks 4

Formændene for Det Europæiske Råd, DER, Europa-Kommissionen, ECB og Eurogruppen fremlagde i juni en skitse til fremtidens europæiske økonomiske og monetære samarbejde, heriblandt tanker om en såkaldt bankunion og øget fiskalt samarbejde. DER og dets formand Herman Van Rompuy arbejder nu på en rapport om de overordnede rammer for en bankunion. Det centrale i skitsen var en vision om etablering af et integreret finansielt system bestående af fælles banktilsynsmyndighed, indskydergarantiordning og afviklingsregime. En foreløbig rapport fremlægges i oktober, mens rapporten i endelig form fremlægges for DER i december 2012.

Europa-Kommissionen fremlagde 12. september ligeledes sine tanker om vejen til en bankunion og status på den proces inden for hver af de ifølge Kommissionen fire søjler i en bankunion (fælles regelsæt, banktilsyn, indskydergarantiordning og afviklingsregime). Samtidig offentliggjorde Kommissionen forslag til, hvordan et fælles europæisk banktilsyn kan etableres. Det er intentionen, at forslagene skal vedtages inden udgangen af året. Kommissionen har tidligere fremsat forslag vedrørende henholdsvis indskydergaranti og afviklingsregime. De videre forhandlinger om disse to forslag vil nu også skulle tage højde for forslagene vedrørende banktilsyn.

Kommissionen lægger i sit forslag op til et fælles tilsyn med alle kreditinstitutter i euroområdet. Lande uden for eurosamarbejdet kan ifølge forslaget anmode om at deltage i det fælleseuropæiske tilsyn. Tilsynet skal ifølge forslaget varetages af ECB i et nyetableret tilsynsråd internt i ECB, der på baggrund af bemyndigelse fra ECB's Styrelsesråd skal varetage tilrettelæggelsen af tilsynsarbejdet og andre tildelte opgaver. Det foreslås, at tilsynsrådet skal bestå af fire repræsentanter fra ECB samt en repræsentant fra hver af de nationale tilsynsmyndigheder, hvis kreditinstitutter er omfattet af det fælles tilsyn. Hertil kommer en formand, der udpeges af ECB's Styrelsesråd blandt medlemmerne af ECB's direktion (med undtagelse af direktionsformanden), og en næstformand valgt af og blandt medlemmerne af ECB's Styrelsesråd. De nationale tilsynsmyndigheder skal bistå ECB i udførelsen af tilsynsopgaverne og vil i den forbindelse være under direkte instruktionsbeføjelse fra ECB.

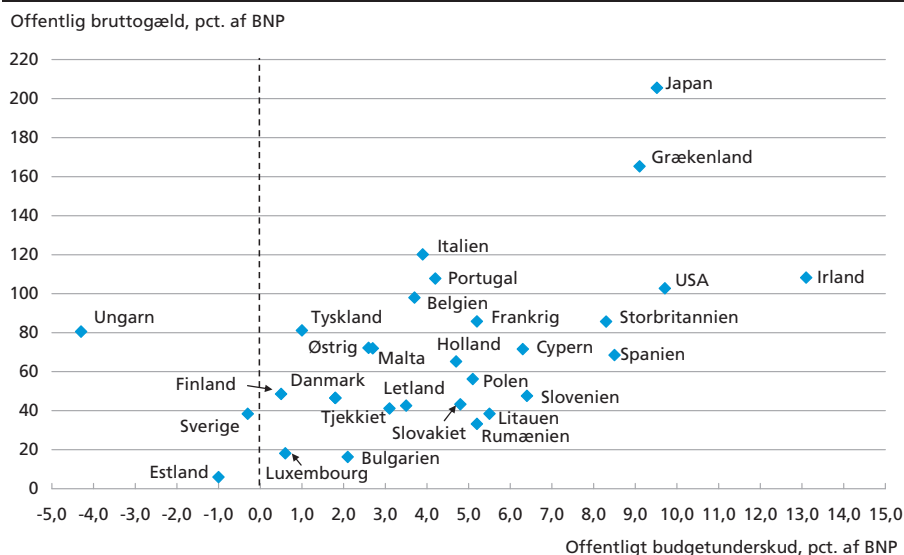
Lovgrundlaget skal ifølge forslaget træde i kraft 1. januar 2013. Der lægges op til en gradvis indfasning af ECB's varetagelse af tilsynet gennem 2013, sådan at ECB fra 1. juli 2013 skal have overtaget tilsynet med halvdelen af euroområdets kreditinstitutter målt efter størrelse, grænseoverskridende aktivitet og europæisk systemisk vigtighed og senest fra 1. januar 2014 varetager tilsynet med alle kreditinstitutter i de deltagende lande. Der er tale om en meget ambitiøs beslutningsproces og implementering.

Konsolideringen i Italien, Portugal og Irland skrider ifølge IMF generelt planmæssigt frem. Irland afholdt i løbet af sommeren de første auktioner af statsobligationer siden september 2010. Dermed ser det ud til, at Irlands beslutsomme tilgang til at løse sine finanspolitiske og finansielle problemer bærer frugt, om end eurolandenes beslutning om at undersøge situationen i Irlands finansielle sektor med henblik på at forbedre holdbarheden af programmet også spiller ind.

I Grækenland var IMF, ECB og Europa-Kommissionen medio september i gang med at undersøge, hvorvidt Grækenland kan opfylde kravene til

OFFENTLIG BRUTTOGÆLD OG OFFENTLIGT BUDGETUNDERSKUD, 2011

Figur 8



Anm.: I figuren vises EU-medlemslande samt USA og Japan. For EU-lande vises Maastricht-gæld og budgetunderskud som opgjort i EU's underskudsprocedure. Data for USA og Japan er som opgjort i nationalregnskaberne. Ungarns budgetoverskud på 4,3 pct. af BNP skyldes engangsindtægter i 2011 bl.a. opnået ved at afskaffe en tidligere obligatorisk privat pensionsfond. Opgjort ekskl. engangseffekter havde Ungarn et budgetunderskud på 5,3 pct. af BNP.

Kilde: Eurostat og OECD's statistikdatabase.

udbetaling af den første lånetranche af det nye program, som blev indgået i marts 2012. Situationen er vanskelig, og landet kan, forudsat at programbetingelserne er opfyldt, tidligst tilføres likviditet fra de internationale långivere i slutningen af september eller begyndelsen af oktober. Cypern anmodede i juni som det fjerde euroland EU og IMF om et låneprogram. Programmet er endnu ikke fastlagt.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

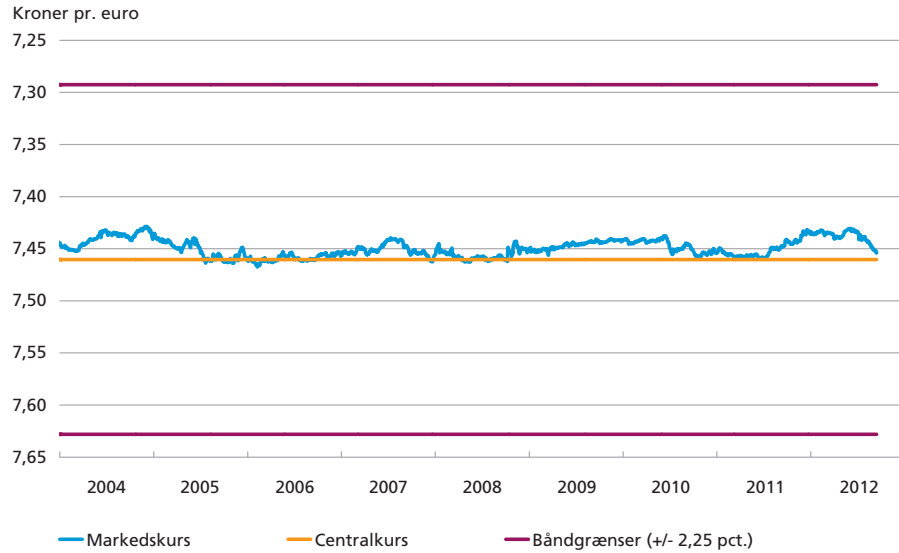
Kronen har siden årsskiftet ligget stabilt over for euroen på et niveau lidt stærkere end centralkursen i ERM2, jf. figur 9.

Nationalbanken fulgte 5. juli 2012 ECB's rentebeslutning og nedsatte udlånsrenten, renten på indskudsbeviser og diskontoen med 0,25 procentpoint med virkning fra 6. juli. Foliorenten blev holdt uændret. Renten for udlån, indskudsbeviser og folio var herefter henholdsvis 0,20, -0,20 og 0,00 pct., mens diskontoen var 0,00 pct. Det er første gang, at en af Nationalbankens renter har været negativ.

Der var et tydeligt gennemslag fra den negative indskudsbevisrente til pengemarkedsrenterne, jf. figur 10. Op til rentenedsættelsen var der allerede negative pengemarkedsrenter i Danmark, hvilket afspejlede for-

KRONENS KURS OVER FOR EURO

Figur 9



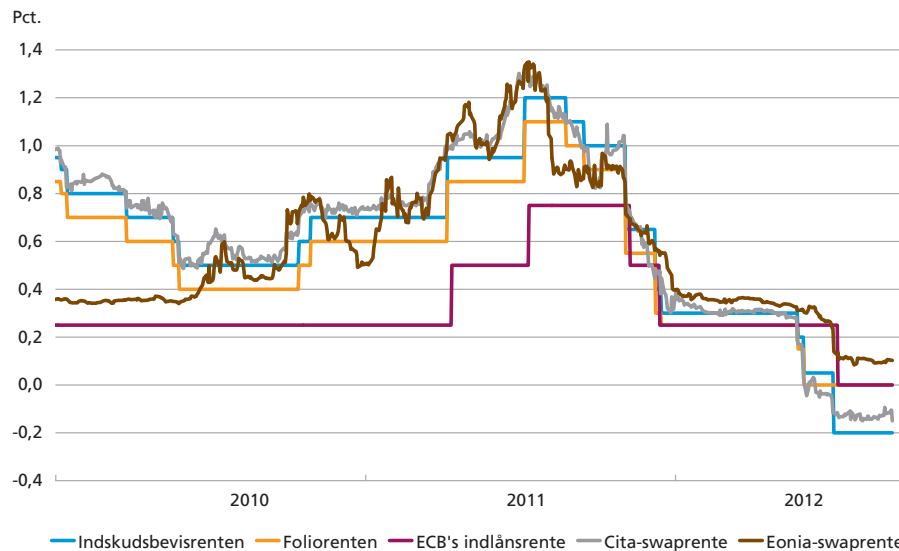
Anm.: Omvendt skala. Seneste observation er 13. september 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ventninger blandt markedsdeltagerne om, at ECB ville nedsætte sine renter, og at Nationalbanken ville følge efter. Pengemarkedsrenterne i Danmark er blevet endnu mere negative end før rentenedsættelsen, og

PENGEPOLITISKE RENTER OG PENGEMARKEDSRENTER I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 10



Anm.: Seneste observation er 13. september 2012. Pengemarkedsrenterne er den sikrede 3-måneders-rente i henholdsvis Danmark og euroområdet.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

kronen blev svækket en anelse i forbindelse med Nationalbankens rentenedsættelse, jf. artiklen "Negative renter" i denne Kvartalsoversigt. Kronen lå i midten af september 0,1 pct. over centalkursen over for euro, mens den før rentenedsættelsen lå 0,3 pct. over. Kronen blev svækket umiddelbart efter rentenedsættelsen, som betød, at den tvivl, der måtte være i markedet, om, hvorvidt Nationalbanken faktisk ville indføre en negativ indskudsbevisrente, forsvandt. Den efterfølgende svækkelse af kronen skal bl.a. ses i lyset af, at tilliden til håndteringen af statsgældskrisen i en række europæiske lande blev forbedret i august, og at euroen blev styrket over for en række valutaer. Det kan også have haft en selvstændig effekt på investorers lyst til at placere i kroner, at renten er blevet negativ, selv om det pengepolitiske rentespænd er uændret.

Der er fastsat rammer for penge- og realkreditinstitutternes samlede indskud på folio, dvs. dag til dag-indskud på anfordringskonti. Ved indførelsen af den negative indskudsbevisrente blev foliorammerne opjusteret fra 23 til 70 mia. kr. for at mindske den belastning, som den negative indskudsbevisrente påfører de penge- og realkreditinstitutter, der er pengepolitiske modparter. Foliorammerne har normalt til formål at begrænse de midler, som umiddelbart kan finansiere spekulation i en svækkelse af kronen. I den nuværende situation med en stærk krone, hvor Nationalbanken har inter文neret i valutamarkedet og nedsat sine pengepolitiske renter for at imødegå en styrkelse af kronen, er det i forhold til fastkurspolitikken uproblematisk at udvide foliorammerne.

Af hensyn til gennemslaget af indskudsbevisrenten på pengemarkedsrenterne skal det ved fastsættelsen af foliorammerne sikres, at institutterne under ét har indskud placeret i indskudsbeviser til negativ rente, så deres marginale likviditetsindskud i Nationalbanken, fx i forbindelse med kapitalindstrømning til Danmark, forrentes negativt. Institutterne havde medio september indskudsbeviser for omkring 160 mia. kr.

Da indskudsbevisrenten efter rentenedsættelsen ligger under foliorenten, har modparterne nu et økonomisk incitament til at placere på folio frem for i indskudsbeviser, og de har øget deres indestående på folio. Modparterne har dog gennemgående selv købt indskudsbeviser for at få det samlede folioindestående under den samlede folioramme, så Nationalbanken har kun konverteret folioindestående over rammen til indskudsbeviser tre gange siden rentenedsættelsen.

I juni købte Nationalbanken valuta for 7,3 mia. kr. i forbindelse med intervention. Nationalbanken inter文nerede ikke i juli og august. Valutareserven steg fra ultimo maj til august og var ved udgangen af august på 514,4 mia. kr. Stigningen afspejler, at Nationalbanken netto købte valuta for 9,3 mia. kr., mens staten netto optog lån i udlandet for 2,7 mia. kr.

Udviklingen på penge- og kapitalmarkederne

Renterne på penge- og kapitalmarkederne lå i midten af september fortsat på et historisk lavt niveau.

Nationalbanken solgte 30. august 2012 skatkammerbeviser med løbetider på 3, 6 og 9 måneder til renter på henholdsvis -0,48, -0,40 og -0,35 pct. I alt blev der solgt for 11,5 mia. kr.

Pengemarkedsrenterne i Danmark faldt i forbindelse med Nationalbankens rentenedsættelser i maj og juli. Den sikrede danske pengemarkedsrente, givet ved 3-måneders Cita-swaprenten, faldt ca. 0,3 procentpoint i begyndelsen af juni og har fra midten af juni til midten af september været negativ, jf. figur 10.

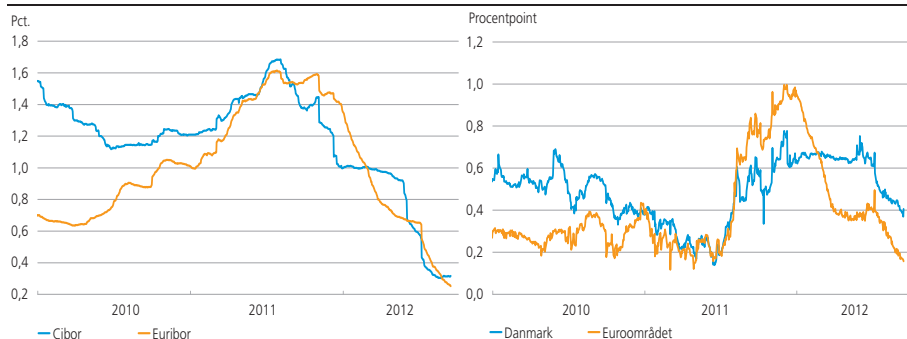
Den danske usikrede rente, målt ved 3-måneders Cibor, lå fra begyndelsen af juni 2012 og frem til midten af september tæt på den tilsvarende rente for euroområdet, 3-måneders Euribor. Begge renter er faldet omkring 0,4 procentpoint i perioden, jf. figur 11 (venstre).

Siden slutningen af februar 2012 har det danske spænd mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter ligget højere end det tilsvarende rentespænd for euroområdet. Euroområdets spænd steg mere end det danske i forbindelse med, at statsgældskrisen i en række lande i euroområdet blussede op i 2. halvår 2011. Rentespændet i euroområdet faldt igen efter, at ECB havde annonceret en række tiltag i december 2011, herunder 3-årige udlån, mens det danske spænd lå nogenlunde uændret, jf. figur 11 (højre). Spændet i både Danmark og euroområdet faldt fra slutningen af juni 2012.

Der kom i løbet af sommeren fokus på referencerenter for usikrede udlån, herunder for udlån i kroner på det danske marked, Cibor. Det

DEN USIKREDE PENGEMARKEDSRENTE I DANMARK OG EUROOMRÅDET (VENSTRE) OG SPÆNDET MELLEM DEN USIKREDE OG SIKREDE RENTE I DANMARK OG EUROOMRÅDET (HØJRE)

Figur 11



Anm.: Den usikrede rente i Danmark og euroområdet er målt ved henholdsvis 3-måneders Cibor og Euribor, mens de sikrede renter er målt ved henholdsvis 3-måneders Cita-swaprenten og 3-måneders Eonia-renten. Seneste observation er 13. september 2012.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

skete efter, at det britiske finanstilsyn, Financial Service Authority, FSA, i slutningen af juni meddelte, at det havde givet Barclays Bank en bøde på 59,5 mio. pund for manipulation i forbindelse med indberetninger til referencerenterne for usikrede udlån, der fastsættes i London, Libor (London Interbank Offered Rate), og for usikrede lån i euroområdet, Euribor (Euro Interbank Offered Rate).¹

Der foregår internationalt en række overvejelser om forholdene for fastsættelse af referencerenter på pengemarkedet. Bank for International Settlements, BIS, har i den forbindelse nedsat en gruppe, der skal se på problemstillingen. Formålet er at give input til den bredere debat, der koordineres af Financial Stability Board.² Desuden har den britiske finansminister i forbindelse med sagen om manipulation med Libor og Euribor nedsat et udvalg, the Wheatley Review, bl.a. med henblik på at undersøge de nødvendige reformer af den nuværende ramme for fastsættelse og forvaltning af Libor. Det er planlagt, at udvalget skal komme med sine anbefalinger vedrørende regulering af Libor og andre referencerenter i slutningen af september.

Nationalbanken besluttede i efteråret 2010 at trække sig fra Cibor-samarbejdet. Det skyldtes kombinationen af to forhold: For det første udviklede forskellen mellem den usikrede og den sikrede rente i Danmark og den tilsvarende renteforskel i euroområdet fra medio 2009 sig forskelligt og på en måde, Nationalbanken ikke fandt velbegrundet i situationen. For det andet var der et meget ringe handelsomfang af usikrede lån bankerne imellem, hvilket betød, at det ikke var muligt for Nationalbanken at verificere Cibor-stillelsen på grundlag af faktiske handler.

Finansrådet redegjorde 4. september 2012 for fastsættelsen af Cibor.³ Ifølge redegørelsen afspejler den større renteforskel i Danmark en række konkrete forhold, som de er kommet til udtryk ved angivelse af, hvad der i et marked i givet fald ville være blevet lagt vægt på ved udlån til en meget kreditværdig bank. Nationalbanken kan ikke afvise, at denne fortolkning har været lagt til grund, men deler ikke opfattelsen af, hvad de nævnte forhold burde medføre. Erhvervs- og Vækstministeriet har meddelt, at det kommer med en redegørelse for Cibor i løbet af september 2012, hvor forbedringer af Cibor, herunder indretningen af et offentligt tilsyn, vil indgå.

Det beskedne handelsomfang i usikrede udlån betyder, at der bør etableres en alternativ referencerente til Cibor. Nationalbanken nedsat-

¹ Jf. pressemeddelelsen Barclays fined £59.5 million for significant failing in relation to LIBOR and EURIBOR og Final notice to Barclays Bank Plc, begge fra FSA, 27. juni 2012.

² Jf. Economic Consultative Committee statement on LIBOR, 10. september 2012, <http://www.bis.org/press/p120910.htm>

³ Jf. Redegørelse om Cibor fra Finansrådet, 4. september 2012.

te i begyndelsen af 2011 en arbejdsgruppe med det formål at undersøge mulighederne for en supplerende referencerente for det danske pengemarked. Arbejdsgruppen konkluderede, at Cita-renteswaps er det bedste grundlag for beregningen af en supplerende referencerentekurve på det danske pengemarked, jf. pressemeddelelsen Rapport om supplerende referencerente på det danske pengemarked, 8. juli 2011.

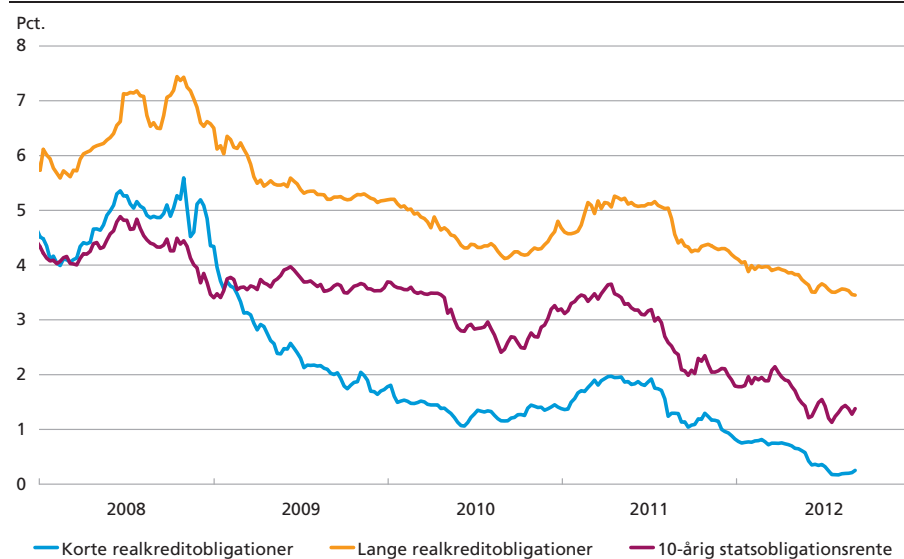
Den 10-årige statsobligationsrente fulgte udviklingen i den tyske statspapirrente og var i midten af september 1,5 pct., jf. figur 12. Renten på danske statspapirer var i midten af september negativ for løbetider op til 2,5 år.

Renten på de korte og lange realkreditobligationer faldt fra begyndelsen af juni til midten af september 2012 og fortsatte dermed udviklingen gennem det seneste år. I midten af september var den korte realkreditrente 0,3 pct., mens den lange rente var 3,5 pct. jf. figur 12. I begyndelsen af september 2012 blev der afsluttet auktioner for obligationer bag rentetilpasningslån til de laveste renter, siden rentetilpasningslåne blev indført i 1996. Der blev solgt for 160 mia. kr., og renten på 1-årige lån blev i gennemsnit 0,38 pct. Realkreditinstitutterne åbnede i juni 2012 også for finansiering ved udstedelse af 30-årige 3,0 pct. obligationer.

Realkreditinstitutterne har i løbet af 2011 og 2012 generelt hævet bidraget på især rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed. Senest

RENTER PÅ DANSKE STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 12

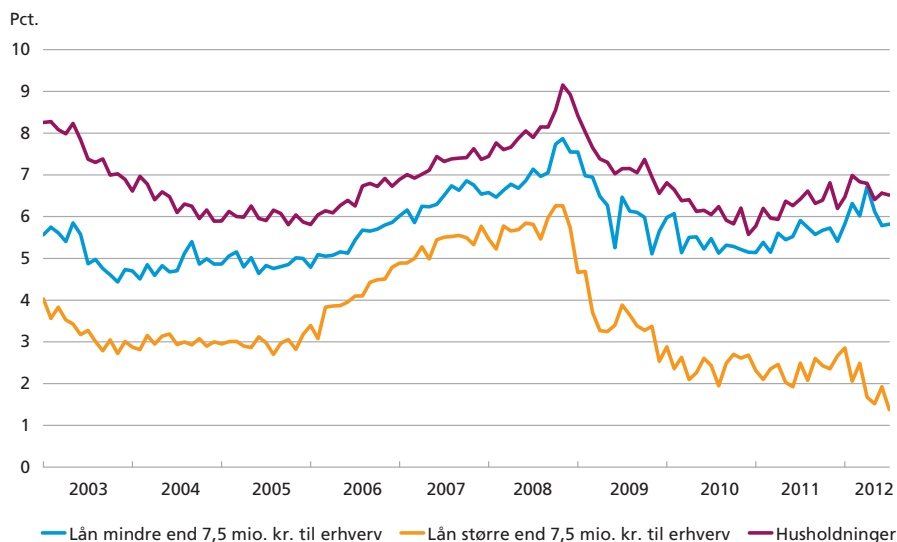


Anm.: Ugentlige data. Den korte rente er den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer. Den lange rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Seneste observation er uge 36.

Kilde: Nordea, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

PENGEINSTITUTTERNES RENTER PÅ NYUDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV FORDELT PÅ LÅNSTØRRELSE

Figur 13



Anm.: Seneste observation er fra juli 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

offentliggjorde Nordea 7. september 2012 en ny prisstruktur for realkreditlån. Bidragssatserne øges særligt for rentetilpasningslån, lån med afdragsfrihed og lån med høj belåningsgrad.

Pengeinstitutternes renter på udestående udlån til husholdninger og erhverv faldt fra april til juli. Det seneste halve år er spændet mellem pengeinstitutternes renter på store og små nyudlån til erhverv steget grundet et fald i udlånsrenten på store nyudlån, jf. figur 13. Udlånsrenterne på store nyudlån kan afspejle, at risikoen er mindre end på små nyudlån. Samtidig har store erhvervsvirksomheder nemmere adgang til kapitalmarkederne og derfor også en bedre forhandlingsposition over for pengeinstitutterne, når kapitalmarkedsrenterne falder.

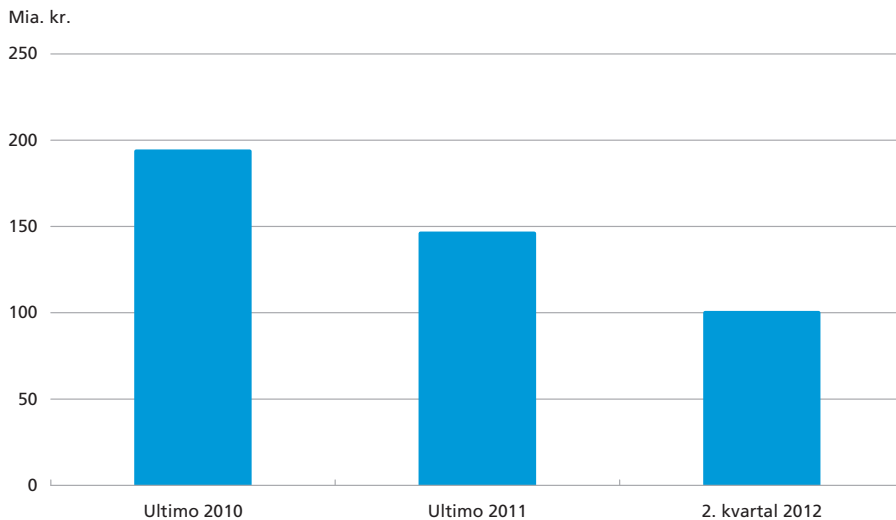
Indlånsrenterne fulgte ikke faldet i udlånsrenterne, så rentemarginalerne faldt fra maj til juli. Pengeinstitutterne har ikke indført negative indlånsrenter over for husholdninger og langt de fleste virksomheder.¹ Pengeinstitutterne har dog generelt forhøjet skiltesatserne for udlån og varslet yderligere renteforhøjelser i efteråret 2012.

Bankpakke 2 i 2009 gjorde det muligt for danske penge- og realkreditinstitutter at udstede lån med individuel statsgaranti for løbetider på op til 3 år. Ordningen omfatter lån udstedt inden udgangen af 2010. Den

¹ Virksomhederne har dog i enkelte tilfælde haft negativ rente på indlån. Der har primært været tale om særlige korte indskud.

FORFALD AF UDESTÅENDE GÆLD MED STATS GARANTI

Figur 14



Anm.: Opgørelsen inkluderer udstedelser af danske pengeinstitutter, realkreditinstitutter og færøske pengeinstitutter. Institutter under Finansiell Stabilitet er ikke medtaget. Der er ikke inkluderet tilsagn givet under den nye garantiordning pr. 22. marts 2012.

Kilde: Finansiell Stabilitet og Danmarks Nationalbank.

udestående gæld med statsgaranti forfalder mellem 2011 og 2013. Ultimo 2010 udgjorde gælden 194 mia. kr., mens den i 2. kvartal 2012 var faldet til 100 mia. kr., se figur 14. Indfrielseerne er forløbet som planlagt, og i nogle tilfælde har institutterne indfriet gælden før tid. For at lette forløbet i forbindelse med udløbet af statsgarantierne tilbød Nationalbanken 3-årige udlån 30. marts 2012, hvor penge- og realkreditinstitutterne optog lån for 19 mia. kr. De 3-årige udlån udbydes igen 28. september 2012.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån

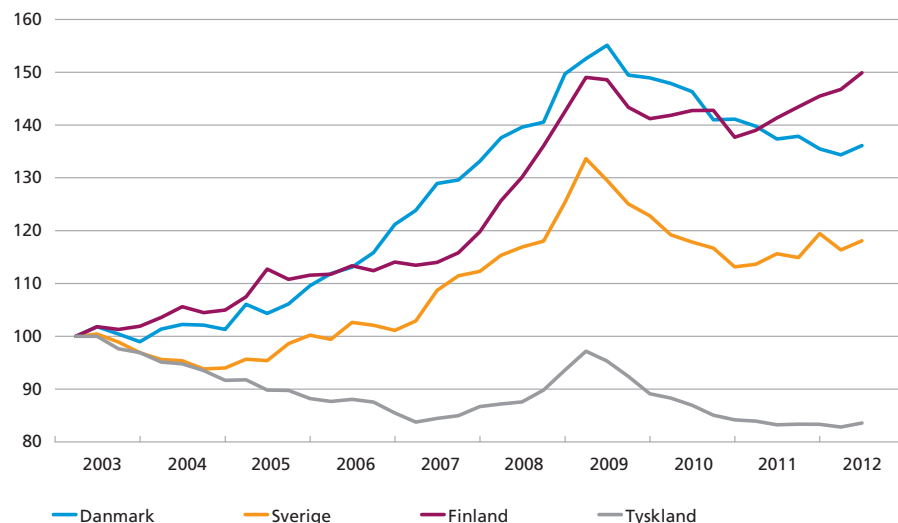
Penge- og realkreditinstitutternes samlede sæsonkorrigerede udlån til erhverv har været nogenlunde konstant fra maj til juli, mens udlånet til husholdninger er steget svagt. Udlånet til erhverv udgjorde ved udgangen af juli 996 mia. kr., og udlånet til husholdninger 2.342 mia. kr. Gennem de senere år er der sket et skift i udlånet fra pengeinstitutterne til realkreditinstitutterne. Udviklingen fortsatte fra maj til juli, hvor realkreditinstitutterne øgede deres udlån med 16,3 mia. kr., hvorimod pengeinstitutternes udlån blev reduceret med 13,2 mia. kr. Stigningen i realkreditinstitutternes udlån stammede primært fra udlån til husholdninger.

De seneste tre år har udviklingen i udlån til erhverv i forhold til den økonomiske aktivitet været faldende. Dette har også været tilfældet i en række andre lande, jf. figur 15.

UDLÅN TIL ERHVERV I FORHOLD TIL BNP

Figur 15

Indeks, 1. kvartal 2003 = 100



Anm.: Beholdning af udlån fra MFI'er til indenlandske ikke-finansielle selskaber i forhold til årligt sæsonkorregeret BNP. For Finland er modpartsområdet euroområdet, hvor andre lande end Finland kun udgør en meget lille del af det totale udlån. Kvartalsdata. Seneste observation er 2. kvartal 2012.

Kilde: ECB's Statistical Data Warehouse, Deutsche Bundesbank og Reuters EcoWin.

Ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse har de danske penge- og realkreditinstitutter samlet set strammet kreditpolitikken i 2. kvartal 2012. Udviklingen fra de seneste fire kvartaler, hvor der er sket svage stramninger, er dermed fortsat i 2. kvartal. Stramningen begrundes med højere finansieringsomkostninger, og institutterne forventer, at det vil betyde stigende priser på lån til både husholdninger og erhverv.

Der var et mindre fald i efterspørgslen fra eksisterende kunder i pengeinstitutterne i 2. kvartal 2012, hvorimod der var en svag stigning hos realkreditinstitutterne. Efterspørgslen fra nye kunder var svagt stigende for lån til husholdninger, mens der var et lille fald i efterspørgslen fra nye kunder efter erhvervslån.

DANSK ØKONOMI

Den økonomiske aktivitet er stagneret det seneste halvandet år. BNP faldt 0,5 pct. i 2. kvartal 2012 efter en stigning på 0,3 pct. i kvartalet før, jf. tabel 2 og figur 16. Væksten i 2. kvartal blev især trukket ned af kraftige fald i det private forbrug og erhvervsinvesteringerne. De offentlige investeringer steg 9 pct. i 2. kvartal og reverserede dermed et tilsvarende fald i 1. kvartal, mens det offentlige forbrug steg svagt i 1. halvår. Eksporten løftede sig markant i 2. kvartal, mens importen af varer og tjenester kun steg svagt.

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER

Tabel 2

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2011	2012	2013	2014	2011-12		
					4. kv.	1. kv.	2. kv.
BNP	0,8	0,3	1,6	1,7	-0,3	0,3	-0,5
Privat forbrug	-0,8	0,6	1,5	1,7	1,2	0,4	-0,9
Offentligt forbrug	-1,3	0,7	0,8	0,8	-0,5	0,2	0,3
Boliginvesteringer	8,8	-7,5	4,2	3,9	-3,0	-4,7	-4,3
Offentlige investeringer	5,2	6,6	-10,2	0,9	1,3	-7,3	8,9
Erhvervsinvesteringer	-4,1	6,5	7,9	2,3	-0,7	9,5	-6,8
Lagerinvesteringer ¹	0,3	-0,3	0,1	0,2	-1,2	0,3	-0,4
Eksport	7,0	1,9	3,2	3,7	0,1	-0,6	2,5
Industrieksport	7,0	2,0	4,9	6,1	-1,7	1,0	3,2
Import	5,2	3,0	3,9	4,0	-1,2	1,2	0,7
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.767	2.760	2.760	2.771	2.764	2.761	2.759
Ledighed, brutto, 1.000 personer	162	164	161	156	162	161	163
Ledighed, netto, 1.000 personer	109	120	128	125	109	110	118
Betalingsbalance, pct. af BNP	6,5	6,1	5,5	5,3	5,9	4,6	7,7
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,9	-4,3	-2,5	-2,3	-1,9	-2,0	-3,0
Kontantpriser, pct. år-år	-2,8	-3,6	3,2	2,8	-6,8	-6,1	-6,1
Forbrugerpriser, pct. år-år	2,7	2,4	2,0	1,8	2,6	2,7	2,2
Timeløn, pct. år-år	2,3	1,9	2,1	2,4	2,5	2,1	2,0

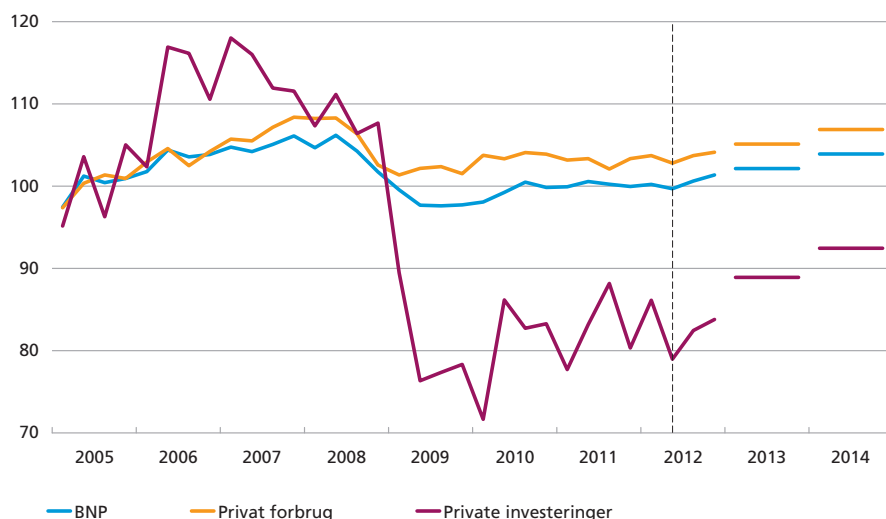
¹ Bidrag til BNP-vækst.

De senere års beherskede forbrugsudvikling er fortsat i 1. halvår 2012. Det skal ses i lyset af den dæmpede fremgang i de disponible indkomster, som har udviklet sig svagere end forudsat i prognosen fra juni.

BNP, PRIVAT FORBRUG OG PRIVATE INVESTERINGER

Figur 16

Indeks, 2005 = 100



Anm.: BNP, privat forbrug og private investeringer er i mængder. Private investeringer omfatter erhvervs- og boliginvesteringer. Fremskrivningen efter 2012 er vist på årsgennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik, egne beregninger og Nationalbankens prognose.

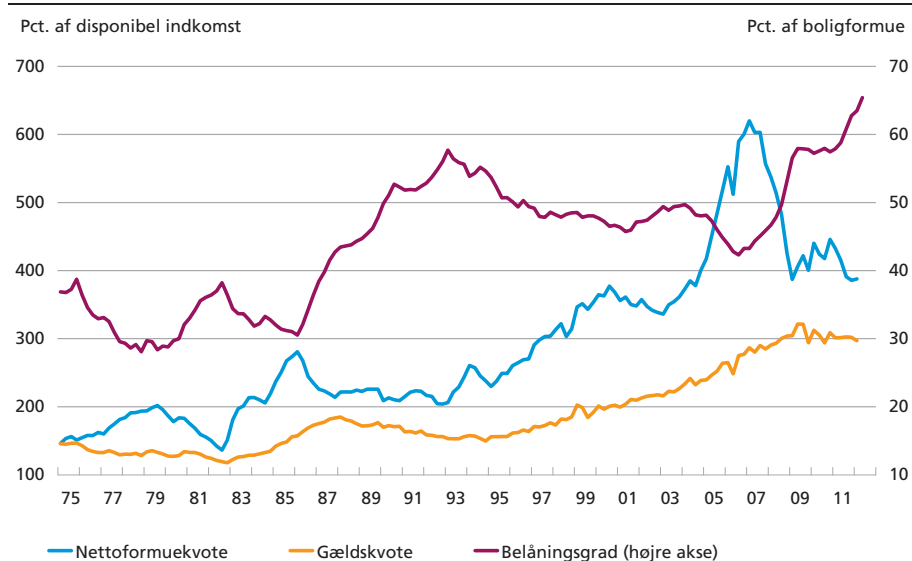
Samtidig er forbrugertilliden, trods en stigning de seneste måneder, stadig lav. Ud over den svage forbrugstilbøjelighed er husholdningernes investeringer, som primært består af boliginvesteringer, lave. Det betyder, at sektorens opsparingsoverskud er løftet til et højt niveau.

Husholdningernes konsolidering har også ført til et svagt fald i gældskvoten, dvs. gælden i forhold til den disponible indkomst, jf. figur 17. Husholdningernes gæld er stadig stor, men på den anden side ligger deres formue på et højt niveau set over en længere periode. Stigningerne i aktiekurserne de seneste år har bidraget til, at husholdningernes finansielle formue er øget kraftigt siden bunden i 1. kvartal 2009. De fornyede fald i boligpriserne trækker dog i modsat retning og har yderligere øget den allerede høje belåningsgrad i ejerboligerne. I prognosen ventes en mindre stigning i forbrugskvoten gennem 2013-14, som derved når sit gennemsnitlige niveau for de seneste årtier. Der ligger et stort forbrugspotentiale i husholdningernes høje opsparing, som kan frigøres, når tilliden vender tilbage.

De samlede erhvervsinvesteringer har svinget omkring et omtrent uændret niveau siden det store fald i 2008-09. Virksomhedernes investeringer i maskiner, transportmidler, software mv. er øget mærkbart siden midten af 2009 i takt med den stigende kapacitetsudnyttelse. Fremadrettet giver investeringsvinduet, der var en del af skatteaftalen fra juni, virksomhederne mere lempelige afskrivningsvilkår i 2012-13. Det ventes

HUSHOLDNINGERNES FORMUE, GÆLD OG BELÅNINGSGRAD

Figur 17



Anm.: Nettoformuekvoten er husholdningernes nettoformue efter skat af pensionsopsparing i forhold til disponibel indkomst, og gældskvoten er deres finansielle passiver i forhold til disponibel indkomst. Belåningsgraden er deres boliglån i forhold til boligformuen.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

at bidrage til at holde investeringskvoten for materiel oppe frem mod 2014. Erhvervenes bygge- og anlægsinvesteringer lå fortsat meget lavt i 1. halvår 2012, hvilket skal ses i sammenhæng med en betydelig ledig kapacitet. Da renteniveauet er lavt, ventes dog en vis fremgang i erhvervsbyggeriet.

Bortset fra en stigning i 2. kvartal 2012 har eksporten udviklet sig fladt siden begyndelsen af 2011. Fortsat svage vækstudsigter i euroområdet og i andre aftagerlande for danske varer og tjenester betyder, at eksportvæksten forbliver lav i indeværende år for derefter at stige i de kommende år i takt med gradvis højere aktivitet på eksportmarkederne. Med lønstigninger lidt under niveauet i udlandet og givet, at den danske industrieksport er mindre konjunkturfølsom end andre landes, fastholdes markedsandelen gennem prognoseperioden efter en længere årrække med fald. Betalingsbalanceoverskuddet aftager lidt de kommende år, idet den indenlandske efterspørgsel ventes at vokse hurtigere i Danmark end i udlandet.

Samlet set forventes BNP at vokse med 0,3 pct. i år. Den lave vækst skal både ses i lyset af den svage udvikling i det private forbrug og den afdæmpede offentlige efterspørgsel. Væksten ventes derefter at stige til 1,6 og 1,7 pct. i henholdsvis 2013 og 2014. Den højere BNP-vækst i 2013 afspejler forventningen om en stærkere vækst i 2. halvår 2012, som skaber et overhæng til det følgende år. Prognosen er dog følsom over for efterspørgselsudviklingen i både indland og udland. Den indenlandske efterspørgsel afhænger i høj grad af, hvornår tilliden vender tilbage, og den private sektor begynder at omsætte noget af det oparbejdede opsparringsoverskud i forbrug. Samtidig er udsigterne for eksporten forbundet med betydelig usikkerhed, og en forværring af gældskrisen i euroområdet vil dæmpe dansk eksport yderligere. Omvendt har eksporten til Tyskland og Sverige, som er Danmarks største eksportmarkeder, været stigende. Hvis den positive udvikling fortsætter, vil det komme dansk eksport til gavn. Til at illustrere usikkerheden omkring det centrale scenario i prognosen betragtes i boks 5 alternative scenarier, hvor efterspørgselsudviklingen er svagere, henholdsvis stærkere end i det centrale forløb.

Boligmarkedet

Efter fornyet svækkelse af boligmarkedet igennem 2011 var der tegn på stabilisering i 1. halvår 2012. Priserne på parcel- og rækkehuse var dog stadig vigende og lå i juni 6 pct. under niveauet året før. Priserne på ejerlejligheder har stabiliseret sig det seneste halve år og lå i juni 4 pct. under niveauet i 2011. For både huse og lejligheder har der imidlertid været en tendens til, at det seneste månedstal, der baserer sig på ca. 70

ALTERNATIVE SCENARIER

Boks 5

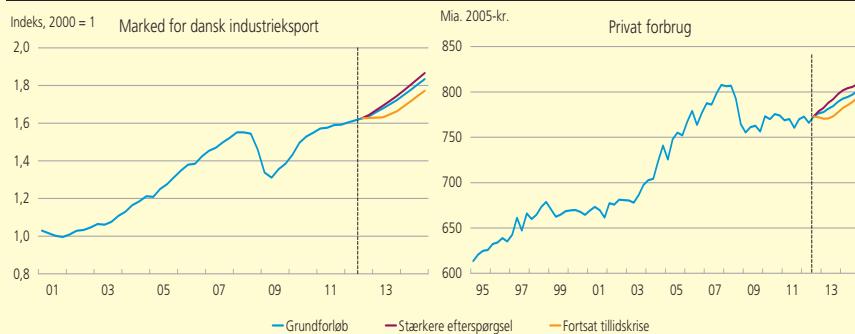
I prognosen er det antaget, at der sker en gradvis retablering af tilliden og dermed den private efterspørgsel i både ind- og udland i løbet af de kommende kvartaler. Hvis de nuværende løsninger på gældsproblemerne i Sydeuropa ikke opfattes som troværdige, eller hvis husholdninger og virksomheder herhjemme vælger at konsolidere sig yderligere i de kommende kvartaler, er der risiko for, at den økonomiske vending trækker ud. Det vil medføre en fortsat svag efterspørgsel med lav vækst til følge i den nære fremtid.

Hvis de igangværende initiativer til løsning af udfordringerne i den globale økonomi imidlertid opfattes som troværdige, eller tilliden til ny økonomisk fremgang i Danmark vender hurtigere tilbage, er der omvendt et betydeligt potentiale for en hurtigere vending i økonomien. Husholdningerne under ét har rum i deres økonomi til at øge forbruget væsentligt hurtigere, end vi skønner i den aktuelle prognose, ligesom de lave renter bidrager til, at ny fremgang på boligmarkedet kan materialisere sig i et højt tempo.

På den baggrund er der beregnet konsekvenserne af et tænkeligt svagere forløb, hvor efterspørgslen på vore eksportmarkeder går i stå frem til midten af 2013, mens det private forbrug og boligmarkedet samt erhvervslivets investeringer også svækkes frem til 2. halvår 2013, jf. figur 18. Et sådant forløb vil medføre, at væksten næste år reduceres med 1 procentpoint til 0,6 pct., mens den falder marginalt (0,1 procentpoint) i år og i 2014, jf. tabel 3. Den lavere aktivitet medfører, at nettoledigheden stiger med godt 20.000 frem til 2014, hvor den flader ud. Under dette scenario svækkes de offentlige finanser mærkbart, og underskuddet vil overstige 3 pct. af BNP i 2013. Inflationstakten ændres kun marginalt i forhold til grundforløbet, mens betalingsbalancen styrkes lidt i 2013 for at falde tilbage i 2014.

ALTERNATIVE FORLØB FOR MARKED FOR INDUSTRIEKSPORT OG PRIVAT FORBRUG

Figur 18



Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger.

Det mere positive scenario indebærer, at det private forbrug øges hurtigere, ligesom boligmarkedet oplever en kraftigere vending end i grundforløbet. Den stærkere fremgang afspejles i en lidt højere vækst i udlandets efterspørgsel efter danske eksportvarer, jf. figur 18 ovenfor. I et sådant forløb øges BNP-væksten med 0,5 procentpoint i 2013 og lidt mindre i 2014, hvilket medfører, at ledigheden i 2014 vil ligge 9.000 under niveauet i grundforløbet. Det højere aktivitetsomfang styrker de offent-

FORTSAT

Boks 5

lige finanser og medfører en marginalt højere inflationstakt mod slutningen af perioden. Da den hurtigere konjunkturvending forudsættes stærkere i Danmark end i udlandet, svækkes betalingsbalancen sammenlignet med grundforløbet som følge af den stærkere indenlandske efterspørgsel.

GRUNDFORLØB OG ALTERNATIVE SCENARIER

Tabel 3

	Grundforløb	Fortsat tillidskrise	Stærkere efterspørgsel
2012			
BNP, pct. år-år	0,3	0,2	0,3
Ledighed, netto, 1.000 personer	120	120	119
Betalingsbalance, pct. af BNP	6,1	6,1	6,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	-4,3	-4,3	-4,3
Inflation, HICP, pct. år-år	2,4	2,4	2,4
2013			
BNP, pct. år-år	1,6	0,6	2,1
Ledighed, netto, 1.000 personer	128	137	125
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,5	5,8	5,3
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,5	-3,1	-2,3
Inflation, HICP, pct. år-år	2,0	2,0	2,0
2014			
BNP, pct. år-år	1,7	1,6	2,0
Ledighed, netto, 1.000 personer	125	145	116
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,3	5,2	5,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,3	-3,0	-1,9
Inflation, HICP, pct. år-år	1,8	1,7	1,8

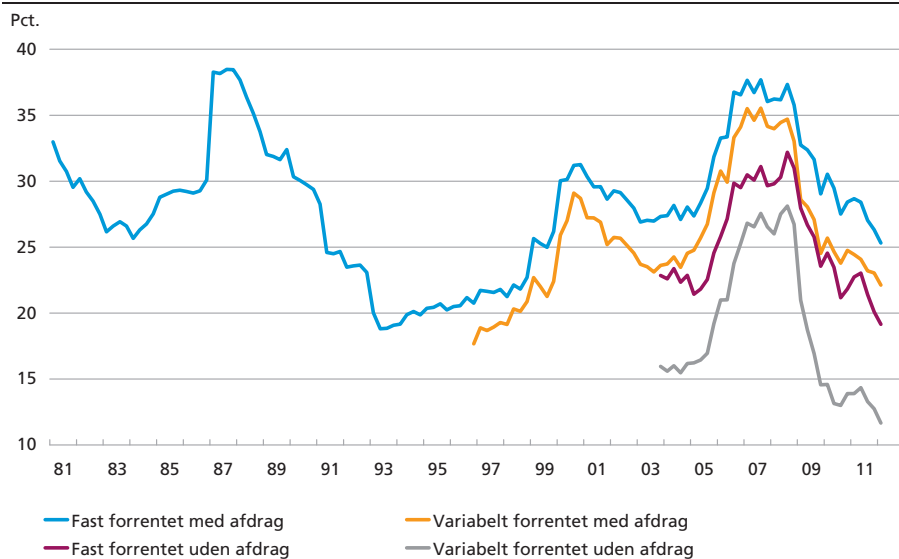
pct. af alle handler, efterfølgende er blevet oprevideret. Tages der hensyn til dette, er det rimeligt at tale om stabilisering af priserne i 1. halvår 2012, hvilket må ses på baggrund af de historisk lave korte og lange renter. Det er forventningen, at de nominelle huspriser vil begynde at stige svagt i 2. halvår 2012. I prognosen stiger huspriserne moderat i 2013 og 2014.

Udbuddet af boliger til salg er reduceret det seneste år, hvilket kan bidrage til at lette presset på priserne. Udbuddet ligger dog fortsat på et højt niveau, og med en beskeden omsætning er liggetiderne fortsat høje på godt 9 måneder for parcel- og rækkehuse og lidt lavere for ejerlejligheder.

Det lave renteniveau og faldende boligpriser har siden 2008 betydet et fald i boligbyrden, som er en stiliseret opgørelse af finansieringsomkostningerne inkl. ejendomsskatter ved et boligkøb relativt til den gennem-

BOLIGBYRDE

Figur 19



Anm.: Boligbyrden er en stiliseret opgørelse af finansieringsomkostninger inkl. ejendomsskatter ved køb af et enfamiliehus som andel af den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst. Finansieringsomkostningerne er baseret på den anførte låntype med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke finansieres af realkreditlån eller pantebreve. Fastforrentede lån er baseret på et 20-årigt realkreditlån for 2. kvartal 1991 og et 30-årigt realkreditlån efter, mens variabelt forrentede lån er baseret på 1-årige rentetilpasningslån.

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

snitlige disponible indkomst¹, jf. figur 19. Det er i overvejende grad ydelser og i mindre grad udgifter til ejendoms- og grundskatter, der har givet udsving i boligbyrden over det seneste årti. Finansieres boligkøbet med et fastforrentet lån med afdrag, er boligbyrden i dag lidt under sit langsigtede gennemsnit. Finansieres det uden afdrag eller med variabelt forrentede lån, er boligbyrden lavere.

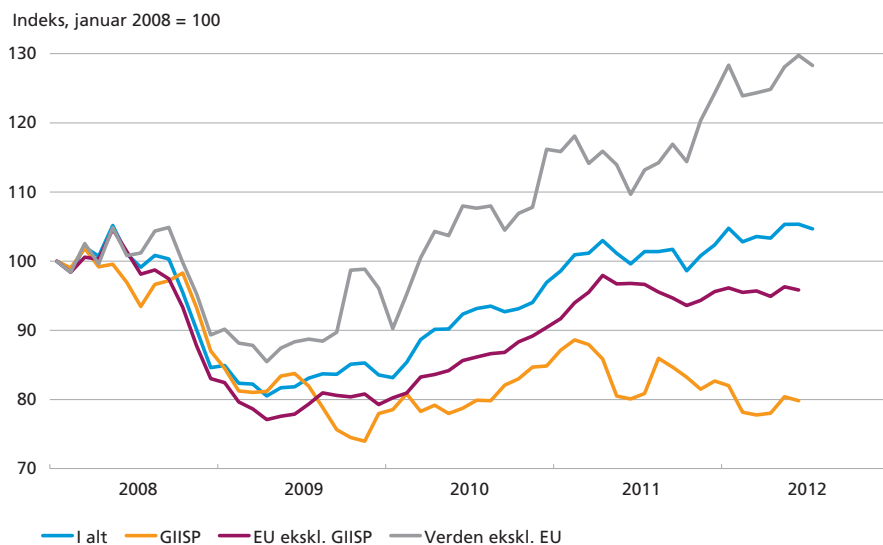
Udenrigshandel og betalingsbalance

Afmatningen i den internationale økonomi har svækket væksten i vareeksporten i værdi gennem 2011 og 1. halvår 2012 efter en periode med robust eksportvækst. Vareimporten har i samme periode udviklet sig endnu svagere, hvilket samlet har resulteret i et stigende overskud på handelsbalancen ekskl. skibe, fly, mv., som sæsonkorrigeret var godt 8 mia. kr. i juli. Eksportvæksten har især været trukket ned af svag eksport til EU-landene, som aftager over halvdelen af Danmarks samlede vareeksport. Salget af varer til de kriseramte periferilande i EU, der udgør omkring 6 pct. af dansk eksport, har været nedadgående det seneste halvandet år, mens eksporten til resten af EU har udviklet sig fladt, jf.

¹ Nationalbankens boligbyrdeberegning er beskrevet i Niels Arne Dam, Tina Saaby 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.

VAREEKSPORT I VÆRDI FORDELT PÅ HANDELSPARTNERE

Figur 20



Anm.: 3 måneders glidende gennemsnit.
Kilde: Danmarks Statistik.

figur 20. Dog har eksporten til Tyskland og Sverige, som Danmark eksporterer mest til, løftet sig noget de seneste måneder. Eksporten til lande uden for EU er til gengæld steget det seneste år og lå i juli 25 pct. højere end i samme måned 2011. Eksporten til USA har primært været med til at drive udviklingen, mens salget af varer til Kina også har bidraget til væksten, dog med væsentlige udsving.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt i juli til 13,4 mia. kr. fra 15,6 mia. kr. i juni, det hidtil højeste overskud for en enkelt måned i statistikken. Akkumuleret over 12 måneder var der et overskud på 113 mia. kr. i juli, hvilket er knap 2 mia. kr. lavere end de forudgående 12 måneder og dækker over, at overskuddet på løn- og formueindkomst er steget, mens overskuddet på varer og tjenester er reduceret.

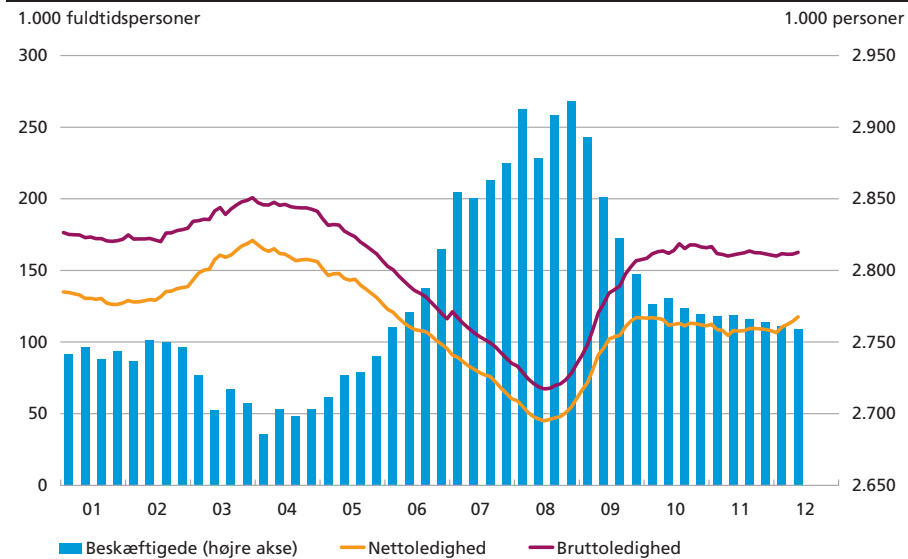
Arbejdsmarked og kapacitet

Beskæftigelsen fortsatte det svage fald i 1. halvår 2012, jf. figur 21. Den offentlige beskæftigelse har været aftagende siden midten af 2010, mens beskæftigelsen i den private sektor faldt for andet kvartal i træk. Fremadrettet forventes beskæftigelsen at være stort set uændret til midten af 2013 for derefter at stige i takt med den højere vækst.

Ledigheden har været stort set uændret siden begyndelsen af 2011. I juli var bruttoledigheden 165.700 personer, når der korrigeres for sæsonudsving, svarende til 6,3 pct. af arbejdsstyrken. Bruttoledighed er sammensat af nettoledighed og aktiverede personer, som er jobklare.

BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED

Figur 21



Anm.: Beskæftigelse ifølge nationalregnskabet. Seneste observation for beskæftigelsen er 2. kvartal 2012 og for ledigheden juli 2012.

Kilde: Danmarks Statistik.

De seneste måneder er sammensætningen i bruttoledigheden ændret, idet antal personer i aktivering er faldet, mens nettoledigheden er steget. Faldet i aktiveringsgraden skal bl.a. ses i lyset af, at den intensive aktivering efter 2,5 års ledighed er afskaffet, og at varighedskravene til aktiveringsforløbene er sænket.

Kapacitetspresset i økonomien kan vurderes ved et mål for produktionsgab. Gabet udtrykker, hvor meget den faktiske produktion afviger fra den potentielle, givet ved det produktionsniveau, økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår inflationspres. Aktuelt vurderer Nationalbanken produktionsgabets størrelse til at være omkring -2 pct. Det afspejler, at der fortsat er ledig kapacitet i økonomien og potentiale for vækst ud over den underliggende strukturelle vækst. Det skyldes både, at det er muligt at øge produktiviteten, og at flere kommer ind i arbejdsstyrken. Fremadrettet ventes produktionsgabets størrelse at blive reduceret frem mod 2014 i takt med stigende vækst.

Lønninger

Lønstigningerne på det private arbejdsmarked, som er faldet siden 2008, aftog yderligere til 1,6 pct. år til år i 2. kvartal 2012. Samtidig blev nulregulering af lønnen den mest udbredte lønregulering blandt lønmodtagere i 2. kvartal på Dansk Arbejdsgiverforenings område. Den afdæmpede lønudvikling gælder for alle lønmodtagergrupper. I fremstillings-

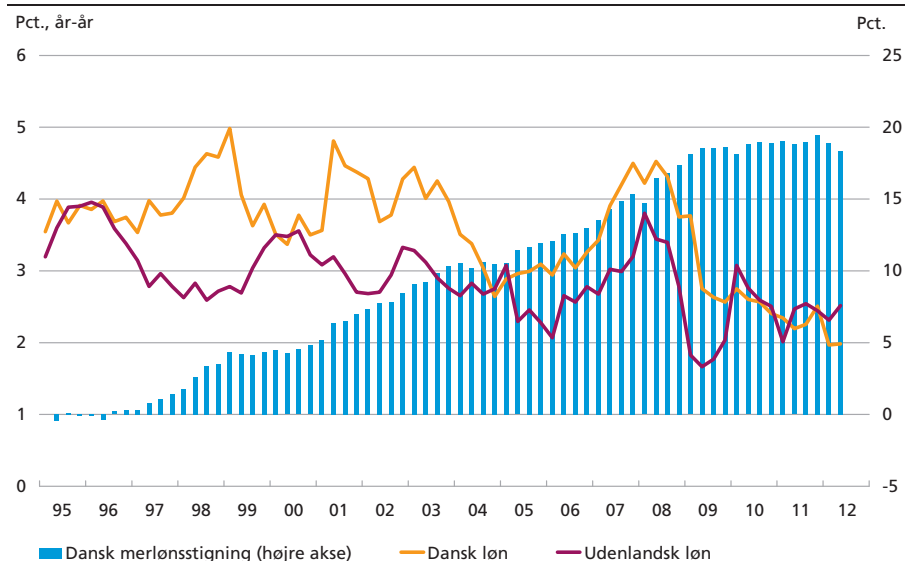
virksomhederne steg lønningerne med 2,0 pct. år til år i 2. kvartal, mens lønfremgangen var noget svagere på 1,3 pct. i serviceerhvervene. Den årlige lønstigning i byggeriet var 1,4 pct. i 2. kvartal og dermed lidt højere end i 2011.

Med forbrugerprisstigninger, som overstiger de nominelle lønstigninger, er reallønnen faldet svagt. En længere periode med reallønstilbagegang er ikke set siden begyndelsen af 1980'erne. Til forskel fra den gang sker det nuværende fald ved betydeligt lavere pris- og lønstigningstakter. Stigende ledighed siden midten af 2008 har lettet kapacitetspresset på arbejdsmarkedet og resulteret i en svagere lønudvikling. Kombineret med stigende produktivitet er lønomkostningerne pr. produceret enhed blevet lavere. Det giver sig udslag i en faldende lønkvote, dvs. den andel af værditilvæksten, der går til aflønning af ansatte, som var blevet meget høj under den seneste højkonjunktur. De afdæmpede lønstigninger ventes at fortsætte i lyset af det uændrede lave pres på arbejdsmarkedet og forårets overenskomster. I prognosen ventes de årlige lønstigninger at blive 1,9 pct. i 2012 for derefter at stige svagt til 2,4 pct. i 2014. Dermed nærmer lønkvoten sig sit langsigtede niveau.

De danske lønninger er de seneste kvartaler steget langsommere end hos samhandelspartnerne i udlandet. Det følger en lang periode, hvor lønstigningerne i Danmark har været langt højere, jf. figur 22. På trods

DANSKE MERLØNSTIGNINGER

Figur 22



Anm.: Udenlandsk løn er en sammenvæjning af timelønningerne i industrien i 25 af Danmarks største samhandelspartnere. Merlønstigningen angiver den akkumulerede forskel mellem den danske og udenlandske lønstigning fra 1995. Kilde: OECD og Dansk Arbejdsgiverforening.

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

Anm.: Seneste faktiske tal er august 2012.

¹ Vægt i nettoprisindekset, pct.

af den relativt svage lønfremgang vil det derfor tage en længere periode at rette op på tidligere års akkumulerede tab af lønkonkurrenceevne.

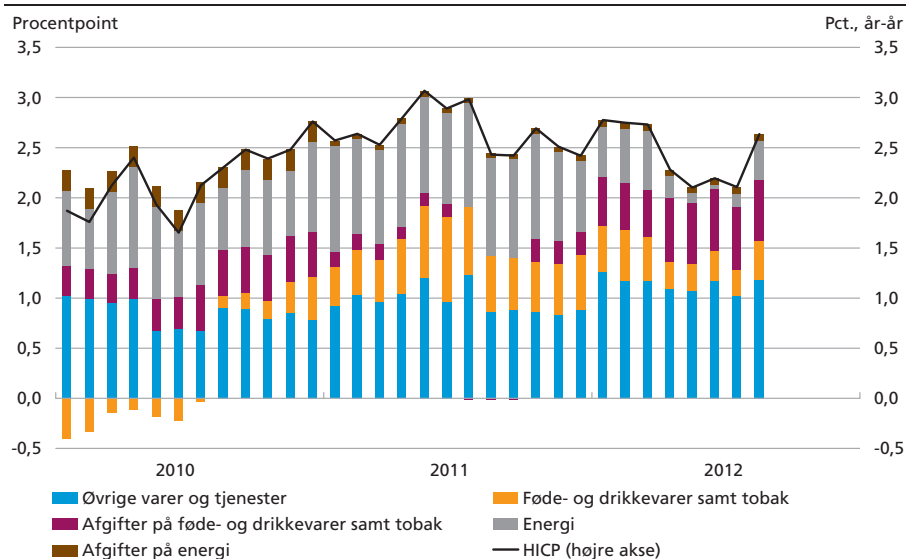
Priser

Inflationen, opgjort som årsstigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, steg fra lidt over 2 pct. i maj-juli til 2,6 pct. i august, primært som følge af højere årlige prisstigninger på benzin, jf. tabel 4. Kerneinflationen, der ser bort fra prisudviklingen på fødevarer og energi, har ligget noget lavere end den samlede inflation i en længere periode og var 1,7 pct. år til år i august. I de seneste måneder skyldes forskellen primært kraftige stigninger i priserne på føde- og drikkevarer samt tobak, herunder virkninger af de øgede afgifter på disse varer, jf. figur 23. Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, er steget gennem 1. halvår 2012 især som følge af, at stigningstakten på energi er faldet markant. Virksomhederne har ikke justeret deres salgspriser svarende til den lavere vækst i inputpriserne, og da lønudgifterne holdes nede af det svage arbejdsmarked, afspejler udviklingen i IMI en stigning i virksomhedernes avancer. IMI var 1,2 pct. år til år i august, hvilket er lidt lavere end i juli og afspejler, at energipriserne igen stiger.

Fremadrettet forventes det indenlandske prispres fortsat at være behersket som følge af den ledige kapacitet. Prisstigningerne holdes imidlertid oppe af højere priser på fødevarer og energi, og selv om forbrugernes inflationsforventninger er faldet de seneste måneder, ligger de fortsat ganske højt. Verdensmarkedspriserne på fødevarer er steget betydeligt over sommeren 2012, bl.a. fordi tørke har reduceret høstudbyttet i en række vigtige produktionsområder, mens olieprisen stort set

FORBRUGERPRISSTIGNINGER

Figur 23



Anm.: Opdelingen mellem afgifter og ikke-afgifter for føde- og drikkevarer samt tobak og energi er lavet med udgangspunkt i HICP-CT.

Kilde: Danmarks Statistik.

ligger på samme niveau som ved årets begyndelse efter nogle relativt store udsving hen over foråret og sommeren.

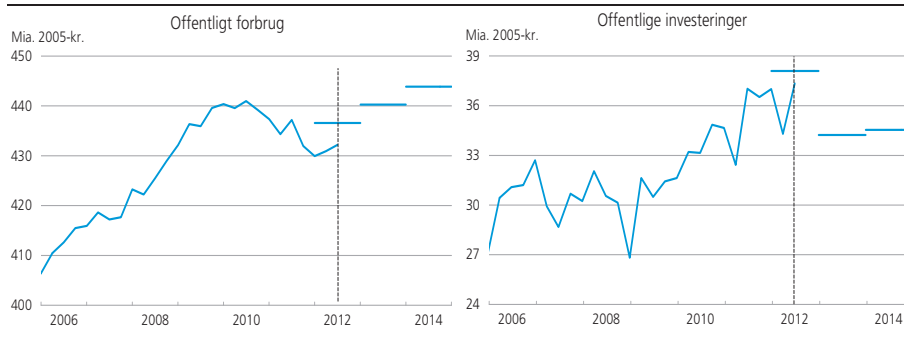
De offentlige finanser

Det var planlagt at lempe finanspolitikken væsentligt i 2012. Muligheden for skattefri udbetaling af efterlønsbidrag og fremrykningen af offentlige investeringer medvirker i høj grad hertil. Dertil kommer skattereformen, som ifølge regeringens skøn øger aktiviteten med 0,1 pct. af BNP i 2012 og 0,4 pct. i 2013.

I 1. halvår 2012 er de offentlige investeringer steget langt mindre end planlagt, jf. figur 24 (til højre), men det er ikke usandsynligt, at de indhentes i løbet af efteråret. Erfaringer fra tidligere viser, at det kan være svært at gennemføre en væsentlig forøgelse af de offentlige investeringer med kort varsel. Efter et fald i det reale offentlige forbrug i 2011 på 1,3 pct., steg forbruget ifølge de foreløbige opgørelser svagt i 1. halvår 2012, jf. figur 24 (til venstre). På den baggrund antages forbruget at vokse behersket med 0,7 pct. for året som helhed. Niveauet for forbruget ventes dermed at blive noget lavere end budgetteret og den afledte aktivitsvirkning på økonomien tegner derfor til at blive lavere end planlagt. Selv med en kraftig forbrugsstigning i 2. halvår bliver det vanskeligt at nå det aftalte forbrug. Den dæmpede vækst i det offentlige forbrug skal ses i lyset af, at sanktionsmekanismerne i forbindelse med

OFFENTLIG EFTERSPØRGSEL

Figur 24



Anm.: Offentligt forbrug og investeringer er i mængder.

Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose.

kommunale budgetoverskridelser er blevet styrket. Fremadrettet antages forbrugsvæksten at blive 0,8 pct. i både 2013 og 2014, hvilket er betydeligt under gennemsnittet for de seneste 20 år.

I tilfælde af at væksten i den offentlige efterspørgsel tager til i 2. halvår 2012, kan det vise sig svært at bremse udviklingen i 2013, hvorved stramningen af finanspolitikken bliver mindre til næste år. Det gælder især, hvis der er tale om bygge- og anlægsinvesteringer samt øget offentlig beskæftigelse, som er svært at justere hurtigt. Den svage udvikling i den offentlige efterspørgsel set i forhold til ønsket om at stimulere økonomien i år understreger vanskeligheden i at finjustere konjunkturen med finanspolitikken.

Det samlede underskud på den offentlige saldo ventes at blive 79 mia. kr. i år, svarende til 4,3 pct. af BNP. I forhold til 2011 er det en forværring på 44 mia. kr. Det væsentligste bidrag til den negative udvikling er efterlønsudbetalingerne, der er en engangsudgift, som ifølge Arbejdsmarkedsstyrelsen nåede op på 23 mia. kr. medio september. Forværringen af den offentlige saldo i 2012 sker samtidig med, at konsoliderings tiltag fra genopretningspakken og en række finansieringselementer fra skattereformen fra 2009 træder i kraft.

I 2013 og 2014 påvirkes den offentlige saldo af den nye skattereform. Finansieringselementerne i reformen er planlagt at blive indfaset langsommere end lempelserne. For at modvirke forringelse af den offentlige saldo i 2013 som følge af den forsinkede finansiering afskaffes fradraget for indbetalinger til kapitalpension. Til gengæld skal der ikke betales indkomstskat eller afgift af fremtidig opsparing, når denne udbetales. Samtidig bliver det muligt, at personer med kapitalpension kan fremrykke betalingen af afgiften på eksisterende opsparing. Ifølge regeringen vil fremrykningen af beskatningen give et ekstraordinært provenu i omegnen af 5 mia. kr. i 2013. Der er dog stor usikkerhed forbundet med

skønnet, og provenuet kan vise sig at blive mange gange større. Et eventuelt merprovenu vil ifølge aftalen alene blive anvendt til at afdrage på den offentlige gæld. Engangsprovenuet vil påvirke den offentlige saldo i 2013, men er stort set uden betydning for den finanspolitiske holdbarhed eller den økonomiske aktivitet.

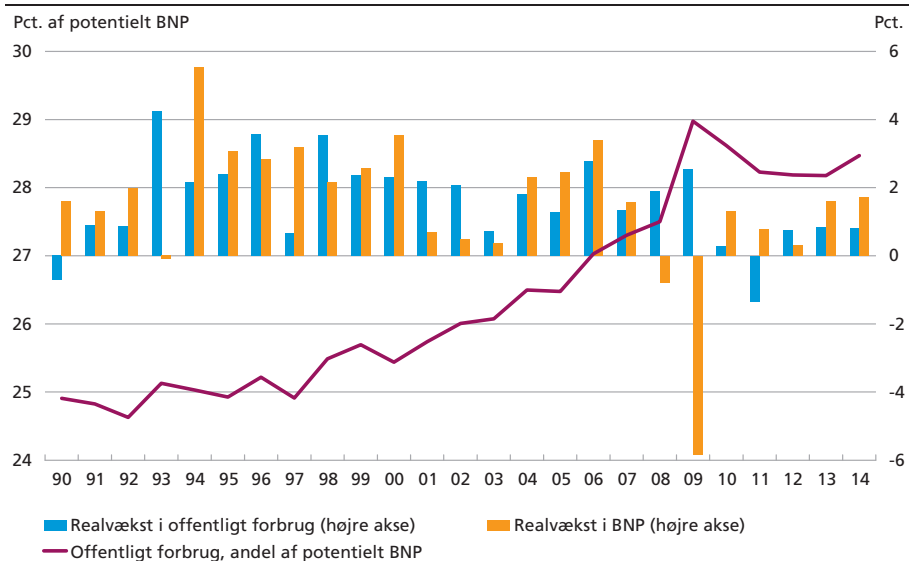
Samlet set forventes det offentlige underskud at falde til 2,5 pct. i 2013. Det betyder, at Danmark vil opfylde henstillingen fra EU om at have nedbragt underskuddet på den offentlige saldo til under 3 pct. af BNP senest i 2013. Desuden vil den strukturelle saldo ifølge regeringen være i balance næste år. I så fald vil henstillingen om at forbedre den strukturelle saldo med 1,5 pct. af BNP i perioden 2010-13 også blive opfyldt. En højere offentlig efterspørgsel i 2013 som følge af en forsinkelse af det planlagte forbrug i 2012 vil dog kunne betyde, at målet for forbedringen af den strukturelle saldo ikke nås i 2013.

Udsigterne for det offentlige forbrug

Selv med de senere års svage vækst udgør det offentlige forbrug med en andel på knap 28 pct. af potentielt BNP i 2. kvartal 2012 fortsat en stor del af den samlede økonomi, jf. figur 25. Det skal ses i sammenhæng med et højt offentligt forbrug i årene frem til og med 2008, hvor forbrugsvæksten i reglen overskred de planlagte rammer, jf. boks 6. Det offentlige forbrugs andel af den samlede økonomi blev yderligere forøget i 2009 som følge af faldet i BNP og lempelsen af finanspolitikken.

OFFENTLIGT FORBRUG

Figur 25



Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose.

FINANSPOLITIK OG KONJUNKTUR

Boks 6

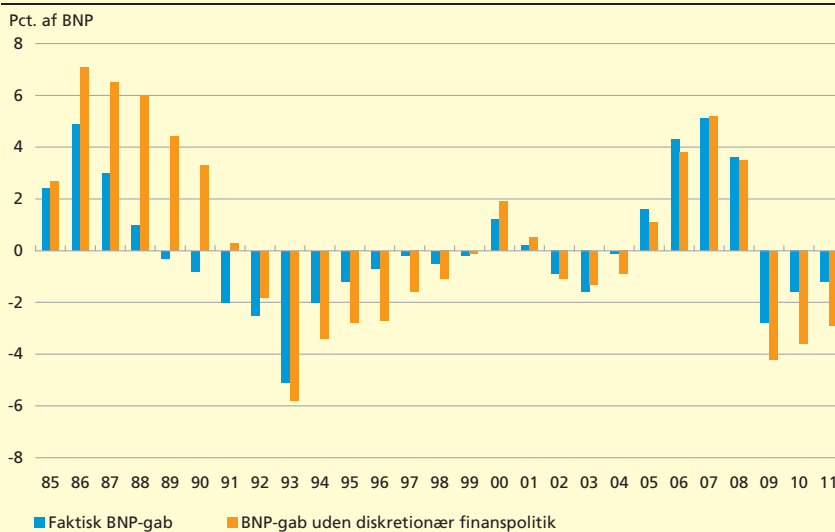
Fastkurspolitikken indebærer den arbejdsdeling i den økonomiske politik, at pengepolitikken alene anvendes til at holde kronens kurs fast over for euroen, mens stabilisering af konjunkturerne påhviler finanspolitikken. Det sker bl.a. gennem de automatiske stabilisatorer i de offentlige finanser, herunder at skattebetalingerne falder, og dagpengeudbetalingerne stiger i en lavkonjunktur. De automatiske stabilisatorer i dansk økonomi er betydelige i en international sammenhæng og har den fordel, at de bidrager til at udjævne konjunktursving, uden at det er nødvendigt at træffe politiske beslutninger om at ændre den økonomiske politik. Dertil kommer andre (diskretionære) ændringer af finanspolitikken, fx skatteændringer eller ændret offentlig efterspørgsel, der også påvirker aktiviteten i økonomien. Det vil afhænge af konjunktursituationen, om en skattenedsættelse eller en stigning i det offentlige forbrug virker stabiliserende på økonomien eller ej.

Hvorvidt den diskretionære finanspolitik historisk har virket stabiliserende, kan illustreres ved at trække finanspolitikens aktivitetseffekt ud af det faktiske BNP-niveau og sætte det resulterende "politikrensede" BNP i forhold til potentielt BNP. Dermed får man, hvad BNP-gabet ville have været med neutral finanspolitik. Sammenholdes det rensede gab med det faktiske BNP-gab, jf. figur 26, giver det en illustration af, hvorvidt finanspolitikken har været med til at dæmpe eller forstærke konjunkturerne.

I perioden frem til 2000 var finanspolitikken generelt stabiliserende (de blå søjler ligger tættere på nul end de orange). I årene 2005-08 var situationen imidlertid en anden. Det vil sige, at højkonjunkturerne ikke blev imødegået af finanspolitikken, og økonomien endte i en egentlig overophedning med udbredt mangel på arbejdskraft og en boble på boligmarkedet. En stor del af den ekspansive finanspolitik skete ved at øge det offentlige forbrug. Således steg det offentlige forbrugs andel af strukturel BNP selv i de gode tider.

AKTIVITETSEFFEKT AF DISKRETIONÆR FINANSPOLITIK

Figur 26



Anm.: Faktisk BNP-gab er opgjort ved egen beregning. BNP-gab uden diskretionær finanspolitik er det faktiske BNP-gab fratrullet finanspolitikens flerårige effekter på BNP. Vurderingen af finanspolitikken er for årene 1985-1999 sket med udgangspunkt i Finansredegørelsen fra 2000, og derefter ved diverse årgange af Økonomisk Redegørelse.

Kilde: Finansministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet og egne beregninger.

I regeringens 2020-plan er der med de foreslåede reformer plads til en gennemsnitlig årlig offentlig forbrugsvækst på godt 0,8 pct. i 2014-20, hvilket ifølge planen bringer det offentlige forbrug ned under 27 pct. af BNP i 2020. Skattereformen er ligesom reformen af førtidspension og fleksjob en del af 2020-planen og skal medvirke til at finansiere forbrugsvæksten. Men i forhold til det fremlagte reformprogram mangler en betydelig del af de tiltag, som skulle bidrage til finansieringen, at blive vedtaget. Derudover blev de forventede indtægter fra skattereformen lavere end først antaget, og trepartsforhandlingerne med arbejdsmarkedet parter blev indstillet, før en aftale om øget arbejdstid faldt på plads. Forudsættes det, at der opnås fuld finansiering af det planlagte forbrug i 2020-planen, er en årlig forbrugsvækst på 0,8 pct. stadig lav set i et længere perspektiv. De beskedne vækstudsigter for BNP de kommende år gør det desuden vanskeligt at nedbringe det offentlige forbrugs andel af den samlede økonomi. Det vil kræve stor politisk vilje at overholde forbrugsloftet i en længere årrække. Dertil forudsætter det, at kommuner og regioner overholder deres budgetter, som det har været tilfældet de seneste år.

Økonomisk politik

Regeringen satte med forårets opdaterede 2020-plan en ambitiøs dagsorden for nye reformer. Reformerne skulle bl.a. ved at øge arbejdsudbuddet sikre en betydelig konsolidering af de offentlige finanser og samtidig give plads til en række nye udgifter. Med de indgåede aftaler om en skattereform og ændringerne af førtids- og fleksjobsordningen er man nået et stykke af vejen. Men der mangler stadig en betydelig del af finansieringsgrundlaget, for at den finanspolitiske holdbarhed er sikret med den planlagte udgiftsvækst.

I 2012 er der udsigt til, at den offentlige efterspørgsel bliver lavere end planlagt. Forbruget i især kommunerne ligger under det budgettede, og samtidig kan det blive svært at nå det planlagte investeringsniveau. Det er positivt, at budgetterne ikke overskrides, men det illustrerer samtidig vanskelighederne med at finstyre konjunkturen via finanspolitikken. Også timingen er svær. Den finanspolitiske stabilisering sker mest hensigtsmæssigt ud fra et mellemfristet perspektiv.

Fremrykningen af beskattningen af kapitalpensioner har betydning for de fremtidige skatteindtægter, som bliver tilsvarende mindre. Det er helt afgørende i relation til at sikre holdbarheden, at engangsindtægten som aftalt alene anvendes til at afdrage på den offentlige gæld og ikke til forøgelse af det offentlige forbrug eller overførsler eller til skattelettelser, hverken nu eller i fremtiden. Det er hårde betingelser, som vil kræve stor politisk disciplin ikke bare i dag, men også fremover.

Den ekspansive finanspolitik var i årene op til krisen med til at overophede økonomien. Der er store samfundsmæssige omkostninger ved det konjunkturforløb, som Danmark har gennemgået siden dengang. Det er således følgerne af bl.a. den uhensigtsmæssige finanspolitik i de gode år, vi nu ser. Den nødvendige genopretning af konkurrenceevnen og konsolidering i den private sektor tager tid og indebærer, at det faktiske aktivitetsniveau i økonomien i en periode ligger under det potentielle. Det betyder, at også beskæftigelsen er lavere i perioden. I tilpasningen er det vigtigt, at den finanspolitiske konsolidering fortsætter, så en holdbar balance mellem privat og offentlig efterspørgsel kan genskabes efter en længere årrække med høj vækst i den offentlige sektor. De senere års markante lempelser af finanspolitikken har virket stabiliserende ved at afbøde de negative effekter af krisen på dansk økonomi. Det er afgørende, at finanspolitikken omvendt strammes, næste gang aktiviteten løftes over det potentielle niveau, således at den også virker stabiliserende i økonomiske opgangstider. Med det store opsparingsoverskud i den private sektor, et meget lavt renteniveau og en moderat ledig kapacitet i økonomien kan den økonomiske situation ændres hurtigt.

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 2. kvartal 2012. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

De internationale organisationer forventer en svag aktivitetsfremgang i den globale økonomi i 2012 og lidt stærkere i 2013. Væksten i euroområdet forventes samlet i 2012 at blive negativ. Væksten hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere, bl.a. Tyskland, vurderes at blive svagt positiv i 2012. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med beskedne 2,4 pct. i 2012, hvorefter væksten øges til 4,3 pct. i 2013, jf. tabel 5.

De svage vækstudsigter betyder, at de udenlandske priser ventes at stige ganske lidt i år og i 2013, hvorefter stigningstakten øges til omkring 1,5 pct. i 2014. Det samme gælder for prisudviklingen på eksportmarkedet. Lønnen i udlandet skønnes kun at stige lidt gennem fremskrivningsperioden som følge af fortsat 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 medio september 2012 -0,1 pct. og ventes at være stort set uændret frem til 2014.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den var medio september 1,6 pct.; den ligger dermed på samme niveau som ved udarbejdelsen af sidste prognose. Den ventes at stige gennem fremskrivningsperioden til 2,3 pct. i 2014.

Bortset fra en lille styrkelse siden medio august er den effektive kronkurs blevet svækket gennem 2012. Det dækker over en generel svækkelse af euroen og dermed også den danske krone. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronkurs at holde sig konstant på niveauet fra midten af september.

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

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse på 114 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så den falder til ca. 104 dollar pr. tønde i 2014.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i fremskrivningen tager udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik, herunder finansloven for 2012 og finanslovforslaget for 2013, de kommunale og regionale budgetter for 2012, økonomiaftalerne for 2013 samt regeringens konvergensprogram. Der er desuden vedtaget en skattereform og indgået aftale om en reform af førtidspension og fleksjob, som også er indarbejdet i prognosen. Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,7 pct., jf. tabel 5. I både 2013 og 2014 forventes den offentlige forbrugsvækst at blive 0,8 pct. De offentlige investeringer ventes at stige 6,6 pct. i år, hvorefter de 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	5,4	2,4	4,3	6,0
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	0,4	0,2	0,2	1,5
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	0,5	0,4	0,3	1,6
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,4	2,2	2,3	2,7
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,9	0,0	-0,2	0,0
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. .	2,7	1,7	1,9	2,3
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,6	100,5	99,9	99,9
Dollarkurs, kroner pr. dollar	5,4	5,8	5,8	5,8
Oliepris, Brent, dollar pr. tønde	110,8	113,1	110,2	104,5
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	-1,3	0,7	0,8	0,8
Offentlige investeringer, pct. år-år	5,2	6,6	-10,2	0,9
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	837	834	839	844

¹ Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Den skønnede BNP-vækst er revideret markant ned i år (0,9 procentpoint) i forhold til juni-prognosen, mens den er uændret for 2013 og 2014. Det fremgår af tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

Det lavere vækstkøn for 2012 afspejler, at både den internationale og den indenlandske efterspørgsel er forværret. Eksportmarkedsvæksten er nedrevideret i lyset af det svagere internationale konjunkturbillede, som indtraf hen over sommeren, og det nedbringer BNP-væksten over hele prognoseperioden. Samtidig blev den private indenlandske efterspørgsel ifølge det foreløbige nationalregnskab svækket markant i 2. kvartal. Hertil kommer, at det offentlige forbrug i 1. halvår har ligget væsentligt under det budgetterede; selv om vi lægger en betydelig stigning i 2. halvår til grund, betyder det, at skønnet for det offentlige forbrug i 2012 under et er nedrevideret mærkbart. Samlet set betyder det en markant svagere indenlandsk efterspørgsel i 2012 end skønnet i marts. Det afspejles i, at "andre faktorer" bidrager til at nedsætte BNP-væksten med 0,7 procentpoint. Lidt lavere renteniveau og den svagere effektive kronekurs end i juni-prognosen trækker i retning af højere vækst i 2013-14, mens en højere oliepris trækker i modsat retning i 2013.

Stigningerne i forbrugerpriserne er oprevideret i 2012 og 2013 som følge af højere oliepriser.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Tabel 6

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Prognose fra marts 2012	1,2	1,6	1,7	2,3	1,8	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1
Renteudvikling	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,0
Andre faktorer	-0,7	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0
Denne prognose	0,3	1,6	1,7	2,4	2,0	1,8

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

Samfundsøkonomiske effekter af finanspolitik - sammenfatning

Jesper Pedersen og Søren Hove Ravn, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Finanspolitik spiller en central rolle i økonomisk stabiliseringspolitik, og under den finansielle krise er finanspolitikken blevet lempet i mange lande. I såvel USA som Europa har der blandt økonomer været uenighed om effekten på vækst og beskæftigelse af disse lempelser. Det har ført til fornyet interesse for studier af de realøkonomiske virkninger af finanspolitiske indgreb. Her tænkes dels på de konkrete, direkte effekter, fx at en stigning i det offentlige varekøb fører til øget beskæftigelse hos de virksomheder, der leverer varer til det offentlige, men også de mere indirekte effekter. De indirekte effekter dækker fx over, at de nyansatte får en højere indkomst og dermed forøgede forbrugsmuligheder samt ændringer i eksempelvis forbrugs- og opsparingsadfærden hos husholdninger og virksomheder. De samlede realøkonomiske effekter af finanspolitik kan derfor kun udregnes via en økonomisk model, og enhver model er baseret på antagelser og forudsætninger om økonomiens sammenhænge, som kan diskuteres. Det er derfor vigtigt, at de realøkonomiske effekter af finanspolitik løbende analyseres inden for forskellige modelrammer.

I del 2 af denne Kvartalsoversigt er gennemført et empirisk studie, jf. Ravn (2012), og en modelbaseret analyse, jf. Pedersen (2012), af finanspolitikens virkninger. Denne oversigtsartikel giver et ikke-teknisk sammendrag af artiklernes vigtigste resultater og konklusioner.

I USA blev debatten om virkningerne af finanspolitik intensiveret i forbindelse med den såkaldte *American Recovery and Reinvestment Act*, ARRA, der blev gennemført i februar 2009 midt i den finansielle krise. ARRA var en finanspolitisk pakke, der havde til hensigt at stimulere den amerikanske økonomi. Beregningerne bag ARRA var udført af regeringens egne økonomer og byggede på en antagelse om, at den såkaldte finanspolitiske multiplikator var 1,6. Det betyder, at en stigning i det offentlige forbrug på én dollar medfører en stigning i produktionsniveauet på 1,6 dollar. Denne antagelse er bl.a. af økonomer fra universitetsverdenen blevet kritiseret for at være for optimistisk. Det er blevet

fremført, at der mangler både teoretisk og empirisk belæg for en så høj finanspolitisk multiplikator i USA.

Debatten har resulteret i en række nye empiriske og modelbaserede analyser af virkningerne af finanspolitik. De mange nye studier skal desuden ses i lyset af den øgede fokus på udvikling af såkaldte Dynamisk Stokastisk Generel ligevægtsmodeller, DSGE-modeller. Disse modeller indeholder på nogle områder væsentligt forskellige modelantagelser i forhold til den makroøkonometriske modelramme, fx Danmarks Statistiks model, ADAM, eller Nationalbankens økonomiske model, MONA, som traditionelt har været brugt til at analysere virkningerne af finanspolitik i Danmark.

Sammenfattende viser de empiriske analyser i Ravn (2012), at finanspolitik i Danmark kan have en betydelig effekt på det reale bruttonationalprodukt, BNP, men at de afledte effekter kun er begrænsede. Virkningen på BNP af et ekspansivt finanspolitisk indgreb aftager således i takt med, at selve indgrebet aftrappes. Det tyder på, at de afledte effekter af finanspolitik i Danmark er beskedne. En ændring af finanspolitikken giver med andre ord en aktivitetsvirkning, som stort set svarer til den direkte effekt.

Da det tager tid at planlægge og implementere finanspolitiske indgreb, er en ambitiøs finjustering af dansk økonomi via en aktivistisk finanspolitik i praksis næppe mulig. Finanspolitikken bør i stedet tilrettelægges med et mellemfristet og stabilitetsorienteret sigte, så såvel perioder med overophedning som perioder med stor arbejdsløshed undgås. Herved sikres, at der er plads til, at de automatiske stabilisatorer kan virke og dermed bidrage til udjævning af de kortsigtede konjunkturudsving.¹ Endvidere må man, hvis man ønsker at lempe finanspolitikken i en økonomisk krise, også være villig til at stramme den i gode tider, så der føres en symmetrisk finanspolitik. På den måde sikres den langsigtede, finanspolitiske holdbarhed, som er nødvendig for at bevare troværdigheden omkring Danmarks økonomi.

Analyserne i Pedersen (2012) viser, at MONA og en DSGE-model for Danmark giver forholdsvis ens bud på effekterne på BNP af en midlertidig gældsfinansieret konjunkturstabiliserende finanspolitik, selv om de bagvedliggende mekanismer bag resultaterne på nogle punkter er forskellige. På helt kort sigt er virkningerne på BNP af dette indgreb i de to modeller mindre, end den empiriske analyse indikerer, mens der er en god sammenhæng på længere sigt. Samtidig viser analyserne med

¹ Automatiske stabilisatorer hentyder til det forhold, at finanspolitikken automatisk lempes under en konjunkturedgang, idet udgifterne til fx arbejdsløshedsdagpenge stiger, når ledigheden går op. Hertil kommer, at skatterne reduceres, når virksomhedernes og husholdningernes indtjening går ned. Omvendt strammes finanspolitikken automatisk under en konjunkturopgang gennem øgede skatteindtægter og færre udgifter til overførselsindkomster.

DSGE-modellen, at det ikke er omkostningsfrit at flytte efterspørgsel fra fremtiden til i dag ved hjælp af øget offentligt varekøb, selv hvis de øgede offentlige udgifter finansieres fuldt ud i fremtiden, så den offentlige gæld føres tilbage på udgangsniveauet. Det skyldes, at den ekspansive finanspolitik forværrer konkurrenceevnen, som kun langsomt genoprettes på grund af trægheder i pris- og løndannelsen.

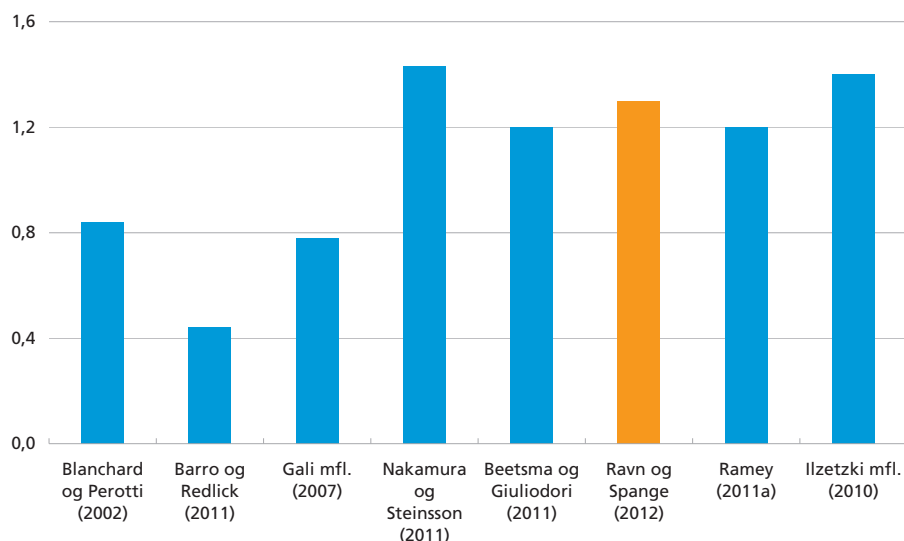
OVERSIGT OVER EMPIRISKE EFFEKTER AF FINANSPOLITIK

Et af fokusområderne i den empiriske litteratur vedrørende størrelsen af den finanspolitiske multiplikator har været at undersøge effekterne under forskellige økonomiske omstændigheder, fx under forskellige valutakursregimer, under høj- og lavkonjunkturer eller i perioder med meget lave renter. Andre har forsøgt at sammenligne resultaterne fra forskellige økonometriske metoder. Tilsammen har dette bidraget til at belyse baggrunden for de til tider modstridende resultater i litteraturen, som har været en af årsagerne til den store uenighed blandt økonomer om effekterne af finanspolitik. I særdeleshed er det blevet klart, at det ikke giver mening at tale om *én* finanspolitisk multiplikator. Derimod varierer multiplikatoren over tid og sted og afhænger af en række økonomiske forhold. Den konkrete udformning af det finanspolitiske indgreb, samt ikke mindst finansieringen af dette, har også betydning for virkningen. Eksempelvis vil virkningen af finanspolitik afhænge af, om der foretages ændringer på indtægts- eller udgiftssiden, ligesom ændringer af forskellige typer af offentlige udgifter kan have forskellige virkninger. Det understreger vigtigheden af at undersøge finanspolitikens virkning i Danmark i et landespecifikt studie frem for blot at overføre resultaterne fra andre lande til en dansk kontekst. For at sikre sammenlignelighed med en række internationale studier betragtes i Ravn (2012) primært effekterne af ændringer i det offentlige varekøb.

En række nyere studier har benyttet det efterhånden betydelige antal analyser på området til at afgrænse, hvad man kan kalde en slags konfidensinterval for den finanspolitiske multiplikator. For USA opsummerer Hall (2009) eksempelvis, at multiplikatoren for offentligt forbrug under normale økonomiske omstændigheder typisk estimeres til at ligge mellem 0,7 og 1. Ramey (2011b) angiver et interval på mellem 0,8 og 1,5, ligeledes for USA. I figur 1 sammenlignes multiplikatoren fra en række af de mere centrale, nyere studier af finanspolitikens virkning i forskellige lande. Sammenligningen illustrerer den betydelige spændvidde af multiplikatorens størrelse i litteraturen. Dette kan henføres til såvel uenighed om finanspolitikens virkning som forskelle i landenes økonomiske struktur.

FINANSPOLITISK MULTIPLIKATOR I UDVALGTE EMPIRISKE STUDIER

Figur 1



Anm.: Figuren angiver hovedresultaterne i de respektive studier, som bør sammenlignes med forsigtighed. Alle de viste multiplikatorer relaterer sig til offentligt forbrug. Multiplikatorerne i de to søjler længst til højre (Ilzetzi mfl. (2010) og Ramey (2011a)) angiver den akkumulerede multiplikator, dvs. den akkumulerede stigning i BNP i forhold til den akkumulerede stigning i det offentlige forbrug over et antal år. Effekterne i de øvrige studier angiver multiplikatoren i samme periode, som finanspolitikken ændres. I studiet af Ravn og Spange (2012) er den umiddelbare og den akkumulerede multiplikator ens.

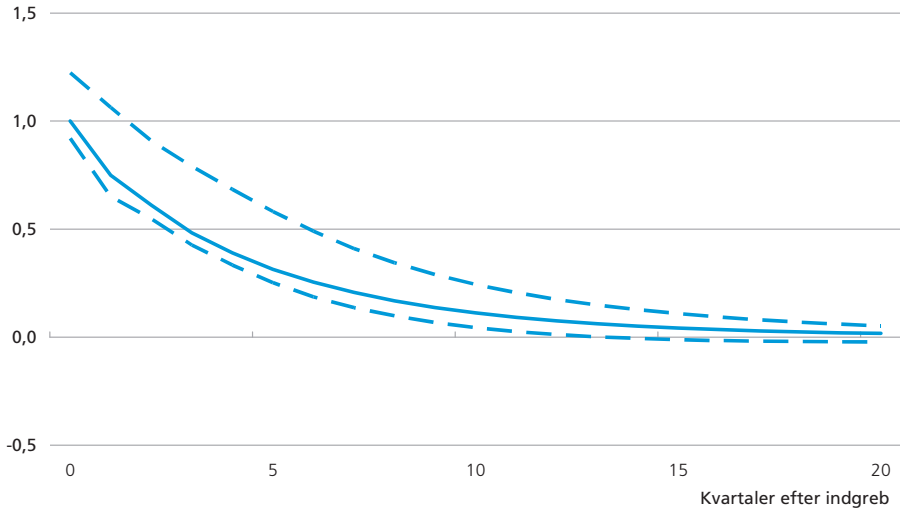
EMPIRISKE EFFEKTER AF FINANSPOLITIK I DANMARK

Ravn (2012) præsenterer nye, empiriske resultater om finanspolitikens virkning i Danmark.¹ Resultaterne fra dette studie på danske data kan sammenfattes som i figur 2 og 3, hvor effekterne af en ekstraordinær, midlertidig stigning i det offentlige varekøb vises. De fuldt optrukne linjer viser den estimerede effekt af stigningen i det offentlige forbrug, mens de stiplede linjer angiver 95 pct. konfidensgrænser for den estimerede effekt. I eksperimentet hæves det offentlige forbrug med 1 mia. kr. i ét kvartal, hvorefter det falder tilbage mod det oprindelige niveau i løbet af en række kvartaler, som illustreret i figur 2. Det antages, at stigningen kommer uventet og uannonceret. Der kan fx være tale om en pludseligt vedtaget, eksogen stigning i det offentlige forbrug. Der kan dog også være tale om, at der observeres en utilsigtet stigning som følge af et skred i budgettet inden for en komponent af det offentlige forbrug, som ikke er aktivt vedtaget, men som viser sig i data. Der er således tale om et stiliseret eksperiment, som er designet med henblik på sammenlignelighed med tilsvarende eksperimenter i de øvrige omtalte studier. Derimod minder det ikke om den måde, som mange finanspo-

¹ Detaljerne bag dette studie er beskrevet i et arbejdspapir af Ravn og Spange (2012).

FORLØB AF OFFENTLIGT FORBRUG

Figur 2



Anm.: De stiplede linjer udtrykker usikkerhed omkring den estimerede reaktion af det offentlige forbrug i modellen efter den initiale stigning i det første kvartal.

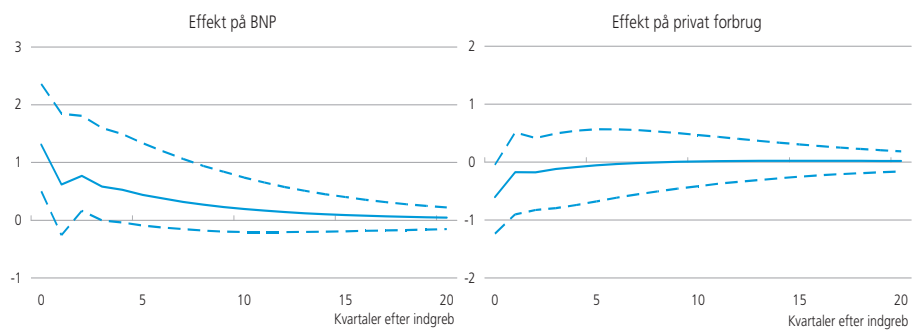
litiske indgreb i praksis er udført på. I virkeligheden vil finanspolitiske indgreb eksempelvis ofte være mere vedvarende og evt. også større end det viste stød, ligesom de ofte i en vis grad vil være forudset på forhånd.

Figur 3 illustrerer effekten på BNP og det private forbrug af stigningen i det offentlige varekøb. Effekten på BNP er omregnet, så den lodrette akse viser stigningen i BNP i milliarder kroner som følge af stigningen i det offentlige forbrug på 1 mia. kr. Det samme gælder effekten på det private forbrug. På denne måde kan den finanspolitiske multiplikator direkte aflæses på den lodrette akse.

Af figur 3 ses det, at en stigning i det offentlige forbrug i form af øget varekøb medfører en stigning i BNP. I det første kvartal er den finanspolitiske multiplikator større end 1; mere præcist 1,3. Herefter aftager ef-

ESTIMERET EFFEKT AF EN STIGNING I DET OFFENTLIGE FORBRUG

Figur 3



fekten imidlertid hurtigt. Allerede i næste kvartal er multiplikatoren under én. Det fremgår af konfidensgrænserne, at stigningen i det offentlige forbrug ikke har nogen signifikant effekt på BNP ud over det første år efter indgrebet. Virkningen på BNP ser ud til at aftage i takt med, at det offentlige forbrug falder tilbage mod sit oprindelige niveau. Finanspolitikens virkning aftager dermed betydeligt hurtigere i Danmark end i andre lande. Det kan skyldes, at den danske økonomi, som er meget lille og meget åben, i høj grad er drevet af påvirkninger udefra. En anden medvirkende årsag kan være, at de automatiske stabilisatorer er stærkere i Danmark end i de fleste andre lande. Endelig fremgår det af figuren, at effekten på det private forbrug er begrænset.

Resultaterne indikerer dermed, at finanspolitiske indgreb primært påvirker den økonomiske aktivitet gennem den direkte effekt af højere offentligt forbrug. Derimod tyder den relativt kortvarige effekt på BNP og den afdæmpede effekt på det private forbrug på, at de afledte effekter af ændringer i det offentlige forbrug er relativt små i Danmark.

Det kan i praksis være svært at *time* finanspolitiske indgreb korrekt. Først skal behovet for et indgreb afdækkes, dernæst skal indgrebet udformes og vedtages, og endelig skal selve virkningen sætte ind. Det kan med andre ord være svært at dosere finanspolitiske indgreb på en måde, så effekten sætter ind på det ønskede tidspunkt. Kortsigtet, diskretionær finanspolitik er derfor i praksis ikke et særligt velegnet instrument til en løbende, ambitiøs finjustering af den økonomiske udvikling i Danmark. Finanspolitikken bør i stedet tilrettelægges med et mellemfristet og stabilitetsorienteret sigte, så såvel perioder med overophedning som perioder med stor arbejdsløshed undgås. Herved sikres, at der er plads til, at de automatiske stabilisatorer kan virke og dermed bidrage til udjævning af de kortsigtede konjunkturudsving.

Analysen viser endvidere, at effekten af finanspolitik er blevet større i Danmark i de seneste årtier sammenlignet med 1970'erne og 1980'erne. Mere specifikt var den finanspolitiske multiplikator under én i 1970'erne og 1980'erne, men over én siden begyndelsen af 1990'erne. Dette hænger sandsynligvis sammen med overgangen til en troværdig fastkurspolitik og et større fokus på sunde offentlige finanser. I 1970'erne og et stykke ind i 1980'erne var dansk økonomi karakteriseret ved høje renter, høj og svingende inflation, jævnlige devalueringer og usunde offentlige finanser. Dermed risikerede finanspolitiske indgreb blot at føre til manglende tillid til de offentlige finansers holdbarhed, med deraf følgende risiko for rentestigninger. Selv om fastkurspolitikken blev indført i 1982, tager det tid at opbygge troværdighed omkring en fast valutakurs, ligesom det tager tid at nedbringe den offentlige gæld. Med troværdighed

omkring fastkurspolitikken samt holdbare offentlige finanser er der derimod mulighed for, at finanspolitikken kan opnå de ønskede real-økonomiske effekter. Der er imidlertid ikke grund til at forvente, at effekterne af finanspolitik fortsat vil stige fremover, idet den danske fastkurspolitik i dag er omgivet af meget stor troværdighed, og de offentlige finanser er relativt sunde.

VIRKNINGERNE AF FINANSPOLITIK I MONA OG I EN DSGE-MODEL – EN STILISERET MIDLERTIDIG FINANSPOLITISK PAKKE

Nationalbanken har i en årrække brugt modellen MONA til først og fremmest konjunkturanalyse.¹ Modellen anvendes også til at beregne stresstestscenarier i forbindelse med vurderinger af den finansielle stabilitet, til simulation af politikændringer og til beregning af effekterne af strukturelle ændringer i dansk økonomi. Der henvises til Danmarks Nationalbank (2003) for en mere indgående beskrivelse af MONA.

MONA kan placeres inden for rammen af makroøkonometriske modeller, som også de to andre store, danske modeller tilhører, SMEC², som bruges af De Økonomiske Råds sekretariat, og ADAM³, som vedligeholdes af Danmarks Statistik og bl.a. anvendes af Finansministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Dansk Industri mfl. Modellernes kortsigtsegenskaber er baseret på, at produktionen er efterspørgselsbestemt, mens deres langsigtssegenskaber afspejler udbudsforholdene i økonomien.

Gennem de seneste 10-15 år er der kommet fokus på en ny type makroøkonomiske modeller blandt centralbanker i andre lande, internationale organisationer og i forskningsverdenen. Der er tale om de såkaldte Dynamisk Stokastisk Generel Ligevægtsmodeller, DSGE-modeller. Disse er i højere grad end makroøkonometriske modeller baseret på fremadskuende forventningsdannelse.

Pedersen (2012) analyserer virkningerne af finanspolitik i Danmark i en DSGE-model sammenlignet med virkningen i MONA. Analyser af dansk økonomi inden for rammerne af en DSGE-model kan være et nyttigt supplement til analyser med de danske makroøkonometriske modeller. Samtidig giver sådanne analyser erfaringer med at anvende en modelramme, som internationale organisationer og det økonomiske forskningsmiljø i en årrække har anvendt til makroøkonomiske analyser, herunder analyser af dansk økonomi. De to modelrammer kan dog ikke i alle henseender erstatte hinanden.

¹ Model for Nationalbanken.

² Simulation Model of the Economic Council.

³ Annual Danish Aggregate Model.

De makroøkonometriske modeller er ofte udviklet som et generelt redskab til brug i den praktiske og detaljerede økonomisk-politiske planlægning og indeholder typisk en detaljeret beskrivelse af fx skattesystemet, det offentlige udgiftssystem, erhvervsstrukturen mv. I modsætning hertil er DSGE-modellerne normalt mindre detaljerede og er specielt velegnede til at adressere problemstillinger, hvor adfærdsmæssige incitamenter, fremadskuende adfærd og forventningsdannelse spiller en afgørende rolle. Det kan fx være i relation til ændringer af skattesystemet, der ændrer de økonomiske incitamenter og påvirker beslutninger om opsparing og investeringer. Et andet eksempel kunne være arbejdsmarkedsreformer, der direkte påvirker husholdningers incitamenter i forhold til valg mellem arbejde og fritid.

Indledningsvis ser Pedersen (2012) på en gældsfinansieret stigning i det offentlige varekøb svarende til 1 pct. af BNP, som efterfølgende aftrappes med ca. 20 pct. pr. kvartal. Eksperimentet indebærer et forløb for offentligt varekøb som i figur 2 ovenfor. I beregningerne er det antaget, at indgrebet ikke er forudannonceret, men at husholdningerne og virksomhederne ved indgrebets begyndelse er klar over, hvor meget det offentlige varekøb stiger ud over det planlagte og varigheden af dette.

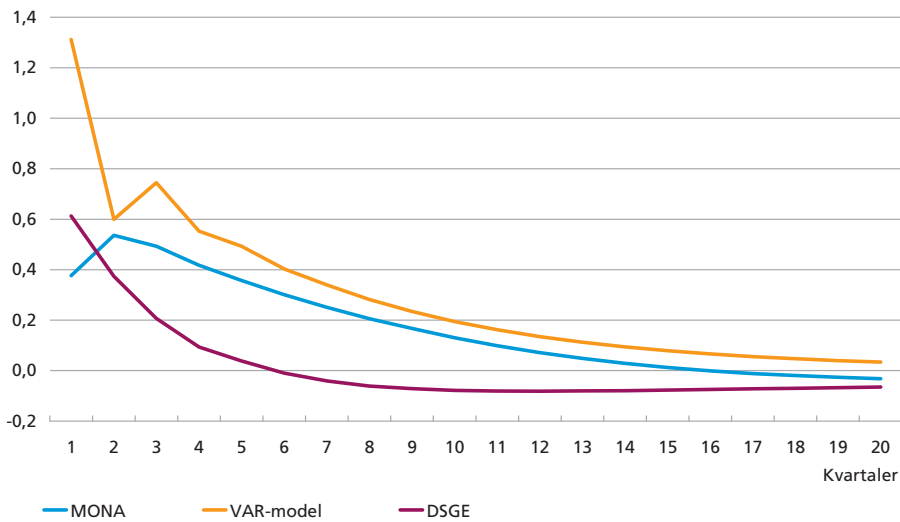
BNP-multiplikatoren ved øget offentligt varekøb er vist i figur 4. Som det fremgår, giver MONA og DSGE-modellen forholdsvis ens bud på effekterne på BNP af det finanspolitiske indgreb. Det øgede offentlige varekøb bevirker, at det reale BNP stiger med ca. 0,4 pct. i MONA og ca. 0,6 i DSGE-modellen i det første kvartal efter forøgelsen af det offentlige varekøb. I de efterfølgende kvartaler aftager effekten på BNP noget hurtigere i DSGE-modellen end i MONA. Effekten på BNP er nul i DSGE-modellen allerede efter 6 kvartaler, mens der går ca. 15 kvartaler i MONA.

Der er dog markante forskelle med hensyn til de bagvedliggende strukturer og mekanismer, der leder frem til effekterne. Forskellene skal specielt ses i sammenhæng med forskellige antagelser om forventningsdannelse og fremadskuende adfærd i modelleringen af virksomheder og husholdninger. Det private forbrug i DSGE-modellen falder en smule, da de fremadskuende forbrugere indser, at deres fremtidige skattebetalinger vil blive større. Det er tilfældet, fordi finanspolitikken i DSGE-modellen antages at være holdbar, og hermed skal den offentlige gældsforøgelse tilbagebetales på et tidspunkt i fremtiden. Drivkraften bag multiplikatoren i MONA efter det første år er det private forbrug, der langsomt stiger og toppe efter ca. 1 år. Denne effekt skal ses i lyset af, at forbrugerne i MONA bestemmer deres forbrug ud fra indkomsten i dag uden skelen til fremtiden, herunder fx tilbagebetalingen af den ekstra offentlige gæld.

EFFEKTER PÅ REALT BNP AF EN MIDLERTIDIG STIGNING I OFFENTLIGT VAREKØB

Figur 4

Afvigelse fra grundforløb, pct.



Anm.: VAR-model henviser til de beregnede effekter i studiet af Ravn og Spange (2012) beskrevet i de foregående afsnit.

Hovedparten af DSGE-litteraturen antager, at forventningerne helt eller delvis bliver dannet rationelt, og denne antagelse spiller en vigtig rolle for effekten på forbruget af øget offentligt varekøb i DSGE-modellen. Rationelle forventninger indebærer, at husholdninger og virksomheder ikke systematisk laver fejl, og kaldes også modelkonsistente forventninger. En stor fordel ved rationelle forventninger er, at de er forholdsvis nemme at arbejde med i modellen, og det er således en antagelse, der er med til at muliggøre beregninger med modeller med fremadskuende adfærd.

Det er imidlertid vigtigt at pointere, at rationelle forventninger bygger på strenge antagelser. Rationelle forventninger indebærer, at forbrugeren antages at kende hele økonomien, dvs. modellens relationer, værdier af modellens parametre mv., og bruger denne information på bedst mulig måde til at danne deres forventninger til den fremtidige økonomiske udvikling. Rationelle forventninger indebærer således, at husholdningerne i modellen præcist kan og vil beregne, hvor meget deres nuværende og fremtidige skattebetalinger skal stige, hvis finanspolitikken lempes, så den forbliver holdbar i fremtiden. De indebærer fx også, at forbrugerne ved og kan observere, at finanspolitikken er holdbar i udgangspunktet for de finanspolitiske eksperimenter.

Forskellene mellem de beregnede effekter i MONA og i DSGE-modellen i det første kvartal skal herudover ses i lyset af, at den øgede efter-

spørgsel i MONA delvis dækkes med højere import og lagernedbrydning. Importkvoten er ekstra høj i det første kvartal, da en del af det offentlige varekøb går direkte til importerede varer. I MONA nedbrydes lagerne, da det i modellen er antaget, at det tager tid for den indenlandske produktion at tilpasse sig i tilstrækkelig grad til den øgede efterspørgsel efter indenlandske produkter. Disse effekter er ikke indeholdt i DSGE-modellen.

Arbejdsmarkedet i DSGE-modellen er modelleret som et søgemarked, der indebærer, at virksomhederne har omkostninger ved at ansætte nye medarbejdere, og at det tager tid at finde dem. Det bevirker, at den ekstra efterspørgsel, der opstår i økonomien i forbindelse med øget offentligt varekøb, ikke umiddelbart kan slå igennem på beskæftigelsen og hermed i produktionen. Et resultat i DSGE-modellen er hermed, at effekten af finanspolitik afhænger af graden af fleksibilitet på arbejdsmarkedet, herunder virksomhedernes forventninger til værdien af at ansætte en ekstra arbejder, hvor hurtigt ledige kan ansættes og løndannelsen. I MONA bestemmer produktionen derimod mekanisk beskæftigelsen, hvilket bevirker, at beskæftigelseseffekten er kraftigere her end i DSGE-modellen.

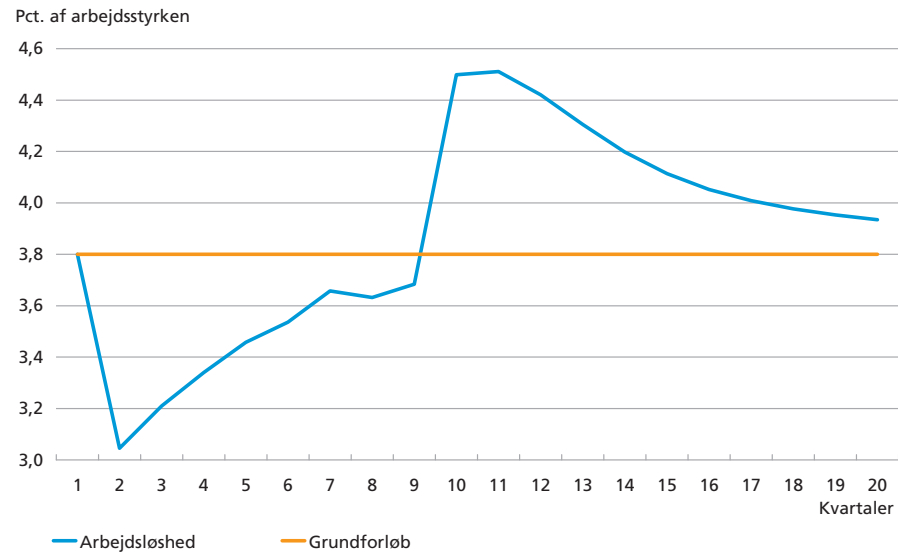
Derimod deler modellerne faldet i eksporten som en mekanisme, der bidrager til at få multiplikatorerne til at falde tilbage mod nul på længere sigt. I en lille åben økonomi, som den danske, er der betydelige lækageeffekter til udlandet, så øget efterspørgsel slår ud i øget efterspørgsel efter både danske og udenlandske varer. Hertil kommer, at den øgede aktivitet forværrer konkurrenceevnen og presser eksporten. Dette sker på trods af, at de fremadskuende forbrugere mindsker deres forbrug, da en del af den ekstra offentlige efterspørgsel slår ud i højere lønninger og priser. Effekterne af finanspolitik aftager dog langsomt i MONA end i DSGE-modellen.

VIRKNINGERNE AF FINANSPOLITIK I MONA OG I EN DSGE-MODEL – EN REALISTISK, MEN STILISERET FINANSPOLITISK PAKKE

Pedersen (2012) analyserer ligeledes effekterne af en mere realistisk, men stiliseret konjunkturstabiliserende finanspolitisk pakke, hvor der i en 2-årig periode foretages en midlertidig lempelse af finanspolitikken. Pakken er fuldt finansieret, da øgede skatter sikrer, at den offentlige gæld vender tilbage til udgangsniveauet inden for en 2-årig periode efter udløb af den finanspolitiske stimulans. I beregningerne er det antaget, at indgrebet ikke er forudannonceret, men at husholdningerne og virksomhederne ved indgrebets begyndelse modtager den fulde information om den finanspolitiske pakke. Formålet med pakken er at

EFFEKT PÅ ARBEJDSLØSHED AF EN 2-ÅRIG EKSPANSIV FINANSPOLITIK MED
EFTERFØLGENDE STABILISERING AF OFFENTLIG GÆLD

Figur 5



flytte efterspørgsel og produktion fra fremtiden til i dag uden at ændre på den finanspolitiske holdbarhed.

Analysen med DSGE-modellen viser, at en sådan finanspolitisk pakke ikke er uden omkostninger, da arbejdsløsheden er højere og produktionen lavere, efter at den offentlige gæld er tilbage på udgangsniveauet, jf. figur 5. Det skal ses i lyset af, at træge priser og lønninger giver en langsom genopretning af konkurrenceevnen og hermed eksporten.

VIRKNINGERNE AF FINANSPOLITIK I MONA OG I EN DSGE-MODEL – FORÅRSPAKKEN FRA 2004

Endelig anvender Pedersen (2012) DSGE-modellen til at analysere Forårspakken fra 2004. I analysen er det udelukkende den isolerede effekt af de faktiske vedtagne elementer i Forårspakken, der belyses. Der er dermed set bort fra finanspolitiske tiltag i de efterfølgende år, som ikke er relateret til Forårspakken. Den samlede finanspolitik blev således ikke strammet i de efterfølgende år, som der oprindeligt var lagt op til.

Forårspakken indeholdt både konjunkturstabiliserende elementer i form af øgede offentlige investeringer, større aktiveringsomfang, suspension af den tvungne særlige pensionsopsparing, SP, og strukturelle reformer i form af permanent lavere skat på arbejde. En suspension af en tvungen pensionsopsparing bør alt andet lige kun øge forbrugslysten, hvis forbrugerne er kreditbegrænsede, enten i form af en øvre

grænse for låntagning eller i form af store forskelle i ud- og indlånsrenter. Det skyldes, at suspensionen ikke øger forbrugernes livstidsindkomst. Den fremadskuende adfærd og forventningsdannelsen gør DSGE-modellen til en særligt velegnet model til modellering af suspensionen af SP. I modellen ændres adfærd som konsekvens af suspensionen af SP kun hos de kreditbegrænsede forbrugere. Forbrugseffekten for de resterende forbrugere er nul.

Ifølge beregningerne med DSGE-modellen gav Forårspakkens permanent lavere skat på arbejde isoleret set en forbedring af konkurrenceevnen på det lange sigt. Det gav basis for en højere eksportvækst, der isoleret set bidrog til en permanent lavere arbejdsløshed og en permanent højere produktion. Det modvirkede den initiale forværring af konkurrenceevnen, der var et resultat af de konjunkturstabiliserende elementer. Den permanent højere produktion bidrager ifølge DSGE-modellen ligeledes til den finanspolitiske holdbarhed.

LITTERATUR

Barro, Robert og Charles Redlick (2011), Macroeconomic effects from government purchases and taxes, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, nr. 1.

Blanchard, Olivier og Roberto Perotti (2002), An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, nr. 4.

Beetsma, Roel og Massimo Giuliadori (2011), The effects of government purchases shocks: Review and estimates for the EU, *Economic Journal*, vol. 121, nr. 550.

Danmarks Nationalbank (2003), *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*.

Gali, Jordi, Javier Vallés og David Lopez-Salido (2007), Understanding the effects of government spending on consumption, *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, nr. 1.

Hall, Robert (2009), By how much does GDP rise if the government buys more output?, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 40, nr. 2.

Ilzetzki, Ethan, Enrique Mendoza og Carlos Vegh (2010), How big (small) are fiscal multipliers?, *NBER Working Papers*, nr. 16479. Opdateret marts 2012.

Nakamura, Emi og Jon Steinsson (2011), Fiscal stimulus in a monetary union: Evidence from US regions, *NBER Working Papers*, nr. 17391.

Pedersen, Jesper (2012), Finanspolitik i makroøkonomiske modeller, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 2.

Ramey, Valerie (2011a), Identifying government spending shocks: It's all in the timing, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, nr. 1.

Ramey, Valerie (2011b), Can government purchases stimulate the economy?, *Journal of Economic Literature*, vol. 49, nr. 3.

Ravn, Søren Hove (2012), Makroøkonomiske effekter af finanspolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 2.

Ravn, Søren Hove og Morten Spange (2012), The effects of fiscal policy in a small open economy with fixed exchange rates: The case of Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 80.

Negative renter

Anders Jørgensen, Handelsafdelingen, og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbanken nedsatte i begyndelsen af juli 2012 sine pengepolitiske renter til historisk lave niveauer i forbindelse med ECB's rentenedsættelse. Indskudsbevisrenten blev nedsat til -0,20 pct. Dermed betaler de pengepolitiske modparter for at have kronelikviditet placeret i indskudsbeviser hos Nationalbanken. Det er første gang i Nationalbankens næsten 200-årige historie, at en af bankens rentesatser er negativ. Negative pengepolitiske renter er også enestående i et internationalt perspektiv. Sveriges Riksbank indførte i en periode i 2009-10 negative renter på bankernes marginale indskud i Riksbanken, men beløbene var små, og markedsrenterne blev ikke negative som følge heraf.

Fastsættelsen af den negative indskudsbevisrente er sket af hensyn til den danske fastkurspolitik. Fastkurspolitikken indebærer, at pengepolitikken alene fastlægges af hensyn til kronens kurs over for euro.

For at modvirke en vedvarende valutaindstrømning og tendens til styrkelse af kronen har Nationalbanken siden august 2011 foretaget betydelige interventionskøb af valuta og i flere omgange nedsat de pengepolitiske renter både som følge af ECB's rentenedsættelser og ensidigt for at reducere rentespændet mellem Danmark og euroområdet. Ved rentenedsættelsen i juli forblev spændene mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet uændrede.

Nogle markedsrenter var allerede negative, før indskudsbevisrenten blev negativ. Efter at de finansielle og politiske spændinger i euroområdet blussede op i 2. halvår 2011, faldt markedsrenterne i Danmark. Renterne på korte danske skatkammerbeviser var, ligesom det fx var tilfældet i Tyskland, negative i slutningen af 2011 i forbindelse med stor efterspørgsel fra udenlandske investorer. Andre danske pengemarkedsrenter og renterne på danske statspapirer med løbetid op til omkring 3 år lå i ugerne op til Nationalbankens rentenedsættelse i juli 2012 i perioder også under 0 pct.

Der har været et tydeligt gennemslag til pengemarkedsrenterne og kronekursen, fra den negative rente på indskudsbeviser blev indført. Pengemarkedsrenterne er blevet endnu mere negative end før rente-

nedsættelsen, og kronen er siden svækket en anelse fra at ligge omkring 0,3 pct. over centralkursen over for euro til ca. 0,1 pct. over.

I denne artikel beskrives baggrunden for negative pengepolitiske renter samt andre eksempler på negative renter. Herefter gennemgås indførelsen af negative pengepolitiske renter i Danmark, og transmissionen til markedsrenterne beskrives.

BAGGRUND

Centralbanker verden over har i forbindelse med den finansielle krise, der tog sin begyndelse i 2007, gradvis nedsat deres renter til niveauer tæt på nul som reaktion på det alvorlige tilbageslag i verdensøkonomien.¹ Den efterfølgende statsgældskrise i en række lande i euroområdet har svækket de globale vækstudsigter yderligere. Ud over rentenedsættelserne er der foretaget ekstraordinære tiltag for at tilføre økonomien yderligere pengepolitiske stimuli, bl.a. i form af køb af værdipapirer og ved kommunikation om centralbankernes forventninger til de fremtidige pengepolitiske renter.

I den økonomiske litteratur antages ofte en nedre grænse for nominelle pengepolitiske renter på nul, jf. Blomquist mfl. (2011). I modsat fald kunne der opnås større afkast ved at holde kontanter. Der er dog omkostninger forbundet med placering i kontanter og gennemførelse af større betalinger i kontanter, der skal transporteres, tælles, opbevares og forsikres. Banker foretager store indbyrdes betalinger via konti i centralbanken og er derfor i praksis villige til at betale for at placere i centralbanken, ligesom investorer er villige til at acceptere negative renter på fx bankindskud og placeringer i værdipapirer, jf. Thornton (1999).

I litteraturen er der flere forslag til, hvordan centralbanker kan bryde den nedre grænse for nominelle pengepolitiske renter. Goodfriend (2000) foreslår en beskatning af bankernes indskud i centralbanken, så den effektive forrentning bliver negativ. Dette vil have samme virkning på markedsrenterne som indførelse af en negativ pengepolitisk rente på indskud i centralbanken.

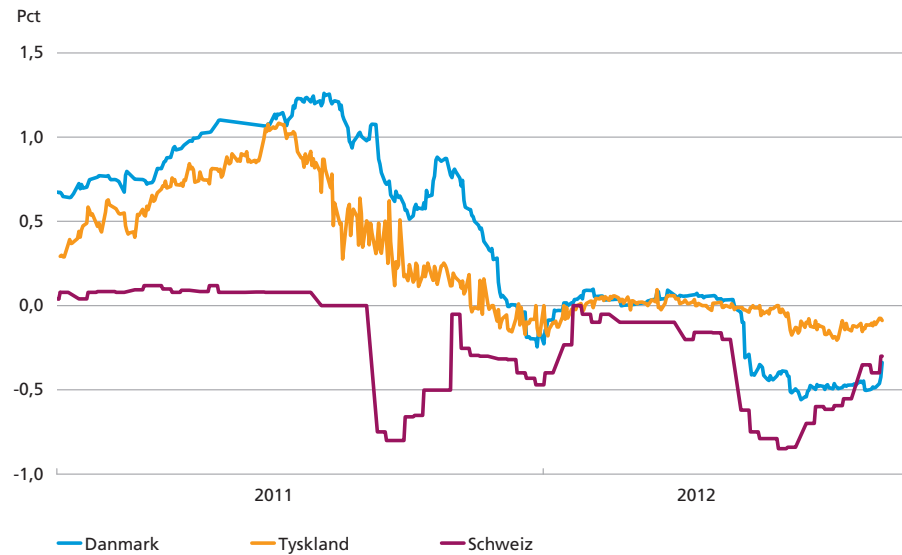
Erfaringer med negative renter

Tilfælde med nominelle negative renter er sjældne, men der er dog eksempler fra flere lande. I Japan blev skatkammerbevisrenten negativ i slutningen af 1998, og korte pengemarkedsrenter i fx Tyskland, Schweiz og Danmark har i perioder været negative fra midten af 2011, jf. figur 1.

¹ Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, nedsatte Fed Funds Target Rate til 0,00-0,25 pct. i december 2008, hvor niveauet har været siden. ECB har senest nedsat udlånsrenten ved de ugentlige markedsoperationer til 0,75 pct. i juli 2012, og indlånsrenten blev samtidig nedsat til nul.

3-MÅNEDERS SKATKAMMERBEVISRENTER I DANMARK, TYSKLAND OG SCHWEIZ

Figur 1



Anm.: Renterne for Tyskland er et Bloomberg-indeks for 3-måneders-renten (mid-priser). Renterne for Schweiz er baseret på auktionspriserne på 3-måneders skatkammerbeviser. Den danske rente er beregnet ved lineær interpolation mellem renterne for de to nærmestliggende skatkammerbeviser. Sidste observation 12. september 2012.

Kilde: Bloomberg, MTS, Nordea Analytics og Schweizerische Nationalbank.

Det eneste tidligere eksempel med negative pengepolitiske renter i nyere tid, som vi har kendskab til, var, da Sveriges Riksbank i juli 2009 satte renten på den marginale indlånsfacilitet ned til -0,25 pct. Renten forblev negativ frem til september 2010. Størrelsen af det indestående, der blev forrentet til negativ rente, var dog meget beskeden. Pengemarkedsrenterne blev i perioden med negative indlånsrenter ikke negative, men holdt sig forholdsvis tæt på reporenten.¹

I 1970'erne blev der i Schweiz indført en række foranstaltninger for at modgå et apprecieringspres på schweizerfrancen. De pengepolitiske renter var ikke negative, men der blev indført negative renter på udlændinges indskud i schweiziske banker.²

Negative markedsrenter i Danmark

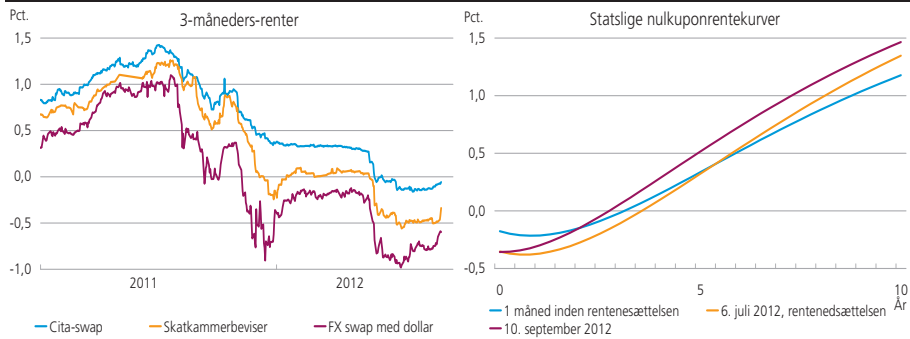
Danske pengemarkedsrenter har i flere tilfælde været negative allerede inden indførelsen af negative pengepolitiske renter, jf. figur 2 (venstre).

¹ Det skyldes, at Sveriges Riksbank gennemførte finjusterende operationer på daglig basis for at holde dag til dag-markedsrenten tæt på Riksbankens reporente på +0,25 pct. Bankerne havde fx 23. august 2009 kun indskud på indlånsfaciliteten med negativ rente for 34 mio. svenske kroner. Bankerne havde indskudsbeviser for 130 mia. svenske kroner, og de placerede 167 mia. svenske kroner i Riksbanken via de finjusterende operationer.

² Indførelsen af negative rente på kortere indskud i schweiziske banker blev refereret til som "*commis-sion*".

UDVALGTE DANSKE 3-MÅNEDERS-RENTER OG STATSLIGE NULKUPONRENTEKURVER

Figur 2



Anm.: Venstre figur: Cita-swap er swaprenten i 3-måneders renteswap med dag til dag-renten, T/N-renten. Sådanne swaps kaldes også Cita-swaps. Skatkammerbeviser er 3-månedersrenten fundet ved lineær interpolationen mellem renterne for de to nærmestliggende skatkammerbeviser. FX swap med dollar er det implicitte rentespænd mellem kroner og dollar fra 3-måneders FX swap mellem dollar og kroner tillagt 3-måneders swaprenten i dollar. Den lodrette streg er sat ved 6. juli 2012, hvorfra Nationalbankens rentenedsættelse havde virkning. Sidste observation 12. september 2012. Højre figur: Den statslige nulkuponrentekurve er estimeret på baggrund af statens udstedelser.

Kilde: Reuters EcoWin, Nordea Analytics, MTS og Danmarks Nationalbank

På skatkammerbevisauktionen ultimo december 2011 blev der udstedt skatkammerbeviser med en løbetid på 2 og 5 måneder til negative renter, men skatkammerbeviserne var allerede forinden blevet handlet i det sekundære marked til negative renter. Skatkammerbeviserne blev igen ultimo maj 2012 udstedt til negative renter, mens de øvrige pengemarkedsrenter lå omkring nul. En del af forklaringen på de lave skatkammerbevisrenter er en skævvridning af FX swapmarkedet, særligt mellem kroner og dollar, men også mellem kroner og euro.¹ Skævheden på FX swapmarkedet kan delvis forklares af stor interesse i at sælge valuta på termin i FX swaps, bl.a. fra pensionssektoren, for at afdække valutaeksponeringen fra investeringer i udlandet. Det har drevet terminkursen på fx dollar ned i forhold til spotkursen, så det er blevet dyrere at afdække dollareksponeringen. Det har på den anden side gjort det billigere at købe dollar på termin og omdanne eksponeringen i kroner til dollar. Det har betydet, at investorer med god og billig adgang til dollar har kunnet få et større dollarafkast ved at placere selv til negative skatkammerbevisrenter og samtidig købe dollar på termin, så eksponering i kroner omdannes til dollar via FX swap, frem for at placere direkte i pengemarkedet for dollar.²

¹ Skævheden i swapmarkedet svarer til, at der er afvigelser fra den dækkede renteparitet mellem kroner og dollar. Pariteten udtrykker, at der kan opnås den samme dollarforrentning ved placering direkte i dollar som ved placering i kroner, hvor der samtidig indgås en FX swap fra kroner til dollar, så kroneeksponeringen omdannes til dollareksponering. Under finanskrisen i efteråret 2008 var der også tale om meget store skævheder, jf. Jensen mfl. (2008), boks 2.1, hvor der også er en nærmere beskrivelse af årsager til skævheder på FX swapmarkedet.

² Det har næsten udelukkende været udenlandske investorer, som har købt skatkammerbeviser. Skatkammerbeviser har været anset som en bekvem måde at foretage korte placeringer med høj kreditværdighed.

Inden indførelsen af en negativ pengepolitisk rente var renter på Cita-swaps i perioder i juni 2012 negative for løbetider op til 1 år. Cita-swaps er renteswaps baseret på dag til dag-renten, T/N-renten, og afspejler markedsforventninger til renten på fremtidige dag til dag-indskud på pengemarkedet.¹ T/N-renten er tæt knyttet til Nationalbankens pengepolitiske renter. Dermed kan negative Cita-swaprenter tages som et udtryk for markedsforventninger om negative pengepolitiske renter. Renterne på danske statspapirer med løbetid op til omkring 3 år var også negative inden rentenedsættelsen, jf. figur 2 (højre). Der var op til rentenedsættelsen forventninger i markedet til, at ECB nedsatte renten, og at Nationalbanken ville følge efter.

Fastkurspolitikken og de pengepolitiske instrumenter

Pengepolitikken og de pengepolitiske instrumenter, jf. boks 1, er indrettet med det formål at holde kursen på danske kroner stabil over for euro inden for rammerne af ERM2.² I euroområdet har pengepolitikken som mål at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. Ved at holde kronen stabil over for euro skabes en ramme for lav inflation i Danmark på lidt længere sigt. Andre hensyn end valutakursen – fx konjunkturudviklingen i Danmark – indgår ikke i overvejelserne om pengepolitikken.

Nationalbanken kan på kort sigt sikre, at kronen er stabil over for euro, ved at købe og sælge valuta på valutamarkedet. Under rolige forhold på valutamarkedet ændrer Nationalbanken normalt sine renter i takt med ECB. I situationer med vedvarende ind- eller udstrømning af valuta og pres mod kronen ændrer Nationalbanken ensidigt sine renter for at stabilisere kronekursen. De pengepolitiske renter er afgørende for renterne på pengemarkedet, som har betydning for kapitalbevægelserne og valutakursen.

Nationalbanken har siden august 2011 foretaget interventionskøb af valuta for 91 mia. kr. og har i flere omgange nedsat sine pengepolitiske renter, jf. figur 3, både som følge af ECB's rentenedsættelser og ensidigt for at reducere rentespændet mellem Danmark og euroområdet. Kronen har siden efteråret 2011, hvor statsgældskrisen i en række eurolande blev intensiveret, ligget stabilt og lidt stærkere end centralkursen over for euro i ERM2.

Det er i dag Nationalbankens indlånsrenter, som er retningsgivende for pengemarkedsrenterne i Danmark. Det skyldes, at de danske penge- og realkreditinstitutter, dvs. de pengepolitiske modparter, aktuelt har et betydeligt placeringsbehov i Nationalbanken (positiv nettostilling), jf. figur 4.

¹ I prisfastsættelsen af Cita-swaprenter indgår gennemsnittet af de forventede T/N-renter (forward-renterne) i løbet af swappens løbetid.

² Exchange Rate Mechanism 2, gældende fra indførelsen af euroen i 1999.

NATIONALBANKENS PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER¹

Boks 1

Nationalbankens mellemværender med de pengepolitiske modparter, penge- og realkreditinstitutterne, styres ved hjælp af de pengepolitiske instrumenter, der er vilkårene for brugen af de ud- og indlånsfaciliteter, som Nationalbanken stiller til rådighed for de pengepolitiske modparter. De pengepolitiske modparter har adgang til to faciliteter i Nationalbanken: markedsoperationer og indskud på folio, hvor sidstnævnte ofte benævnes foliolikviditet eller bare likviditet.

Foliokonti

Foliokonti er anfordringskonti, hvor modparterne kan placere dag til dag. Foliokontiene spiller en central rolle i det danske betalingssystem. Indestående på foliokonti kan umiddelbart og på modparternes eget initiativ anvendes til at afvikle institutternes indbyrdes betalinger og deres betalinger med Nationalbanken. Nationalbanken sikrer gennem sine markedsoperationer, at der er tilstrækkelig med likviditet i banksystemet til en smidig og sikker betalingsafvikling. Af hensyn til at begrænse de midler, som kan finansiere spekulation i en svækkelse af kronen, er der fastsat rammer for indestående på folio, jf. nedenfor.

Markedsoperationer

Ved Nationalbankens ordinære markedsoperationer den sidste bankdag hver uge har modparterne mulighed for at låne mod pant og placere i indskudsbeviser, som er indskud i Nationalbanken med en oprindelig løbetid på 7 dage. Hvis det er nødvendigt, foretager Nationalbanken herudover ekstraordinære markedsoperationer, hvor Nationalbanken køber eller sælger indskudsbeviser for at styre likviditeten i banksektoren. Det sker typisk i forbindelse med større statslige betalinger og intervention i valuta-markedet. Nationalbanken foretager desuden månedlige markedsoperationer, hvor modparterne kan låne i 6 måneder mod sikkerhed. Renten på 6-måneders udlån er variabel og fastsat til Nationalbankens 7-dages udlånsrente.

Foliorammer

Der er fastsat en samlet ramme for de pengepolitiske modparterers indskud på foliokonti i Nationalbanken ved dagens slutning. Formålet med foliorammen er at sikre, at der ikke opbygges store indskud, som umiddelbart kan anvendes til spekulation i en svækkelse af kronen.

Nationalbanken vil normalt ved markedsoperationer sørge for, at loftet for modparternes samlede indskud på folio overholdes. Hvis modparternes placeringer på folio er større end den samlede ramme, konverteres folioindskud til indskudsbeviser. Inden indførelsen af negative indskudsbevisrenter er det kun sket tre gange, 2. marts 2006 samt 6. januar og 8. juni 2012.² Efter indførelsen af den negative indskudsbevisrente er der foretaget konverteringer tre gange, 9. juli, 13. juli og 31. august.

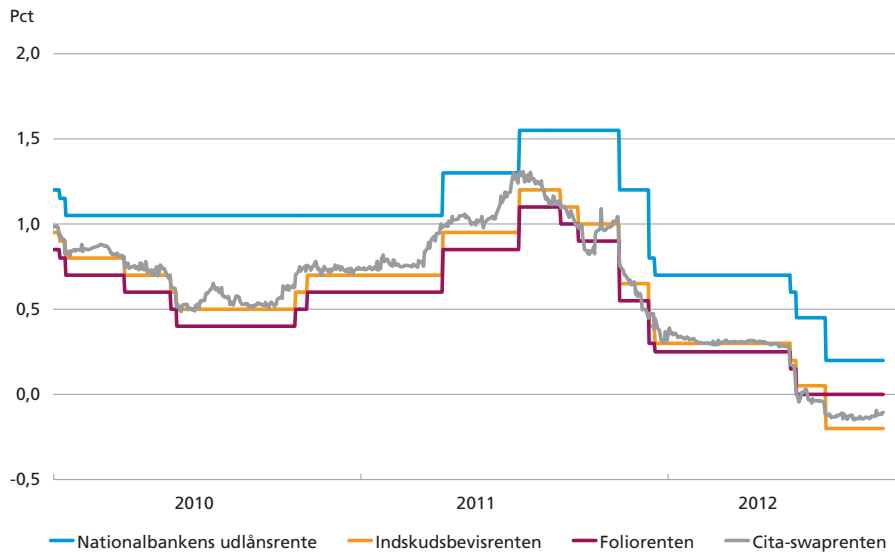
Den samlede folioramme udgøres af summen af foliorammer for de enkelte modparter. De individuelle foliorammer er fastlagt under hensyntagen til modpartens aktivitet på pengemarkedet. Modparter med en stor aktivitet på pengemarkedet, som er hovedbidragydere til en smidig likviditetsudveksling, får de største foliorammer.

¹ For en beskrivelse, se Danmarks Nationalbank (2009).

² De to sidstnævnte konverteringer skal ses i lyset af, at spændet mellem indskudsbevisrenten og foliorenten blev indsnævret til sit hidtil laveste niveau på 0,05 procentpoint, hvilket betød, at rentetabet ved at placere på folio var begrænset.

NATIONALBANKENS RENTER OG CITA-SWAPRENTEN

Figur 3

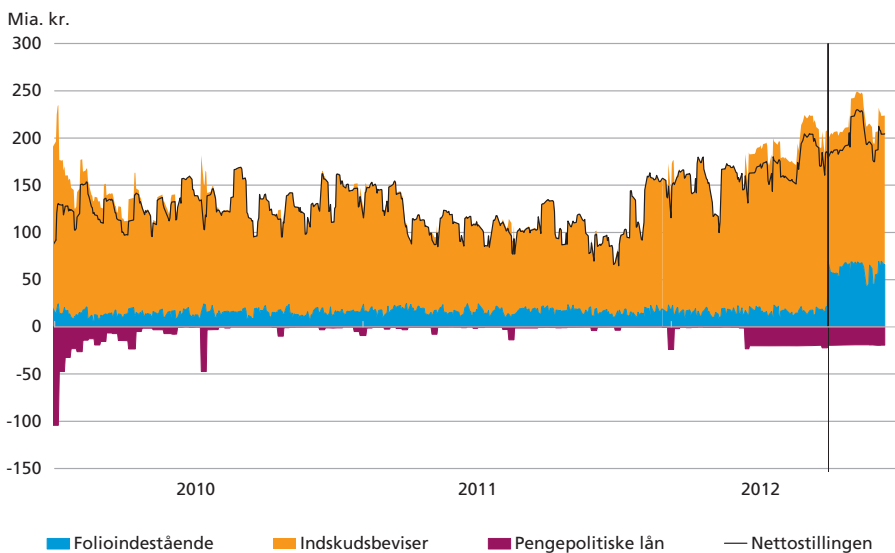


Anm.: Cita-swaprenten er 1-måneders-renten i renteswap med dag til dag-renten, T/N-renten. Sidste observation 12. september 2012.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES MELLEMVÆRENDE MED NATIONALBANKEN

Figur 4



Anm.: Den lodrette streg er sat ved 6. juli 2012, hvorfra Nationalbankens rentenedsættelse havde virkning. Sidste observation 11. september 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank

De pengepolitiske modparter placeringsbehov i Nationalbanken afspejler de autonome poster på Nationalbankens balance, fx valutareserven, indestående på statens konto i Nationalbanken og seddel- og møntomløbet. Når Nationalbanken fx foretager interventionskøb af valuta fra pengeinstitutterne, øges institutternes placeringsbehov af kroner i Nationalbanken. Det enkelte institut kan ændre på sit mellemværende med Nationalbanken ved fx at placere kroner hos andre pengeinstitutter, men penge- og realkreditinstitutterne under ét kan ikke ændre på det samlede placeringsbehov i Nationalbanken.

INDFØRELSEN AF NEGATIVE PENGEPOLITISKE RENTER

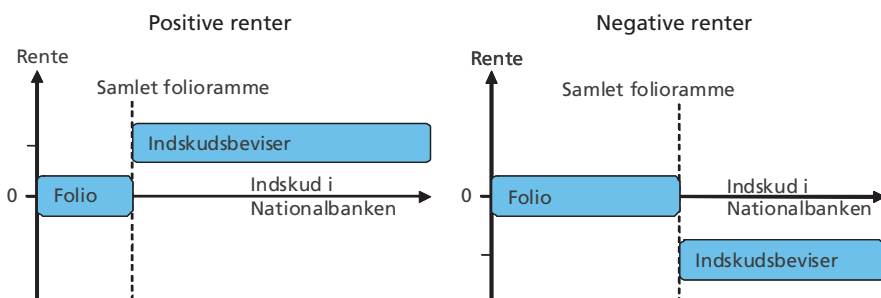
Der har særligt været tre forhold, som har været centrale i indførelsen af negativ pengepolitisk rente. For det første er det afgørende at sikre gennemslag til pengemarkedet og derved kronekursen. For det andet har et vigtigt hensyn været så vidt muligt at benytte de eksisterende pengepolitiske instrumenter uden at tilføje nye instrumenter eller faciliteter. Endelig er der lagt vægt på en tydelig kommunikation for at forberede de pengepolitiske modparter på den ekstraordinære situation med negativ pengepolitisk rente.

Justering af de pengepolitiske instrumenter

Indførelsen af negative pengepolitiske renter indebar, at Nationalbanken reducerede indskudsbevisrenten, der er afgørende for pengemarkedsrenterne, så den blev negativ og i modsætning til tidligere kom under foliorenten, jf. figur 5. Placeringer på folio, der benyttes til betalingsafviklingen, forrentes med 0 pct.

ILLUSTRATION AF JUSTERINGEN AF DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER VED INDFØRELSEN AF NEGATIVE PENGEPOLITISKE RENTER

Figur 5



Anm.: Bemærk, at Nationalbankens udlån ikke indgår i skitseringen af de pengepolitiske instrumenter.

Den samlede folioramme sikrer ved den nuværende nettostilling, at de pengepolitiske modparter under ét vil have indskud placeret i indskudsbeviser til negativ rente, så deres marginale likviditetsindskud i Nationalbanken, fx i forbindelse med kapitalindstrømning til Danmark, forrentes negativt. Når indskudsbevisrenten ligger under foliorenten, vil modparterne have incitament til at placere på folio frem for at købe indskudsbeviser. Hvis det samlede folioindestående overskrider den samlede folioramme, vil Nationalbanken som tidligere konvertere folioindestående til indskudsbeviser.

Ved indførelsen af den negative indskudsbevisrente blev foliorammerne opjusteret fra 23,15 til 69,70 mia. kr. for at mindske den belastning, som en negativ indskudsbevisrente påfører de pengepolitiske modparter. At et større beløb er placeret på folio til 0 pct., kan modvirke eventuel substitution over mod kontanter. Foliorammerne har i forhold til fastkurspolitikken normalt til formål at begrænse de midler, som umiddelbart kan finansiere spekulation i en svækkelse af kronen. I den nuværende situation med en stærk krone, hvor Nationalbanken intervenerer i valutamarkedet og nedsætter sine pengepolitiske rente for at imødegå en styrkelse af kronen, er det uproblematisk i forhold til fastkurspolitikken at forhøje foliorammerne. Pengeinstitutter med højere pengemarkedsaktivitet fik ved opjusteringen den største forøgelse af deres foliorammer i forhold til den samlede ramme.

Nationalbanken lagde i februar 2012 en teknisk beskrivelse af håndteringen af mulige negative pengepolitiske renter på sin hjemmeside. Finanssektoren blev umiddelbart herefter orienteret direkte. Det skete for at give modparterne mulighed for at sikre, at it-systemer og forretningsgange var i stand til at håndtere en situation med negative renter. Nationalbanken havde i Kvartalsoversigten, 2. kvartal 2012, der udkom medio juni 2012, en beskrivelse af Nationalbankens instrumenter til at håndtere en situation med negative renter.

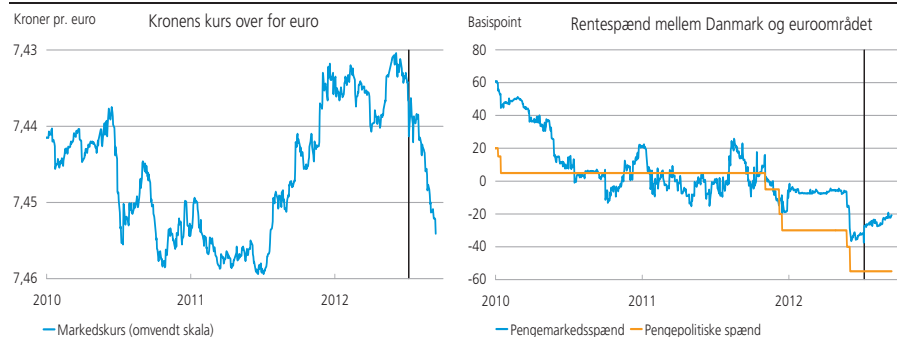
Transmissionen til pengemarkedsrenterne

Der har været et klart gennemslag til markedsrenterne af Nationalbankens rentenedsættelse til negativ rente på indskudsbeviser. Den umiddelbare effekt var et fald i pengemarkedsrenterne, hvor Cita-renterne for løbetider op til 1 år faldt til yderligere negative niveauer.

I timen efter at Nationalbankens annoncerede sin rentenedsættelse 5. juli 2012 kl. 16.00, der fulgte ECB's rentenedsættelse kl. 13.45, blev kronkursen over for euroen svækket fra ca. 7,4365 til 7,4405. Nationalbankens pengepolitiske spænd til euroområdet forblev uændret, jf. figur 6 (højre), men kronen blev altså svækket lidt, da den tvivl, der måtte være i markedet, om, hvorvidt Nationalbanken faktisk ville indføre en negativ

KRONENS KURS OVER FOR EURO SAMT SPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 6



Anm.: De lodrette streger er sat ved 6. juli 2012, hvorfra Nationalbankens rentenedsættelse havde virkning. Sidste observation 12. september 2012. Højre figur: Det pengepolitiske spænd er spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECB's udlånsrente ved de ugentlige markedsoperationer.

Kilde: Reuters og Danmarks Nationalbank.

indskudsbevisrente, forsvandt. Kronen er siden blevet yderligere svækket lidt til omkring 0,1 pct. over centalkursen over for euro, hvor den inden rentenedsættelsen lå 0,3 pct. over, jf. figur 6 (venstre). Udsvingsbåndet for kronen i ERM2 er +/- 2,25 pct. i forhold til centalkursen. Den efterfølgende svækkelse af kronen skal bl.a. ses i lyset af, at tilliden til håndteringen af statsgældskrisen i en række europæiske lande blev forbedret i august, og euroen styrket.

Indskudsbevisrenten har som før rentenedsættelsen været retningsgivende for dag til dag-renten samt de længere pengemarkedsrenter. Der forekommer udsving i dag til dag-renten af teknisk karakter, men i gennemsnit vil dag til dag-renten følge indskudsbevisrenten, jf. boks 2.

Som følge af, at indskudsbevisrenten blev negativ og lavere end folio-renten på 0 pct., har de pengepolitiske modparter nu et økonomisk incitament til at placere på folio frem for i indskudsbeviser, og de har øget deres indestående på folio i forbindelse med, at foliorammerne blev forhøjet, jf. figur 4. Modparterne har dog i høj grad selv købt indskudsbeviser for at få det samlede folioindestående under den samlede folioramme, så Nationalbanken har siden rentenedsættelsen kun konverteret folioindestående til indskudsbeviser tre gange.

Modparterne under ét har i dag indskudsbeviser for omkring 150 mia. kr. Ved en uændret beholdning og en uændret indskudsbevisrente det kommende år indebærer det en renteudgift i størrelsesordenen 300 mio. kr. Rentegennemslaget til pengeinstitutternes detailrenter for private og erhverv er det endnu for tidligt at sige noget endeligt om, men pengeinstitutterne har umiddelbart ikke indført negative detailrenter på indlån.¹

¹ Virksomhederne har dog i enkelte tilfælde haft negativ rente på indlån. Der har primært været tale om særlige korte tidsindskud.

DE PENGEPOLITISKE RENTER OG DAG TIL DAG-RENTEN

Boks 2

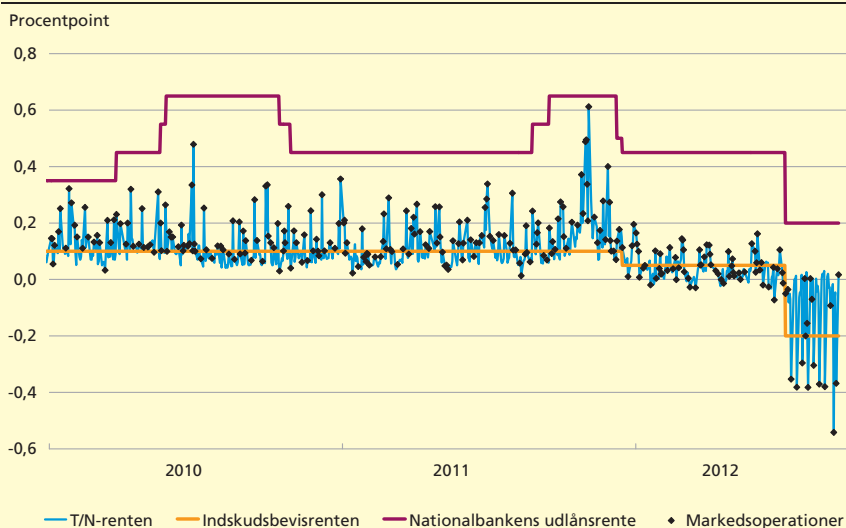
De pengepolitiske modparter anvender i overvejende grad dag til dag-pengemarkedet til deres daglige likviditetsstyring, og dag til dag-renten er tæt knyttet til de pengepolitiske renter. Da indskudsbeviser har længere løbetid end indskud på folio opstår der udsving i dag til dag-renten af teknisk karakter, men dag til dag-renten vil i gennemsnit ligge tæt på indskudsbevisrenten, når modparterne som i dag samlet set har et betydeligt placeringsbehov i Nationalbanken (positiv nettostilling).

På dage uden markedsoperationer vil dag til dag-pengemarkedsrenten tendere at ligge tæt på foliorenten, der udgør alternativrenten til placeringer i pengemarkedet, jf. figur 7.

På dage med markedsoperationer er indskudsbeviser et alternativ til placeringer i pengemarkedet. Modparter med likviditetsoverskud vil afveje afkastet ved at placere i indskudsbeviser eller løbende placere i dag til dag-pengemarkedet til næste markedsoperation. Ved placering i pengemarkedet opnås som nævnt en rente tæt på nul på dage uden markedsoperationer. På dage med markedsoperationer kan det derfor betale sig for en modpart at låne ud i dag til dag-markedet til en lavere rente (mere negativ) end renten på indskudsbeviser, hvis banken således undgår at placere i indskudsbeviser.

T/N-RENTENS, INDSKUDSBEVISRENTENS OG NATIONALBANKENS UDLÅNSRENTES SPÆND TIL FOLIORENTEN

Figur 7



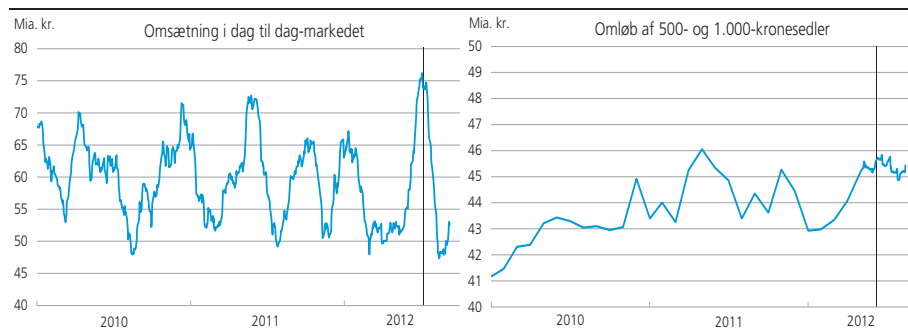
Anm.: Markedsoperationer omfatter både ordinære og ekstraordinære markedsoperationer. Ekstraordinære markedsoperationer omfatter både på forhånd annoncerede og ikke annoncerede operationer. T/N-renten er vist på afviklingsdagen. Sidste observation 10. september 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Omsætningen for dag til dag-pengemarkedslån har været faldende efter rentenedsættelsen. Der er generelt en sæsontendens, hvor omsætningen falder hen over sommeren, jf. figur 8 (venstre). Samtidig har opjusteringen af bankernes foliorammer betydet, at bankerne har fået

OMSÆTNING I PENGEMARKEDET OG SEDDEL- OG MØNTOMLØBET

Figur 8



Anm.: Venstre figur: Omsætningen er opgjort som et 20 dages glidende gennemsnit af usikrede pengemarkedslån samt kroneudlån ved repoforretninger og FX swap. Sidste observation 7. september 2012. Højre figur: Seddelomløbet er månedlige observationer til begyndelsen af juni 2012 og herefter daglige. Sidste observation 11. september 2012. Kilde: Danmarks Nationalbank.

mere råderum til den daglige likviditetsstyring. Det kan gøre, at udvekslingen af likviditet i markedet er mindre nødvendig. Den samlede omsætning er dog ikke faldet til niveauer, der ikke er set før.

Ved kontantopbevaring benyttes primært 500- og 1.000-kronesedler, og omløbet af store sedler har været stabilt, jf. figur 8 (højre). Det afgørende har givetvis været, at pengeinstitutterne ikke har indført negative detailrenter på indlån.

Nationalbanken følger udviklingen i pengemarkedet nøje og har mulighed for at foretage tekniske justeringer af de pengepolitiske instrumenter til at sikre gennemslaget til pengemarkedet. Dette sker med en afvejning af hensynet til aktiviteten i pengemarkedet. Nationalbanken har inden for rammerne af det til enhver tid gældende pengepolitiske regelsæt forbeholdt sig ret til uden varsel at foretage ændringer, hvis det findes nødvendigt af penge- og valutapolitiske hensyn.

LITTERATUR

Blomquist, Niels, Niels Arne Dam og Morten Spange (2011), Pengepolitiske strategier ved rentens nedre nulgrænse, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.

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

Goodfried, Marvin (2000), Overcoming the zero bound on interest rate policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, nr. 4, november.

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

Thornton, Daniel L. (1999), Nominal interest rates: Less than zero?, The Federal Reserve Bank of St. Louis, *Monetary Trends*.

Arbejdsmarkedsreformer i Danmark og Tyskland

Jacob Isaksen, Uffe Mikkelsen og Peter Beck Nellemann, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Udviklingen de senere år på det tyske arbejdsmarked har været bemærkelsesværdig. Ledigheden er faldet kraftigt siden 2005 og er i dag under niveauet før den finansielle krise. Tyskland er Danmarks største samhandelspartner, og eksporten og arbejdsmarkedet i Danmark påvirkes i høj grad af udviklingen i den tyske økonomi, herunder på arbejdsmarkedet.

Udviklingen på det tyske arbejdsmarked siden 2005 minder om udviklingen på det danske fra midten af 1990'erne. Fælles for Danmark og Tyskland er, at ledigheden havde nået rekordhøjder, og at en række arbejdsmarkedsreformer var med til at vende udviklingen.

På efterspørgselssiden er der imidlertid forskelle på reformperioderne i de to lande. I Danmark blev reformerne gennemført i en tid med stigende efterspørgsel efter arbejdskraft. Konkurrenceanvnen var i udgangspunktet god, og efterspørgslen blev stimuleret af finanspolitiske lempelser, faldende renter og et internationalt opsving. I Tyskland blev reformerne derimod gennemført i en periode med mere afdæmpet efterspørgsel. Det betød en længere periode med lave lønstigninger, der dæmpede den indenlandske efterspørgsel, men forbedrede konkurrenceanvnen. Efterspørgslen efter arbejdskraft steg derfor først efter, at reformerne var indført, og var drevet af stigende eksport.

Arbejdsmarkedsreformerne i Danmark og Tyskland har flere fælles træk, bl.a. en mere aktiv arbejdsmarkedspolitik og kortere dagpengeperiode. Effekterne af reformerne er betydeligt lavere ledighed, herunder langtids- og ungdomsledighed, samt højere beskæftigelsesfrekvens for ældre.

På trods af ligheder i reformerne er strukturerne på arbejdsmarkederne i de to lande fortsat forskellige. Det har bl.a. betydet, at arbejdsmarkederne reagerede forskelligt på det seneste økonomiske tilbageslag. I Tyskland benyttede virksomhederne sig i høj grad af kortere arbejdstid frem for afskedigelser, da der er en relativt høj beskyttelse i ansættelsen

for ordinært ansatte. De få afskedigelser skal dog ses i lyset af, at tyske virksomheder netop på grund af den høje beskyttelse i ansættelsen var påpasselige med at ansætte under højkonjunkturen før krisen. Lavere arbejdstid i en kort periode som respons på krisen viste sig at være hensigtsmæssig i Tyskland, da de sektorer, der blev hårdest ramt af krisen, kun oplevede midlertidig tilbagegang. I Danmark, hvor det er lettere at afskedige medarbejdere, var virksomhederne mindre tilbageholdende med at ansætte inden krisen og reagerede på krisen ved at afskedige medarbejdere. I Danmark var nogle brancher, særligt byggebranchen, overophedede inden krisen, og nedgangen under krisen var derfor af mere permanent karakter. Det var derfor både nødvendigt og hensigtsmæssigt, at arbejdsmarkedet var fleksibelt, så arbejdskraften kunne omfordeles mellem brancher.

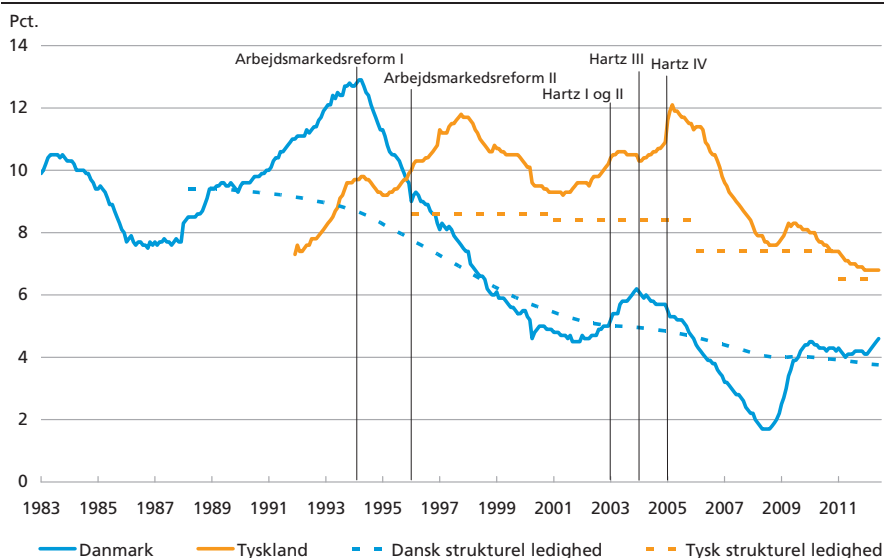
ÅRENE OP TIL REFORMERNE

Arbejdsmarkederne inden reformerne

I perioden forud for de danske arbejdsmarkedsreformer var ledigheden nået op på næsten 13 pct. af arbejdsstyrken, jf. figur 1. I Tyskland steg ledigheden fra ca. 7 pct. ved genforeningen i 1990 til ca. 12 pct. i 2005. Ledighedsbegreberne er beskrevet i boks 1.

LEDIGHED I DANMARK OG TYSKLAND

Figur 1



Anm.: Den viste ledighed er nettoledigheden for Danmark og den registrerede ledighed for Tyskland. Niveauerne for de to ledighedsmål er ikke direkte sammenlignelige. De to danske arbejdsmarkedsreformer, Arbejdsmarkedsreform I og II, (trådte i kraft henholdsvis 1994 og 1996) og de fire tyske Hartz-reformer (trådte i kraft i henholdsvis 2003, 2004 og 2005) er illustreret.

Kilde: Reuters EcoWin, Danmarks Nationalbank og Deutsche Bundesbank.

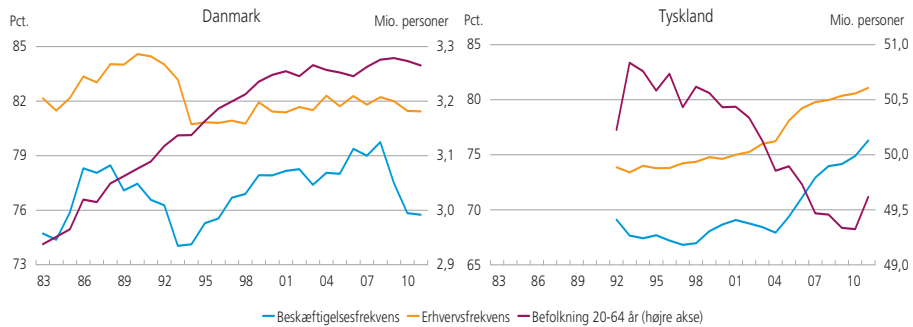
OPGØRELSE AF LEDIGHED	Boks 1
Danske ledighedsmål Nettoledighed: Angiver antallet af personer, som modtager dagpenge eller kontanthjælp, ikke er i aktivering og vurderes til at være arbejdsmarkedsparate. Da reglerne for dagpenge og kontanthjælp samt aktivering er meget forskellige mellem lande, er nettoledigheden ikke fuldt internationalt sammenlignelig. Tallet er omregnet til fuldtidspersoner. Nettoledighed blev tidligere kaldt registreret ledighed. Bruttoledighed: Defineres som nettoledighed plus antal arbejdsmarkedsparate aktiverede. Bruttoledighed er ikke internationalt sammenlignelig. Tyske ledighedsmål Registreret ledighed: Angiver antallet af personer mellem 15 og 65 år, som er uden beskæftigelse eller er beskæftiget mindre end 15 timer om ugen, og som søger et arbejde til en ugentlig arbejdstid over 15 timer. Kun personer, der har registreret sig som ledige ved arbejdsformidlingen, står til rådighed for aktivering og er arbejdsmarkedsparate, indgår som ledige i definitionen. Bundesagentur für Arbeit opgør den registrerede ledighed. Internationalt sammenligneligt ledighedsmål (ILO) ILO-ledighed: Bygger på den internationale arbejdsorganisation, ILO's, ledighedsbegreb og er derfor formelt internationalt sammenlignelig. ILO-ledigheden måler antallet af personer, der ikke har et job, men som ønsker at få et, uanset hvor få timer personen ønsker at arbejde. Den opgøres på baggrund af en stikprøvebaseret undersøgelse. I Danmark er det arbejdskraftundersøgelsen, AKU, som ligger til grund for ILO-ledigheden. Optællingen af den danske bruttoledighed og ILO-ledigheden er forskellig, da den registrerede ledighed opgøres i fuldtidspersoner, mens ILO-ledigheden opgøres i antal personer. Brutto- og ILO-ledigheden dækker kun delvis de samme personer. Typiske grupper i Danmark, som indgår i ILO-ledigheden, men ikke i bruttoledigheden, er studerende og selvforsørgende. Flere af disse personer ønsker kun få timers arbejde. Det er heller ikke alle, der indgår i bruttoledigheden, som også indgår i ILO-ledigheden. Det skyldes, at en del af de personer, som modtager dagpenge eller kontanthjælp og vurderes at være arbejdsmarkedsparate og dermed indgår i bruttoledigheden, ifølge AKU ikke står til rådighed for arbejdsmarkedet. Den danske bruttoledighed og den tyske registrerede ledighed vurderes at komme tættest på et dækkende mål for antallet af ledige resurser – og dermed graden af pres – på arbejdsmarkedet.	

I både Tyskland¹ og Danmark var arbejdsmarkedet inden reformerne præget af, at tilskyndelsen til at tage et arbejde var lav. Dagpengereglerne var lempelige, og arbejdsmarkedspolitikken var kendetegnet ved lave rådighedskrav og få sanktioner over for ledige, som ikke efterlevede rådighedskravene. Konsekvensen var bl.a., at beskæftigelsesfrekvensen var forholdsvis lav, jf. figur 2, og langtidsledigheden var høj.

¹ Se Beier og Sand (2005) for en nærmere beskrivelse af situationen på det tyske arbejdsmarked i perioden, inden arbejdsmarkedsreformerne blev indført.

ANTAL 20-64-ÅRIGE, BESKÆFTIGELSES- OG ERHVERVSFREKVENS

Figur 2



Anm.: Beskæftigelsesfrekvensen angiver andelen af de 20-64-årige, som er i beskæftigelse. Erhvervsfrekvensen angiver andelen af de 20-64-årige, som indgår i arbejdsstyrken.

Kilde: Eurostat.

Efterspørgselsforhold i årene omkring reformerne

I Danmark var efterspørgslen efter arbejdskraft lav i en årrække op til arbejdsmarkedsreformerne. Det skyldes eftervirkninger af overophedningen af økonomien i midten af 1980'erne, herunder de nødvendige finanspolitiske stramninger, skattereformen og kartoffelkuren, samt rentestigningerne i kølvandet på den tyske genforening. Det betød, at ledigheden lå betydeligt over sit potentielle niveau i årene op til reformerne. I 1993-94 begyndte imidlertid et længerevarende opsving i Danmark. Faldende renter og en liberalisering af realkreditlovgivningen, som udløste en større konverteringsbølge, jf. Hansen og Pedersen (2003), satte gang i privatforbruget, og finanspolitikens flerårige virkning på aktiviteten var positiv fra 1993, jf. Finansministeriet (2000). Endelig bidrog et internationalt opsving og forbedret konkurrenceevne til, at der kom fremgang i eksporten. Reformerne af arbejdsmarkedet var et led i at sikre, at den stigende efterspørgsel efter arbejdskraft blev ledsaget af øget udbud, så opsvinget gav sig udslag i stigende beskæftigelse frem for stigende lønpres, som ville forværre konkurrenceevnen.

I Tyskland var situationen omkring reformerne en anden. Privatforbruget var afdæmpet bl.a. som følge af svag indkomstfremgang – det voksede med blot 4 pct. over en 10-årig periode (2001-11), mens bruttonationalproduktet, BNP, steg 11 pct. – og der var ikke råderum på de offentlige finanser til at føre lempelig finanspolitik. De tyske reformer blev således ikke som de danske ledsaget af stigende indenlandsk efterspørgsel, og ledigheden forblev høj. Det medførte lave lønstigninger, som førte til, at den tyske konkurrenceevne blev forbedret. Først da væksten i den internationale efterspørgsel for alvor satte ind, steg efterspørgslen i Tyskland drevet af fremgang i eksporten, og ledigheden begyndte at falde.

REFORMERNE I DANMARK OG TYSKLAND

Der er flere fællestræk ved de danske arbejdsmarkedsreformer i 1990'erne og de tyske i 2000'erne. Arbejdsmarkedspolitikken blev i begge lande gjort mere aktiv ved bl.a. at effektivisere jobformidlingen, og dagpengeperioden blev forkortet. Det styrkede incitamentet til at søge arbejde.

Fokus på aktiv arbejdsmarkedspolitik

Den aktive arbejdsmarkedspolitik er baseret på, at ledige har ret og pligt til aktivering. Både ved de danske og de tyske reformer blev forpligtelsen til at melde sig som jobsøgende og sanktionerne over for de ledige, der ikke deltog i aktiveringstilbud, skærpet. Desuden blev der stillet større krav til lediges fleksibilitet i forhold til bl.a. geografisk og faglig mobilitet. Specifikt for de danske reformer blev perioden for, hvornår aktivering trådte i kraft, forkortet (især for unge uden uddannelse), og aktivering blev udvidet til at også omfatte kontanthjælpsmodtagere, jf. boks 2. Den aktive arbejdsmarkedspolitik gav ledige større tilskyndelse til at finde arbejde, hvilket sænker den strukturelle ledighed, dvs. ledigheden ved en neutral konjunktursituation, jf. Rosholm og Svarer (2008).

Derudover spillede støttet beskæftigelse en væsentlig rolle i både Danmark og Tyskland. Ordningerne i Danmark har primært været henvendt til langtidsledige og personer med nedsat arbejdsevne. Der er blevet indført fleksjob og skånejob for personer med nedsat arbejdsevne samt seniorjob og servicejob¹ for langtidsledige ældre. I Tyskland blev der indført støtteordninger til ledige ved opstart af egen virksomhed og subsidier til virksomheder, der ansætter ledige over 55 år. Desuden blev støtten til såkaldte mini- og midi-job øget. Ansatte i disse lavtlønnede "små" job er henholdsvis helt eller delvis fritaget fra at betale skat og socialforsikringsbidrag.

Kortere dagpengeperioder

Et andet væsentligt element i arbejdsmarkedsreformerne i Danmark og Tyskland var kortere dagpengeperioder. I Danmark blev reglerne for at genoptjene retten til dagpenge strammet, bl.a. ved at genoptjeningen via aktivering blev afskaffet. Derved fik de ledige større tilskyndelse til at overgå fra aktivering til beskæftigelse. I Tyskland blev mellemtrinnet mellem dagpenge og kontanthjælp fjernet, og dagpengeperioden blev forkortet.

¹ Der blev lukket for tilgang til servicejobordningen i 2002, og der oprettes derfor ikke længere servicejob.

DANSKE OG TYSKE ARBEJDSMARKEDSREFORMER ¹		Boks 2
Danmark	Tyskland	
Aktiv arbejdsmarkedspolitik		
Skærpede rådighedsforpligtelser	Skærpede rådighedsforpligtelser	
• Skærpede krav til geografisk mobilitet (1998) • Forpligtigelse til at acceptere arbejde uden for eget fagområde efter tre måneders ledighed (1999) • Skærpet forpligtigelse til at melde sig som jobsøgende ved arbejdsformidlingen på første ledighedsdag (1999)	• Skærpet forpligtelse til at registrere sig som jobsøgende og krav om at stå til rådighed på arbejdsmarkedet (Hartz I) • Ledige skal acceptere ethvert tilbud om "rimeligt arbejde", og definitionen heraf blev gjort bredere, (bl.a. ved større krav til geografisk mobilitet) (Hartz I) • Skærpede og mere fleksible sanktionsformer over for ledige, der ikke samarbejdede med arbejdsformidlingen (Hartz I)	
Aktivering	Aktivering	
• Samme ret og pligt til aktivering for kontanthjælpsmodtagere som for dagpengemodtagere (1993) • Indførelse af individuelle handlingsplaner for ledige (1994) • Ret og pligt til uddannelse efter seks måneder for personer under 25 år uden erhvervsuddannelse (1996) • Skærpede sanktioner ved afslag på aktiveringstilbud (1995 og 1996) • Ret og pligt til aktivering efter to års ledighed indføres for dagpengemodtagere over 25 år (1996)	• 1-2 euro-job indføres for kontanthjælpsmodtagere, der får 1-2 euro i timen for aktiveringen i tillæg til kontanthjælpen (ALG II)	
Støttet beskæftigelse	Støttet beskæftigelse	
• Indførelse af fleksjob for personer med nedsat arbejdsevne og skånejob for førtidspensionister • Indførelse af seniorjob for langtidsledige ældre	• Tilskud til ledige, der etablerer egen virksomhed (Ich-AG, Hartz-II) • Indtægtsgrænse for mini-job – støttede job, hvor den ansatte er fritaget fra at betale skat og socialforsikringsbidrag – hæves fra 325 til 400 euro, og det ugentlige timemaksimum på 15 timer fjernes (Hartz II) • Der oprettes midi-job – støttede job til en månedsløn på 400-800 euro, hvor fritagelse fra skat og socialsikringsbidrag gradvis aftrappes (Hartz II)	
Ledighedskompensation		
• Ret til genoptjening af dagpenge ved aktivering afskaffes (1994) • Dagpengeperioden fastsættes til syv år (1994) og blev siden forkortet flere gange, senest til to år. Ligeledes blev den såkaldte passivperiode forkortet for siden helt at forsvinde • Lavere dagpengesats for ufaglærte under 25 år efter et halvt års ledighed	• Ledighedskompensationen reduceres især for langtidsledige. Det skyldes bl.a., at det tidligere mellemtrin mellem dagpengesatsen og kontanthjælpsydelsen afskaffes (Hartz IV) • Dagpengeperioden forkortes til 12 måneder (fra 26 måneder) for ledige under 54 år og til 18 måneder (fra 32 måneder) for 55-64-årige (2006) • ALG II til hjemmeboende unge under 25 år reduceres fra fuld takst (2006)	

FORTSAT	Boks 2
Fleksibilitet og beskyttelse i ansættelsen • Betingelserne for midlertidig ansættelse, især vikarer, lempes • Løndannelsen blev mere decentral • Reglerne for arbejdstidens placering i løbet af året gøres mere fleksible	
Effektivisering af arbejdsformidlingen • Aktiveringsindsatsen decentraliseres til de regionale arbejdsmarkedsråd • Krav om, at der for den enkelte ledige udarbejdes en individuel handlingsplan (1994) • Grundigere rådighedsvurdering af kontanthjælpsmodtagere (1998)	
• Reglerne vedr. vikararbejde dereguleres, herunder bortfald af genansættelsesforbud og loftet for ansættelseslængden (Hartz I) • Betingelserne for midlertidige ansættelser dereguleres bl.a. ved at afskaffe begrænsninger for forlængelser af midlertidige kontrakter og længden af midlertidige ansættelser. (Løbende proces siden slutningen af 1990'erne)	
• Koordinationen i jobformidlingsprocessen styrkes gennem omstruktureringer (Hartz III) • Organisationsstrukturen i arbejdsformidlingen moderniseres • Individuelle mål for de enkelte jobcentre konkretiseres, og centrene blev givet større frihed i forhold til at nå målene • Individuel handlingsplan, som specificerer tilbud og krav til den jobsøgende med hensyn til jobsøgning og jobtræning, kræves • Konkurrencen i jobformidlingsservices styrkes bl.a. ved, at ledige, der ikke finder job via den offentlige arbejdsformidling, kan benytte private jobformidlingsselskaber. Disse modtager en bonus for hver ledig, de hjælper i arbejde • Der blev indført statsstøtte til, at vikarbureauer kan ansætte ledige	

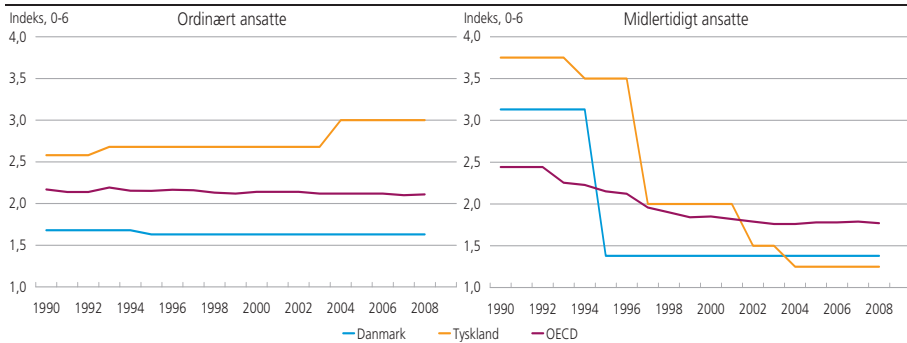
¹ Pedersen og Riishøj (2007), DØR (2002, 2007), Jacobi og Kluve (2007), Wunch (2006) og OECD (2012).

Kontanthjælpssatsen for personer over 25 år uden forsørgerpligt i Danmark er ca. 10.000 kr. om måneden, mens grundsatsen for kontanthjælp i Tyskland, som gælder for enlige uden børn, er ca. 2.800 kr. om måneden (374 euro) plus udgifter til en passende bolig og varme. Den lave ydelse er en medvirkende årsag til, at lønspredningen er større i Tyskland end i Danmark¹

¹ Bl.a. målt ved andelen af fuldtidsbeskæftigede, som tjener mindre end to tredjedele af medianløn-
nen.

**GRAD AF BESKYTTELSE I ANSÆTTELSEN FOR ORDINÆRT ANSATTE OG
REGULERING OVER FOR MIDLERTIDIG ANSÆTTELSE**

Figur 3



Anm.: Indekset går fra 0 (mindst beskyttelse) til 6 (mest beskyttelse). Faldet i indekset for de midlertidigt ansatte i Danmark i 1995 skyldes mere lempelige regler for anvendelse af vikararbejde. Niveauerne for indeksene for henholdsvis ordinært og midlertidigt ansatte kan ikke sammenlignes.

Kilde: OECD og egne beregninger.

Lempelse af regler for midlertidigt ansatte

Det danske arbejdsmarked har længe været kendetegnet ved en lav grad af beskyttelse i ansættelsen (dvs. stor fleksibilitet i arbejdsgivernes mulighed for at afskedige medarbejdere), jf. figur 3. Den lave beskyttelse udgør sammen med en høj kompensationsgrad (særligt for lavtlønnede) ved kortvarig ledighed og en aktiv arbejdsmarkedspolitik elementerne i den såkaldte "flexicurity"-model, jf. Pedersen og Riishøj (2007).

For at øge fleksibiliteten på det tyske arbejdsmarked blev reglerne for midlertidigt ansatte lempet betydeligt bl.a. ved, at det blev lettere at benytte tidsbegrænsede kontrakter. Tilmed blev begrænsningerne for forlængelser af midlertidige kontrakter og længden af midlertidige ansættelser afskaffet. Disse tiltag har medvirket til et betydeligt fald i beskyttelsen i ansættelsen for midlertidigt ansatte i Tyskland siden slutningen af 1990'erne, jf. figur 3 (højre). Reformerne gjorde det dog ikke lettere for virksomhederne at afskedige ordinært ansatte, tværtimod steg graden af deres beskyttelse i ansættelsen, jf. figur 3 (venstre). Fagforeningerne accepterede øget decentralisering af løndannelsen og lavere lønstigninger¹ mod, at beskyttelsen i ansættelsen til gengæld blev øget, bl.a. via højere fratrædelsesgodtgørelser.

Den øgede forskel mellem beskyttelsen i ansættelsen for henholdsvis ordinært og midlertidigt ansatte skaber et todelt arbejdsmarked i Tyskland. Arbejdsgiverne er mere påpasselige med at ansætte folk på ordinære kontrakter, fordi det er omkostningsfuldt at afskedige, og tilbyder

¹ Et gennembrud i den forbindelse var den såkaldte "Pforzheim"-aftale fra 2004, hvor metalarbejdernes fagforening accepterede, at arbejdsgiverne kunne fravige de kollektivt aftalte lønninger for at sikre fremtidige job og investeringer.

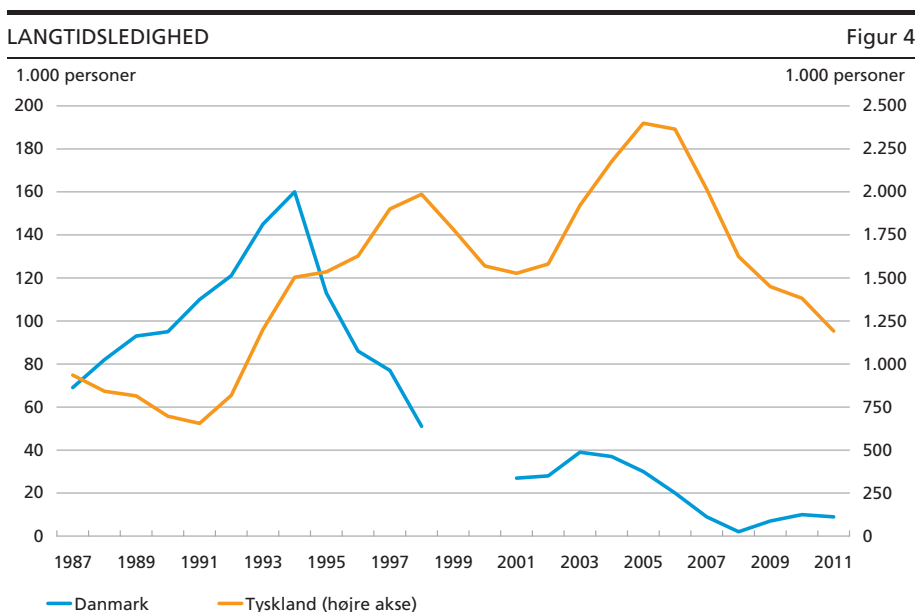
derfor midlertidige ansættelser. Et todelt arbejdsmarked øger risikoen for, at korttidsansatte ikke opkvalificeres i samme grad som fastansatte.

KONSEKVENSERNE AF ARBEJDSMARKEDSREFORMERNE

Arbejdsmarkedsreformerne i Danmark i 1990'erne og i Tyskland i 2000'erne reducerede den strukturelle ledighed. I Danmark er den mere end halveret siden reformerne, jf. figur 1. I Tyskland ventes den i perioden 2011-15 at ligge ca. 2 procentpoint under, hvad den var i 2001-05, jf. Deutsche Bundesbank (2012).

Arbejdsmarkedsreformerne førte til, at langtidsledigheden faldt kraftigt i begge lande, jf. figur 4. Den danske udvikling skal ses i lyset af, at mulighederne for at trække sig ud af arbejdsmarkedet blev øget ved indførelsen af overgangsydelsen i 1992 og arbejdsmarkedsorlovssordninger i 1994. Det reducerede ledigheden på kort sigt, uden at beskæftigelsen steg tilsvarende. Reformerne i Tyskland gjorde det derimod sværere for langtidsledige at komme på førtidspension og dermed trække sig ud af arbejdsstyrken.

Reformerne førte også til et fald i ungdomsledigheden, som blev mere end halveret i begge lande, jf. figur 5. I Danmark var flere reformer rettet specielt mod ledige unge – den såkaldte ungeindsats. Indsatsen in-

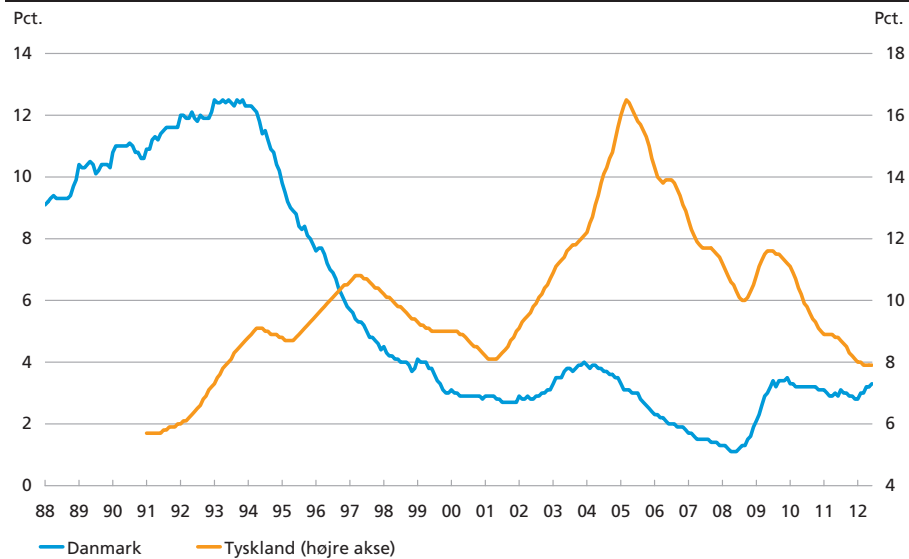


Anm.: For Danmark er antallet af langtidsledige angivet som nettoledige med en ledighedsgrad over 80 pct. det pågældende år. Der findes ikke data for årene 1999-2000. En del af faldet i antallet af personer med en nettoledighedsgrad over 80 pct. skyldes øget brug af aktivering. Tilsvarende data findes ikke for Tyskland, og derfor er langtidsledigheden illustreret som antal personer, der har været ledige i mere end 1 år (den stikprøvebaserede arbejdskraftundersøgelse er anvendt). Ledighedstallene er derfor ikke sammenlignelige.

Kilde: OECD og Danmarks Statistik, *Statistisk Tiårsoversigt*, 1990-2011.

LEDIGHED FOR PERSONER UNDER 25 ÅR

Figur 5



Anm.: Den viste ungdomsledighed for Danmark er nettoledigheden, mens der for Tyskland er vist den spørgeskemabaserede ILO-ledighed. Niveauerne for de to ledighedsbegreber er derfor ikke direkte sammenlignelige. Nettoledighedsprocenten er summen af arbejdsmarkedsparate ikke-aktiverede dagpenge- og kontanthjælpsmodtagere som andel af arbejdsstyrken. Der er databrud i 1996, 2000 og 2007. Tallene fra og med 2007 er baseret på egen sæsonkorrektur.

Kilde: Eurostat, Danmarks Statistik og egne beregninger.

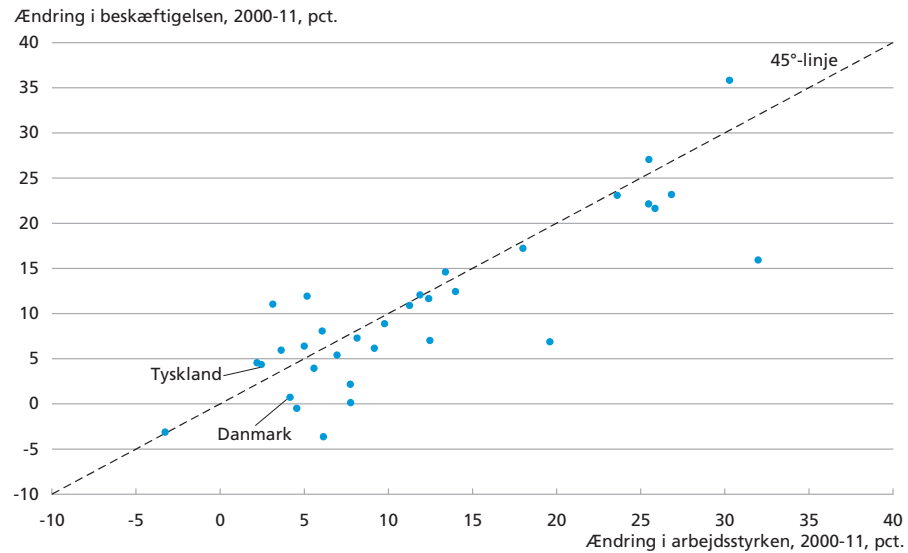
debar intensiveret aktiveringsindsats og uddannelsespligt samt lavere satser for overførselsindkomster for unge. I Tyskland indførtes en lavere kontanthjælpsats for hjemmeboende arbejdsløse under 25 år.

Forud for reformerne var der tilbagetrækningsordninger, som betød, at tilknytningen til arbejdsmarkedet for de ældre var lav. Reformerne øgede indsatsen, for at de ældre ikke faldt ud af arbejdsmarkedet, ved at intensivere aktiveringen og ved at mindske tilskyndelsen til at trække sig tilbage. Dermed var der flere af de ældre, som indgik i arbejdsstyrken. For OECD-landene ses en positiv sammenhæng mellem ændringer i arbejdsstyrken og ændringer i beskæftigelsen, jf. figur 6. På kort sigt kan kausaliteten gå begge veje, men over en længere periode vil en stigning i arbejdsstyrken give sig udslag i en større beskæftigelse, jf. De Økonomiske Råd (2011).

I Danmark blev de ældres tilskyndelse til at indgå i arbejdsstyrken først øget fra midten af 1990'erne, efter at de første arbejdsmarkedsreformer var blevet indført, og ledigheden var faldet. Indførelsen af overgangsydelsen for langtidsledige mellem 55 og 59 år i 1992 bidrog derimod til, at ældre trak sig ud af arbejdsstyrken, og beskæftigelsesfrekvensen blandt 55-59-årige faldt, jf. figur 7 (venstre). I 1994 blev ordningen udvidet til også at omfatte de 50-54-årige, og i 1996 blev der lukket for til-

ÆNDRINGER I BESKÆFTIGELSE OG ARBEJDSSTYRKE

Figur 6



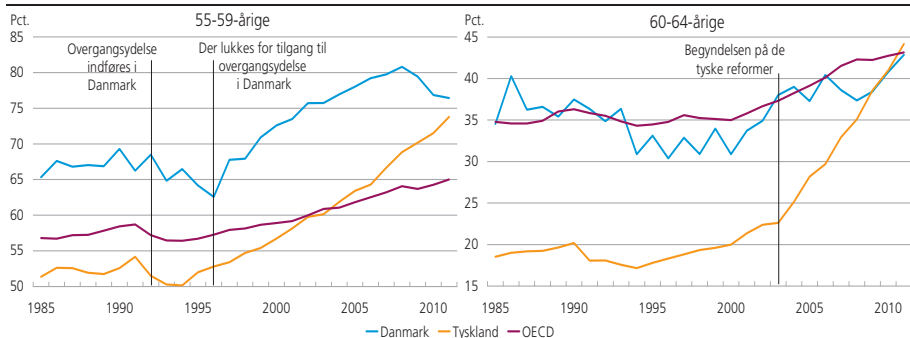
Anm.: Figuren omfatter OECD-landene.
Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 91.

gang til ydelsen. Det øgede arbejdsudbuddet og var afgørende for, at beskæftigelsesfrekvensen blandt 55-59-årige begyndte at stige igen fra 1996.

I Tyskland blev dagpengeperioden generelt reduceret, herunder for de 55-64-årige, og mulighederne for at gå på førtidspension som arbejdsløs blev reduceret drastisk. Samtidig blev der indført subsidier til virksomheder, der ville ansætte ledige over 55 år. Reformerne i Tyskland fik beskæftigelsesfrekvensen for både de 55-59-årige og de 60-64-årige til at stige kraftigt fra et niveau langt under OECD-gennemsnittet, jf. figur 7.

BESKÆFTIGELSESFREKVENNS

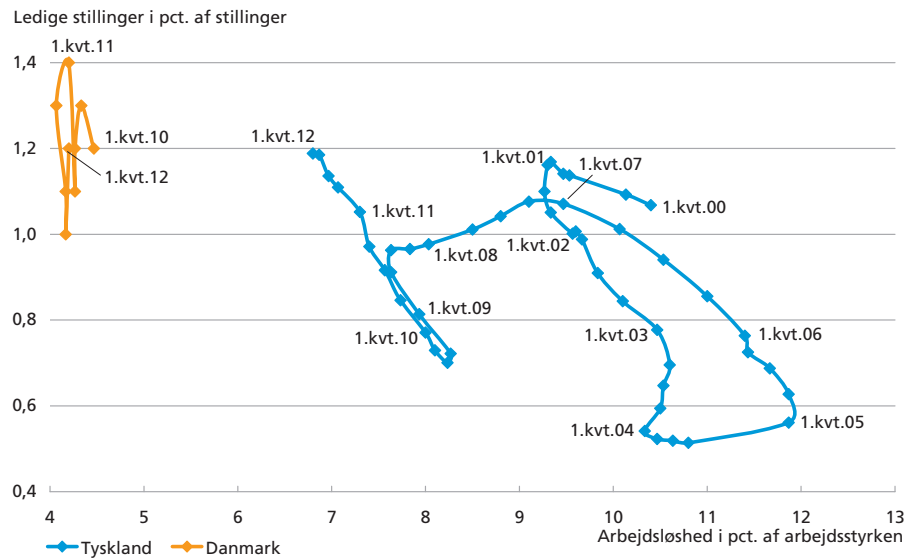
Figur 7



Anm.: For beskæftigelsesfrekvenserne er ILO-definitionen anvendt.
Kilde: OECD.

BEVERIDGE-KURVE FOR DANMARK OG TYSKLAND

Figur 8



Anm.: Databegrænsninger betyder, at det ikke er muligt at få data for Danmark fra før 2010. Ledighedstallene er de nationale registrerede ledighedsgrader. For Danmark bruges nettoledigheden. Tallene for de to lande er derfor ikke fuldt sammenlignelige.

Kilde: Reuters EcoWin, Eurostat og Danmarks Statistik.

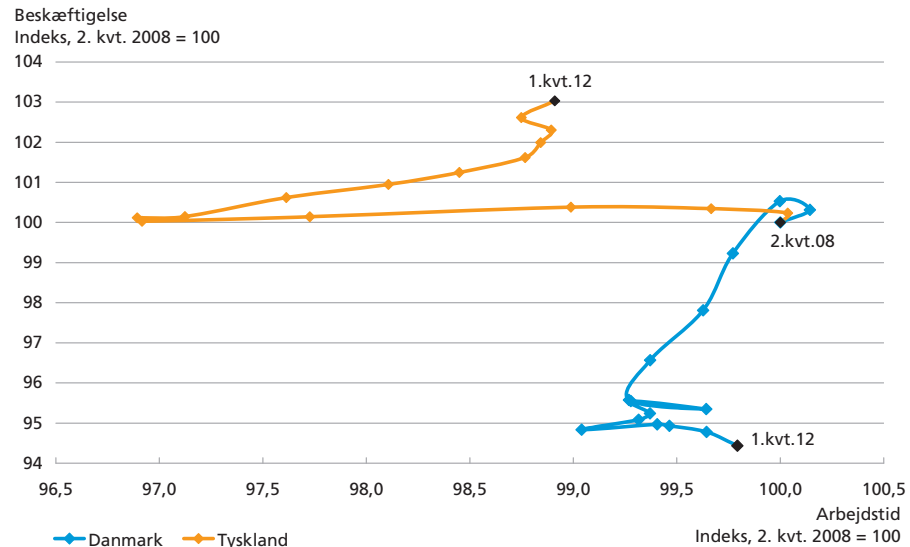
De tyske reformer indebar, at arbejdsformidlingssystemet blev reformeret. Det medførte, at ledige og virksomheder fik lettere ved at finde sammen, hvilket ses ved, at den tyske Beveridge-kurve – som illustrerer sammenhængen mellem arbejdsløshed og ledige stillinger – flyttede indad i 2007-08, jf. figur 8. Kurven har typisk en negativ hældning, da høj arbejdsløshed betyder, at virksomheder lettere kan finde arbejdskraft, og dermed at der vil være få ledige stillinger. Faktorer såsom forbedret jobformidling, øget aktiveringsindsats og lavere arbejdsløshedsunderstøttelse vil også medføre, at kurven rykkes indad. Også med de danske arbejdsmarkedsreformer blev der indført tiltag, der forventes at have rykket Beveridgekurven indad. Der findes dog ikke data, der kan belyse det.

FLEKSIBILITET PÅ ARBEJDSMARKEDET OG REAKTIONEN PÅ KRISEN

På trods af mange ligheder i reformerne er der stadig væsentlige forskelle i strukturerne på arbejdsmarkedene i Danmark og Tyskland. Blandt de mere udtalte er forskellene i arbejdsgivernes muligheder for at afskedige medarbejdere. Denne forskel har medvirket til, at arbejdsmarkedene i de to lande har reageret forskelligt på den økonomiske krise. I Tyskland skete tilpasningen til en lavere efterspørgsel gennem kortere arbejdstid, mens den i Danmark skete gennem lavere beskæftigelse, jf. figur 9.

TILPASNING PÅ ARBEJDSMARKEDET SIDEN 2. KVARTAL 2008

Figur 9



Anm.: Arbejdstiden er beregnet som den løbende sum af de seneste fire kvartalers antal arbejdstimer. Beskæftigelse er antal beskæftigede personer.

Kilde: Danmarks Statistik og Reuters EcoWin.

Der er flere grunde til, at tilpasningen på det tyske arbejdsmarked skete gennem arbejdstiden: Det er omkostningsfuldt at fyre medarbejdere, der var opbygget overarbejde, som kunne afspadseres, og der var gode muligheder for at benytte reduceret arbejdstid. Under højkonjunktoren op til krisen blev der opbygget overarbejde, fordi kombinationen af øget udbredelse af fleksible arbejdstider og høj beskyttelse i ansættelsen for ordinært ansatte tilskyndede arbejdsgivere til at benytte overarbejde frem for nyansættelser.

Derudover blev reglerne for at anvende nedsat arbejdstid, kaldet "kurzarbeit", lempet under krisen (se boks 3), og sammenlignet med tidligere nedgangsperioder benyttede flere virksomheder ordningen. Da omkring 80 pct. af personerne på kurzarbeit var ansat i fremstillingsindustrien, som blot oplevede midlertidig tilbagegang, blev timeantallet relativt hurtigt normaliseret igen efter krisen, og beskæftigelsen begyndte derefter at stige.

Høj fleksibilitet i antallet af arbejdstimer er umiddelbart positivt i forhold til at undgå ledighed ved midlertidige negative stød til økonomien. Fleksibilitet i antallet af arbejdstimer fastholder dog medarbejdere i virksomheder og medfører derved mindre mobilitet mellem sektorer og virksomheder. Det hæmmer arbejdsmarkedets tilpasning ved en mere permanent ændring i efterspørgslen. For at midlertidig nedgang i arbejdstid skal være en succes, kræver det derfor en speciel situation, hvor

MULIGHEDER FOR AT BRUGE NEDSAT ARBEJDSSTID	Boks 3
I Tyskland giver kurzarbeit-ordningen arbejdsgivere mulighed for at benytte sig af nedsat arbejdstid i perioder med lav aktivitet. Ordningen fungerer ved, at en virksomhed, der er ramt af faldende aktivitet, kan ansøge jobformidlingen om lov til at reducere de ansattes arbejdstid. Godkendes ansøgningen, kompenseres virksomhedens ansatte af staten for den manglende løn bestående af 60-67 pct. af den tabte arbejdsfortjeneste. En grundlæggende forskel på flekstid og kurzarbeit består i, at kurzarbeit rammer alle virksomhedens ansatte, og aftalen om, at alle skal gå ned i tid, træffes i fællesskab, oftest på opfordring fra ledelsen. Flekstid styres af den enkelte medarbejder, og arbejdstiden kan i højere grad variere fra medarbejder til medarbejder. Kurzarbeit har eksisteret på det tyske arbejdsmarked i adskillige årtier, men udbredelsen under den økonomiske nedgangsperiode efter den finansielle krise var betydeligt større end i recessionerne i 1996-97 og 2001-04. Det skyldes bl.a., at reglerne for kurzarbeit blev lempet i løbet af krisen. Tidligere kunne virksomheder benytte sig af kurzarbeit i op til 6 måneder med mulighed for forlængelse til 12 måneder. Det blev forlænget til 24 måneder i løbet af krisen. Kravene for, hvornår virksomheder kunne benytte kurzarbeit, blev også lempet, og det blev gjort mere attraktivt for især industrivirksomheder at benytte sig af ordningen, da tilskuddet fra staten blev forøget. I Danmark er mulighederne for at benytte nedsat arbejdstid mindre. Jobfordelingsordningen giver virksomheder mulighed for at forkorte arbejdstiden i op til 13 uger med mulighed for forlængelse. Medarbejderne kompenseres for indkomsttabet via supplerende dagpenge. Brugen af ordningen toppede i 2009, hvor ca. 32.000 personer modtog supplerende dagpenge i op til 13 uger og knap 9.000 i over 13 uger. Herefter er brugen faldet drastisk.	

efterspørgslen kun falder kortvarigt for derefter at vende tilbage. Det var tilfældet i Tyskland, hvor eksporten faldt fra midten af 2008 til midten af 2009 for derefter at normalisere sig. Om stød til økonomien er midlertidige eller permanente kan være vanskeligt at forudse.

I Danmark oplevede byggebranchen i årene inden krisen et langstrakt opsving, hvorefter efterspørgslen faldt permanent. Det var derfor hensigtsmæssigt, at arbejdskraften ikke blev fastholdt i sektoren via nedsat arbejdstid. Den nuværende beskæftigelse i byggebranchen ligger på niveau med beskæftigelsen i begyndelsen af 2000'erne.

Fleksibilitet i arbejdsgivernes mulighed for at afskedige medarbejdere øger ikke bare mobiliteten mellem sektorer. Den gør også arbejdsgiverne mindre påpasselige med at ansætte, fordi de ved, at de kan komme af med arbejdskraften igen. Det gør det lettere at komme ind på arbejdsmarkedet, hvilket kan medføre lavere strukturel ledighed. Til gengæld vil der være perioder med højere ledighed, jf. Nellemann og Pedersen (2012).

LITTERATUR

Beier, Niels Christian og Michael Sand (2005), Det tyske arbejdsmarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Danmarks Statistik, *Statistisk Tiårsoversigt*, 1998, 1999, 2009, 2012.

Det Økonomiske Råd (2002), *Dansk Økonomi*, efterår.

Det Økonomiske Råd (2007), *Dansk Økonomi*, forår.

De Økonomiske Råd (2011), *Dansk Økonomi*, forår.

Deutsche Bundesbank (2012), *Monthly Report*, april.

Finansministeriet (2000), *Finansredegørelse*, april.

Hansen, Niels Lynggård og Erik Haller Pedersen (2003), Årsager til op-svinget i 1993-94, hvor afgørende var finanspolitikken?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Jacobi, Lena og Jochen Kluve (2007), Before and after the Hartz reforms: The performance of active labour market policy in Germany, *Zeitschrift für Arbeitsforschung*, vol. 40, nr. 1.

Nellemann, Peter Beck og Erik Haller Pedersen (2012), Den seneste års udvikling på det danske arbejdsmarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 1.

OECD (2012), *Economic Surveys: Germany*.

Pedersen, Erik Haller og Johanne Dinesen Riishøj (2007), Flexicurity – den danske arbejdsmarkedsmodel, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Rosholm, Michael og Michael Svarer (2008), Estimating the threat effect of active labour market programmes, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 110, nr. 2.

Wunch, Conny (2006), Labour market policy in Germany: Institutions, instruments and reforms since unification, Universität St. Gallen, *Department of Economics Discussion Paper*, nr. 2005-6.

Hurtigere betalinger i Danmark

Jakob Mygind Korsby, Betalingsformidlingskontoret og Peter Toubro-Christensen, Regnskabsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

De danske pengeinstitutter har indledt en omfattende modernisering af systemerne til at gennemføre betalinger i Danmark. Arbejdet, der vil komme til at løbe over de kommende tre år, vil føre til kortere afviklingstider for borgeres og virksomheders betalinger og bringe den danske infrastruktur for betalinger fuldt på højde med sammenlignelige lande.

Moderniseringen af den danske infrastruktur for betalinger består af i alt fire dele. Den første, en fremrykning af forretningernes modtagelse af weekendens dankortbetalinger, er allerede gennemført og vil ved udgangen af i år blive suppleret med en forbedring af virksomhedernes adgang til at foretage overførsler af store beløb hurtigt via Nationalbankens betalingssystem Kronos.

Derudover indføres to nye systemer til afvikling af betalinger. Det første vil gøre det muligt på bankdage at foretage overførsler, der er modtager i hænde samme dag. I dag tager overførsler mellem kunder i forskellige pengeinstitutter som hovedregel mindst én dag. Med det andet system bliver det muligt hele døgnet alle ugens dage at foretage visse typer overførsler, som omgående indsættes på modtagerens konto.

Disse foranstaltninger vil forbedre vilkårene for betalingsmodtagerne, der vil kunne råde over pengene hurtigere og miste færre rentedage end i dag. Endvidere ventes de nye muligheder for omgående overførsler at kunne understøtte nye betalingsformer, fx mobilbetalinger, og være nyttige i situationer, hvor en sælger ikke ønsker at udlevere en vare, før der er vished om betalingen.

BAGGRUND

I Danmark tager det normalt mindst én dag at gennemføre en betalingsoverførsel. Det afspejler indretningen af det danske system til afvikling af borgeres og virksomheders betalinger, kaldet Sumclearingen, som ejes af pengeinstitutternes brancheorganisation Finansrådet. I Sumclearingen

udveksles der penge mellem institutterne én gang i døgnet – om natten – hvilket hindrer, at kundernes betalinger gennemføres hurtigere.¹

I flere lande, som Danmark ofte sammenlignes med, har det i nogle år været muligt at afvikle betalinger inden for samme dag. Det skyldes typisk, at der i disse landes betalingssystemer sker udveksling af penge mellem bankerne flere gange om dagen. I Storbritannien har det siden 2008 været muligt at afvikle overførsler under en vis størrelse inden for få sekunder døgnet rundt alle ugens dage.

På den baggrund blev der i 2009 nedsat en arbejdsgruppe under Nationalbankens formandskab, der skulle undersøge mulighederne for at reducere gennemførelsestiderne for betalinger i Danmark. Arbejdsgruppen offentliggjorde i begyndelsen af 2012 sin endelige rapport, der indeholdt en samlet plan for den danske infrastruktur for betalinger.² Pengeinstitutterne har i regi af Finansrådet siden arbejdet med at gennemføre planen.

FIRE FORANSTALTNINGER TIL HURTIGERE BETALINGER

Projektet med at modernisere infrastrukturen for betalinger i Danmark består af følgende fire dele:

- *Hurtigere modtagelse af weekendens dankortbetalinger:* Betalinger med dankort, der foretages i weekenden, er siden maj i år blevet modtaget af forretningerne mandag i stedet for tirsdag.
- *Hurtig overførsel af store beløb:* Ved udgangen af 2012 forbedres virksomheders muligheder for på bankdage hurtigt at gennemføre overførsler af beløb over 1 mio. kr. via Nationalbankens betalingssystem Kronos.
- *Gennemførelse af overførsler samme dag:* Ved udgangen af 2013 indføres et nyt system, kaldet Intradagclearingen, der kan anvendes til at foretage overførsler inden for samme bankdag.
- *Omgående overførsel af betalinger:* Ved udgangen af 2014 indføres et nyt system, der vil gøre det muligt at foretage overførsler af beløb op til 500.000 kr. med det samme døgnet rundt alle ugens dage.

I tabel 1 er vist en samlet oversigt over projektet med angivelse af, hvem der har fordelene ved hvert af projektets dele.

Forløbet af projektet er planlagt således, at de dele, som kræver mindst tilpasning af pengeinstitutternes systemer, gennemføres først,

¹ For en beskrivelse af betalingsafviklingen i Danmark, se Jesper Bakkegaard, Tommy Meng Gladov og Anders Mølgaard Pedersen, Afviklingstider for betalinger i Danmark, Danmarks Nationalbank, 2. kvartal 2011, del 1.

² Arbejdsgruppens endelige rapport kan findes på Nationalbankens hjemmeside, www.nationalbanken.dk, under publikationer.

OVERSIGT OVER MODERNISERINGSPROJEKTET			Tabel 1
Foranstaltning	Hvornår er overførslen gennemført?	Hvem har forbedringen?	Tidspunkt for implementering
Hurtigere modtagelse af weekendens dankortbetalinger	Mandag morgen	Forretninger	14. maj 2012
Forbedret adgang til at overføre beløb via Kronos	Kort tid efter betaling ¹	Primært virksomheder	8. november 2012
Gennemførelse af overførsler samme dag (Intradagclearingen)	Få timer efter betaling ²	Borgere og virksomheder	Ved udgangen af 2013
Omgående overførsel af betalinger under en vis grænse	Få sekunder efter betaling	Borgere og virksomheder	Ved udgangen af 2014

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ I Kronos foretages overførsler omgående, men i praksis kan det tage længere tid på grund af pengeinstitutternes likviditetshåndtering.

² Det forudsættes, at overførslen foretages på en bankdag før skæringstidspunktet for dagens sidste afvikling, der ventes at komme til at ligge først på eftermiddagen.

mens de nye systemer, der kræver større ændringer, først indføres senere. Institutterne vurderer, at deres samlede omkostninger ved projektet vil beløbe sig til mellem 200 og 300 mio. kr.

Weekendens dankortbetalinger

Projektets første del er allerede gennemført. Tidligere blev betalinger med dankort, der var foretaget i weekenden, først indsat på forretningernes konti om tirsdagen. Siden 14. maj i år modtager forretningerne allerede betalinger om mandagen. Det er gjort ved at indføre en ekstra afvikling i Sumclearingen mandag morgen.

For forretningerne betyder det, at de kan råde over likviditeten fra weekendens dankortbetalinger én dag tidligere end før. Desuden indebærer det, at de mister en rentedag mindre, mens pengeinstitutterne ikke længere tjener en rentedag i forbindelse med disse betalinger. Konsekvenserne af den hurtigere afvikling af dankortbetalinger for fordelingen af rentedage er beskrevet nærmere i boks 1.

Den hurtigere modtagelse af weekendens dankortbetalinger kan med tiden ventes at få øget betydning for forretningerne. Det skyldes den stigende tendens til at holde åbent om søndagen og dermed omsætte for mere i weekenden. Omtrent en fjerdedel af forretningernes dankortomsætning ligger i dag i weekender.

Hurtig overførsel af store beløb

Den anden del i moderniseringen vil forbedre mulighederne for hurtigt at overføre store beløb via Kronos – en mulighed som typisk benyttes af virksomheder. Denne type overførsel kan i dag kun lade sig gøre i meget

RENTEDAGE VED DANKORTBETALINGER	Boks 1
Afviklingstiden for dankortbetalinger har betydning for pengeinstitutternes tilskrivning af rente på kundernes indestående. I Danmark er reglerne herfor reguleret i betalingstjenesteloven. Ifølge loven skal betalers institut tilskrive rente frem til den dag, hvor pengene hæves på kundens konto. Forretningens pengeinstitut skal tilsvarende tilskrive rente fra den dag, beløbet modtages. Reglerne betyder, at pengeinstitutterne ved betalinger med dankort normalt vil tjene en rentedag. Det skyldes, at institutterne på hverdage hæver pengene på kundens konto samme dag, som betalingen foretages, men først indsætter dem på forretningens konto næste bankdag. Dermed sparer institutterne at skulle betale en dags rente på et indestående svarende til betalingens beløb. Ved betalinger med dankort i weekender hæves pengene først på kundens konto om mandagen og blev tidligere først indsat på forretningens konto om tirsdagen. Det betød, at pengeinstitutterne også her tjente en rentedag, svarende til en tabt renteindtægt for forretningerne. Efter fremrykningen af weekendens dankortbetalinger tjener institutterne ikke længere en rentedag på disse betalinger.	

begrænset omfang, idet virksomheder kun kan overføre mellem egne konti i forskellige pengeinstitutter. Moderniseringen indebærer, at virksomheder – og i princippet alle borgere – fremover kan gennemføre denne type overførsler til alle konti.

Kronos er et såkaldt realtidsbruttoafviklingssystem, RTGS-system. Denne type system er kendetegnet ved, at betalingerne udføres enkeltvis og øjeblikkeligt og anvendes derfor især til store tidskritiske betalinger. Kronos gør det muligt at foretage en overførsel, der modtages af en anden kunde med det samme i stedet for dagen efter, som hvis den afvikles i Sumclearingen. Kronos er åbent på alle danske bankdage kl. 7.00-15.30.

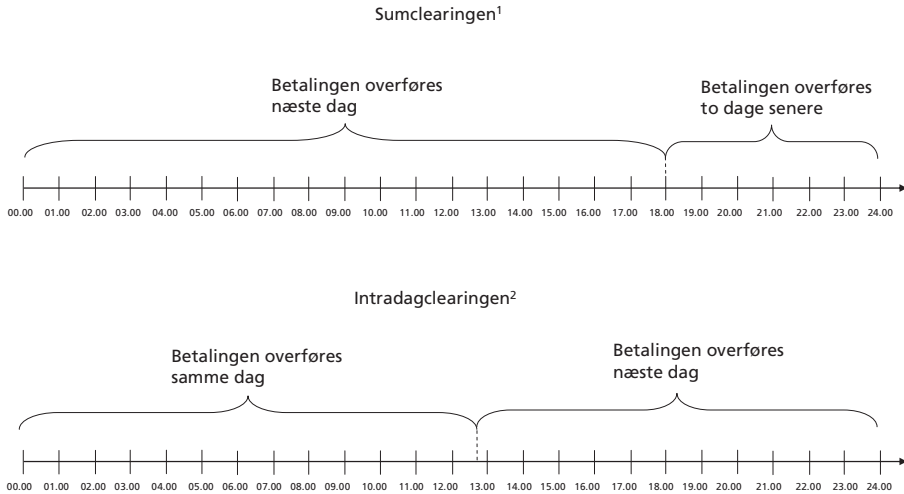
Pengeinstitutterne har besluttet, at den nye funktion skal gøres tilgængelig for overførsler over 1 mio. kr. I dag accepterer pengeinstitutterne normalt kun at foretage overførsler for kunder i Kronos for beløb over 5 mio. kr. Som følge af den høje beløbsstørrelse er denne del af moderniseringen primært rettet mod institutternes erhvervs-kunder.

Gennemførelse af overførsler samme dag

Det tredje element i moderniseringsprojektet er at indføre et nyt system til afvikling af betalinger, kaldet Intradagclearingen. Dette system vil gøre det muligt at gennemføre overførsler inden for samme dag. Det sker i praksis ved at indføre afviklinger i løbet af dagen som supplement til den nuværende natlige udveksling af beløb mellem pengeinstitutterne kl. 01.30 i Sumclearingen.

SAMMENLIGNING AF FORLØBET I SUMCLEARINGEN OG INTRADAGCLEARINGEN

Figur 1



Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Sumclearingen har i løbet af et døgn kun én afvikling kl. 01.30. Skæringstidspunktet for, at en overførsel indgår i afviklingen, afhænger af det enkelte pengeinstitut og ligger i tidsrummet kl. 18.00-21.00.

² Intradagclearingen består af en natlig afvikling, kl. 01.30, samt tre daglige afviklinger kl. 09.00, 12.00 og forventeligt kl. 14.00. Tidspunktet for den sidste afvikling er ikke endeligt fastlagt. Skæringstidspunktet for hver daglig afvikling ligger 1 time og 20 minutter forinden. Det betyder, at dagens seneste skæringstidspunkt for, at en overførsel gennemføres samme dag, forventes at ligge kl. 12.40.

Intradagclearingen vil have afvikling kl. 9.00, kl. 12.00 og et endnu ikke fastlagt tidspunkt om eftermiddagen, forventeligt kl. 14.00. Til hver afvikling gælder et skæringstidspunkt for, hvornår en overførsel senest skal foretages for at komme med i afviklingen. Alle overførsler, der foretages før skæringstidspunktet for den sidste afvikling, vil blive gennemført samme dag, jf. figur 1.

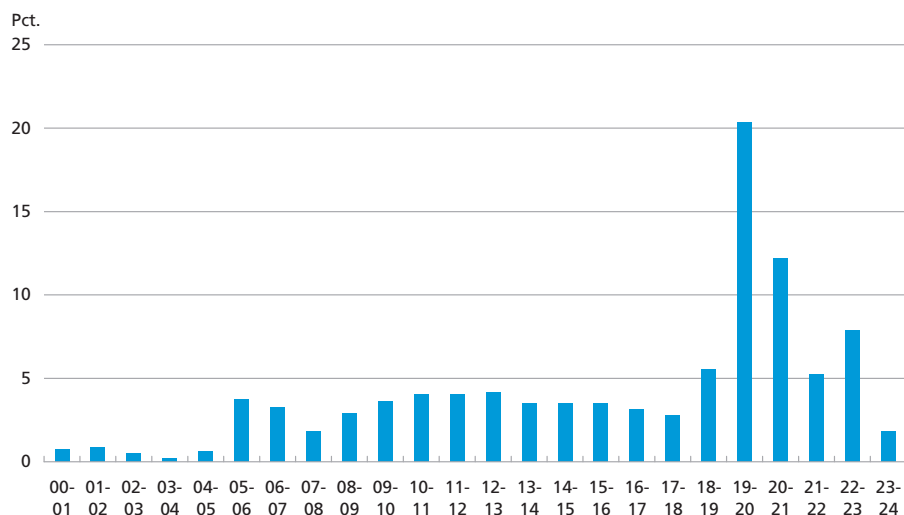
Derudover vil det nye system muliggøre hurtigere afvikling af det store antal overførsler, som borgere foretager om aftenen, jf. figur 2. Hovedparten af disse ligger efter skæringstidspunktet for den natlige afvikling og modtages derfor i dag først efter to dage. Med Intradagclearingen kan sene overførsler gennemføres i den følgende dags første afvikling og indsættes på modtagerens konto umiddelbart efter.

Med denne del af moderniseringsprojektet kommer den danske betalingsinfrastruktur til at ligne den, der kendes i bl.a. Norge og Sverige, der ligeledes er baseret på flere daglige afviklinger.

Intradagclearingen vil udover borgernes netbankoverførsler også håndtere fx offentlige overførsler og virksomheders lønudbetalinger. Betalingstyper som fx kortbetalinger og Betalingsservice, der fortsat håndteres i Sumclearingen, kan på længere sigt omlægges til Intradagclearingen, såfremt dette findes hensigtsmæssigt.

FORDELINGEN AF NETBANKOVERFØRSLER EFTER TIDSPUNKT

Figur 2



Anm.: Figuren viser fordelingen af private bankkunders netbankoverførsler efter tidspunkt for initieringen og er beregnet på baggrund af data fra oktober og november 2011.

Kilde: Finansrådet og Danmarks Nationalbank.

Omgående overførsel af betalinger

Det fjerde og sidste skridt i moderniseringen af den danske infrastruktur for betalinger består i at indføre et nyt system til afvikling af betalinger op til 500.000 kr. Dette system – i det følgende kaldet 24/7 – vil gøre det muligt at gennemføre overførsler omgående hele døgnet alle ugens dage.

Gennemførelsestiden for overførsler, der afvikles i dette system, vil blive omkring 10 sekunder, men kan i praksis blive endnu kortere. Dermed kommer det at foretage en betaling i høj grad til at minde om den oplevelse, som brugerne har, når de benytter sig af andre elektroniske meddelelsestjenester, såsom sms og e-mail.

Systemet vil tjene forskellige formål. Fx kan det tænkes at understøtte brugen af mobiltelefoner til overførsler mellem borgere. Her vil både betaler og modtager ofte værdsætte, at de omgående kan se, at beløbet hæves henholdsvis indsættes på deres respektive konti.

Et andet eksempel, hvor systemet kan være nyttigt, er ved køb af relativt dyre varer som biler, møbler, elektronik. Afhængig af det anvendte betalingsinstrument er sælger normalt kun garanteret betaling op til et vist beløb og vil derfor ofte sikre sig, at pengene modtages, før varen udleveres. Her vil 24/7 give mulighed for samtidig udveksling af varer og penge.

Med 24/7 vil denne del af den danske betalingsinfrastruktur komme til at minde om det britiske system, Faster Payments, der blev indført i 2008.

AFSLUTNING

Infrastrukturen for betalinger i Danmark vil efter moderniseringen være fuldt på højde med sammenlignelige lande. Især forbedres vilkårene for betalingsmodtagerne, der vil kunne råde over pengene tidligere og miste færre rentedage i forbindelse med betalinger. Derudover vil de udvidede muligheder for at foretage omgående overførsler være nyttige i situationer, hvor en sælger ikke ønsker at udlevere en vare, før der er sikkerhed for betalingen.

Den samlede plan for moderniseringen af den danske infrastruktur for betalinger vil også styrke forudsætningerne for en øget udbredelse og brug af nye betalingsløsninger, fx overførsler mellem borgere og andre betalinger ved hjælp af mobiltelefonen. Fordelene ved denne type løsninger er ofte betinget af, at det er muligt at flytte pengene fra betaler til modtager hurtigt, gerne omgående, hvormed det at foretage en elektronisk betaling kommer til at minde om at sende en sms eller en e-mail.

Ud over indretningen af betalingsinfrastrukturen kan der være andre forhold, der hindrer fremkomsten af nye betalingsløsninger, fx lovmæssige begrænsninger. Nationalbanken etablerede i begyndelsen af året et dansk betalingsråd, der som en af sine første opgaver har besluttet at se på de fremtidige betalingsløsninger i Danmark og eventuelle barrierer for udbredelsen af dem. Rådet har til dette formål nedsat en arbejdsgruppe, der forventes at offentliggøre sin rapport i 2013.

Aktuelle tendenser i færøsk økonomi

Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Færøsk økonomi er langsomt ved at komme sig efter det økonomiske tilbageslag, som ramte øerne i forbindelse med den internationale finanskrisen. Væksten i det nominelle bruttonationalprodukt, BNP, var i 2011 på et niveau lidt under forbrugerprisstigningerne¹.

Privatforbruget har været afdæmpet de seneste år, også mere end den aktuelle økonomiske situation ville tilsige. Husholdningerne har således reduceret deres gæld, og de lader til fortsat at være præget af stor usikkerhed. Det skal ses i lyset af, at Færøerne er en lille åben økonomi med fiskeri som hovederhverv. Indkomsterne er derfor svingende og afhænger af verdensmarkedsøkonomien, hvor statsgældskrisen i en række eurolande senest har bidraget til at øge usikkerheden.

I fiskeriet var der i 2011 en markant stigning i fangstværdien af makrel, hvilket til dels kompenserede for faldet i det mere traditionelle fiskeri. Sammen med fremgangen i havbrugene medvirkede det til, at eksporten steg i 2011. Importen steg dog mere, men der var stadig overskud på handelsbalancen. Denne tendens i udenrigshandlen er fortsat i 1. halvår 2012.

Der er fortsat underskud på de offentlige finanser, om end det er mindsket siden 2008. Lagtinget har et mål om, at landskassen skal være i balance i 2016. Den forventede fremgang i den økonomiske aktivitet vil bidrage hertil, men en række yderligere konsolideringstiltag vil være nødvendige. Des hurtigere de bliver implementeret, des højere troværdighed vil der være om målet.

ØKONOMISK AKTIVITET

Færøsk økonomi voksede i 2011 med 1,8 pct. målt nominelt ifølge det foreløbige nationalregnskab. Det skete efter en stigning på 7 pct. i 2010, hvor fiskepriserne udviklede sig gunstigt. Under krisen faldt det nomi-

¹ En konjunkturvurdering af færøsk økonomi er udfordret af, at det statistiske materiale er begrænset. Fx opgøres BNP kun nominelt, årligt og med betydelig forsinkelse. I stedet betragtes andre indikatorer såsom lønudbetalinger og beskæftigelse.

FAKTA OM FÆRØERNE

Folketal (primo 2012)	48.327
heraf i Tórshavn kommune	19.822
heraf 18-66	29.351
Antal lønmodtagere (årgennemsnit, 2011)	23.464
Ledighed (årgennemsnit, 2011)	1.846
Bruttonationalprodukt (mio. kr., 2011)	13.173
Pr. indbygger (1.000 kr.) ¹	271

Kilde: Hagstova Føroya.

¹ Til sammenligning var BNP pr. indbygger i Danmark 320.000 kr. i 2011.

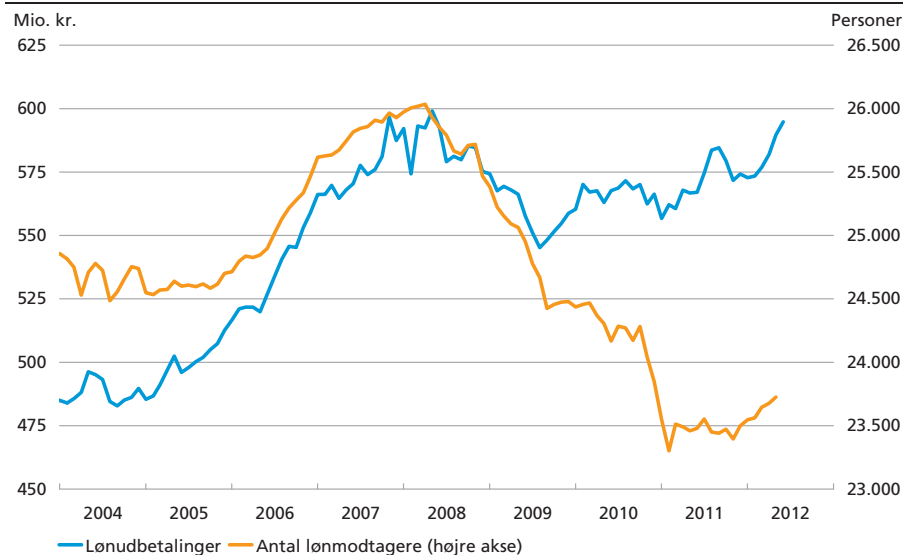
nelle BNP med 0,8 pct. i 2008 og 1,7 pct. i 2009. Færøerne blev dermed ramt mindre hårdt end de fleste andre vestlige økonomier.

Beskæftigelsen målt ved antallet af lønmodtagere steg i 1. halvår 2012. Det skete efter en stabilisering i 2011 på et niveau, der lå ca. 10 pct. under toppunktet i midten af 2008, jf. figur 1. Sammenlignet med 2010 var beskæftigelsen i 2011 3,3 pct. lavere. Det skyldtes til dels, at den største virksomhed på Færøerne, Faroe Seafood, gik konkurs i december 2010, og ca. 800 medarbejdere dermed mistede deres job. Siden er kun en mindre del af produktionen kommet i gang.

Fordelt på brancher er det også årsagen til det kraftige fald i beskæftigelsen i fiskeindustrien i 2011, jf. figur 2 (højre). Virksomhederne inden for fiskeopdræt øgede i 2011 antallet af ansatte, og denne fremgang er

LØNUDBETALINGER OG BESKÆFTIGELSE

Figur 1

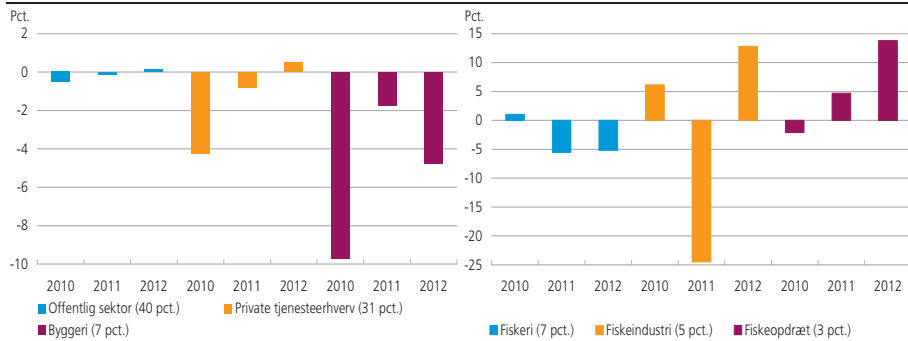


Anm.: Sæsonkorrigerede månedssdata. 3 måneders glidende gennemsnit for lønudbetalinger. Seneste observation er maj 2012 for antal lønmodtagere og juli 2012 for lønudbetalinger.

Kilde: Hagstova Føroya.

ÆNDRING I ANTAL LØNMODTAGERE I UDVALGTE SEKTORER

Figur 2



Anm.: Tal for 2012 viser ændringen for perioden januar-maj 2012 i forhold til samme periode i 2011. Tal i parentes i figurforklaringen angiver sektorens andel af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse i 2011.

Kilde: Hagstova Føroya.

fortsat i de første måneder af 2012. Fiskeopdræt beskæftiger dog kun en lille andel af lønmodtagerne, så det har kun begrænset effekt på den samlede beskæftigelse.

Antallet af offentligt ansatte er mindsket marginalt de seneste par år. Det samlede antal lønmodtagere er imidlertid faldet mere, og den offentlige beskæftigelse som andel af det samlede antal lønmodtagere er derfor steget til over 40 pct. i begyndelsen af 2012.

I de private tjenesteerhverv faldt antallet af beskæftigede lønmodtagere yderligere i 2011, om end mindre end i året før. I de første måneder af 2012 var der imidlertid en beskeden fremgang i forhold til samme periode sidste år. Det var specielt den finansielle sektor, handel og reparation samt serviceydelser til erhverv, der var årsag til tilbagegangen i 2011. I modsat retning trak søtransport, der fortsatte sin fremgang i begyndelsen af 2012.

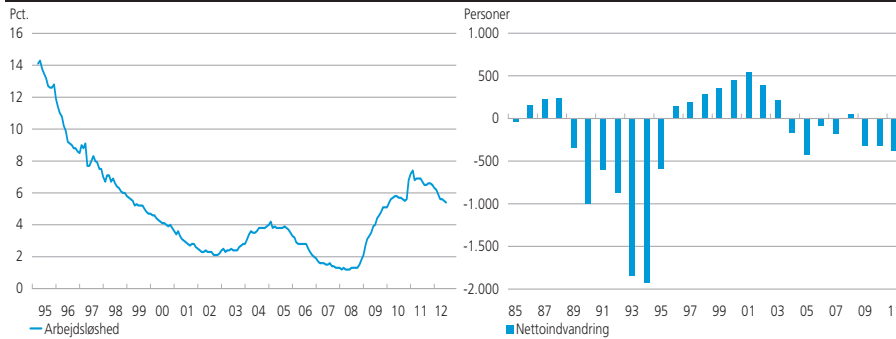
Byggeriet var stadig i tilbagegang i 2011 målt på antallet af lønmodtagere. Nedgangen var dog noget mindre end i de foregående år, men ud fra de første fem måneder af 2012 ser der endnu ikke ud til at have fundet en vending sted. Antallet af lønmodtagere er nu på samme niveau som i 2003, dvs. før højkonjunktoren med kraftigt stigende boligpriser satte ind på Færøerne.

Det faldende antal lønmodtagere er kun i begrænset omfang slået igennem på ledigheden, der i juli 2012 udgjorde 5,4 pct. af arbejdsstyrken, jf. figur 3 (venstre). Det skyldes nettoudvandring i de seneste år, som dog har været langt mere afdæmpet end i 1. halvdel af 1990'erne, jf. figur 3 (højre). Dertil er antallet af personer, der har bopæl på Færøerne, men som arbejder i udlandet, også steget.

Inflationen var i 2. kvartal 2012 2,2 pct. målt ved forbrugerprisindekset. Den har dermed stabiliseret sig på et niveau lidt over 2 pct. efter at

ARBEJDSLØSHED OG NETTOINDVANDRING

Figur 3



Anm.: Sæsonkorrigerede månedssdata for arbejdsløshedsprocenten.
 Kilde: Hagstova Føroya.

være steget siden lavpunktet i 3. kvartal 2009. Prisstigningerne afspejler hovedsageligt højere oliepriser. Det slog bl.a. igennem i indekset for energi og varme, som i 2. kvartal steg 10,1 pct. år til år.

Fiskeri og havbrug

Fisk stod i 2011 for ca. en sjettedel af den samlede bruttoværditilvækst på Færøerne og godt 95 pct. af vareeksporten. Færøsk økonomi er således meget afhængig af udviklingen i fiskerierhvervene og havbrugene.

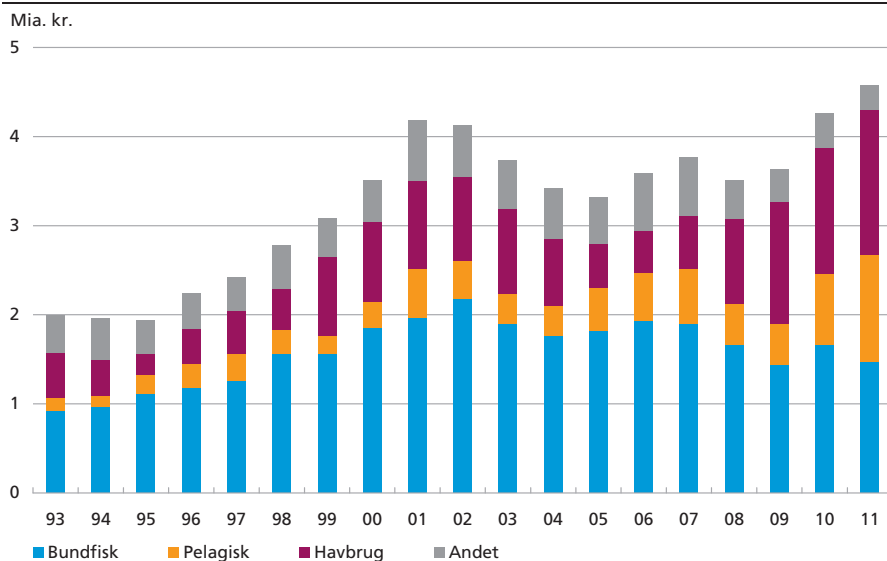
Fangsterne og priserne kan svinge meget over tid. Sårbarheden heroverfor er dog mindsket ved, at indtjeningen er spredt på flere forskellige slags fisk. I de senere år er det traditionelle lokale bundfiskeri efter torsk, kuller og sej gået tilbage, men det er blevet mere end kompenseret af, at opdræt og lokalt pelagisk fiskeri¹ af især makrel har været i fremgang, jf. figur 4. Også inden for de enkelte slags fiskeri er der en tendens til, at fangstværdierne af en art kan gå tilbage, men at en anden så går frem. Færøerne har desuden indgået aftaler med en række andre lande om at bytte fiskerettigheder. Således har færøske fiskere også fangster i bl.a. grønlandsk, russisk og chilensk farvand, hvilket gør økonomien mindre sårbar over for en evt. lavere bestand af fisk i færøsk farvand.

Færøerne har fastsat sin egen makrelkvote for 2012 til knap 150.000 tons. Det skete efter resultatløse forhandlinger mellem Færøerne, EU, Island og Norge om kvotefordelingen af den fælles makrelbestand. Færøerne og Island har været utilfredse med den hidtidige fordeling, da makrellen har ændret vandningsmønster ind i deres fangstområder. De øvrige lande har også fastsat deres egne kvoter, og den samlede kvote for makrel overstiger det niveau, som det internationale råd for havudnyttelse, ICES, vurderer, er bæredygtigt.

¹ Pelagisk fisk lever i åbent vand og modsat bundfisk ikke på eller tæt ved bunden.

VÆRDI AF FISKEEKSPORT

Figur 4



Anm.: Pelagisk fisk inkluderer bl.a. makrel, sild, hvilling og lodde. Bundfisk inkluderer bl.a. torsk, sej og kuller. Havbrug inkluderer laks og ørred. Andet indeholder bl.a. skaldyr.

Kilde: Hagstova Føroya.

Den fastsatte kvote på Færøerne for 2012 er omtrent på niveau med 2011, hvor der heller ikke blev opnået enighed. I 2011 eksporterede Færøerne makrel for 733 mio. kr., svarende til 5,6 pct. af BNP. Det var godt 410 mio. kr. mere end i 2010.

Uenigheden om makrelkvoten har betydet, at der ikke er indgået nye fiskeriaftaler om andre fiskearter med Norge og EU. Det har påvirket indtjeningen negativt i dele af det øvrige færøske fiskeri, men den øgede indtægt som følge af den højere makrelkvote har dog klart domineret.

Som konsekvens af uenigheden om makrelkvoten har færøske skibe fået landingsforbud af makrel i norske havne. For at imødegå det er der på Færøerne investeret i at øge indfrysningsskapaciteten af bl.a. makrel.

Havbrugene har i perioden 2009-11 haft tre ekstraordinært gode år. Det skyldtes særdeles gunstige priser efter et fald i det globale udbud af laks. I takt med, at den globale produktion atter er steget, er priserne faldet. De er dog fortsat noget højere end produktionsomkostningerne.

Mængden af slagtede fisk i havbrugene var i 2011 knap 50.000 tons. Det vurderes at være tæt på det kapacitetsniveau, der er muligt, hvis man skal forebygge sygdomsepidemier som dem, der ramte færøsk lakseproduktion i første halvdel af 2000'erne. Der foregår dog forsøg med havbrug i åbent farvand omkring Færøerne og ikke blot i fjordene. Hvis det viser sig at være økonomisk rentabelt, vil det kunne udvide produktionskapaciteten markant.

Dele af det færøske fiskeri lider under et strukturelt problem i form af overkapacitet med deraf følgende dårlig indtjening for ejerne. Det vanskeliggør investeringer, der ellers ville være optimale på længere sigt. Visse dele af flåden er derfor gammel og ineffektiv og binder en større beskæftigelse, end det ellers ville have været nødvendigt. Subsidierna til erhvervet er dog blevet udfaset de senere år, hvilket er med til at sikre, at fiskere ikke kun holdes i erhvervet på grund af støtte fra landskassen.

I 2018 bliver alle fiskelicenser på Færøerne i princippet inddraget og kan derfor efter en politisk beslutning blive reallokeret. Erhvervet fremhæver, at det giver usikkerhed og gør det mindre attraktivt at investere, når det kun potentielt kan give et afkast efter 2018. Ekstern finansiering bliver af samme grund også sværere. Usikkerheden medvirker dermed til at udskyde en ellers nødvendig tilpasning i erhvervet.

Et økonomisk presset fiskerierhverv kan også give øget pres for højere kvoter. Derved øges indtjeningen i hvert fald på kortere sigt. Det kan imidlertid gå ud over bæredygtigheden og dermed presse indtjeningen yderligere på længere sigt.

Udenrigshandel

Overskuddet på handelsbalancen i 2011 opgjort ekskl. skibe og fly var 222 mio. kr. svarende til 1,7 pct. af BNP.

Målt i værdi steg eksporten ekskl. skibe og fly med knap 7 pct. fra 2010 til 2011, jf. tabel 1. Det dækker over en markant fremgang i eksportværdien af makrel og laks, der mere end opvejer faldet fra de traditionelle fisk, såsom kuller, torsk og sej.

Importværdien ekskl. skibe og fly steg knap 11 pct. fra 2010 til 2011. Det skyldes især, at oliepriserne er steget, jf. figur 5. Brændstof udgør en stor del af den færøske import, da fiskeflåden er meget energiintensiv, og en stor del af opvarmningen sker ved hjælp af olie. Importen af maskiner har også løftet sig siden midten af 2010, mens importen af varer til husholdningernes forbrug har ligget stort set fladt siden udgangen af

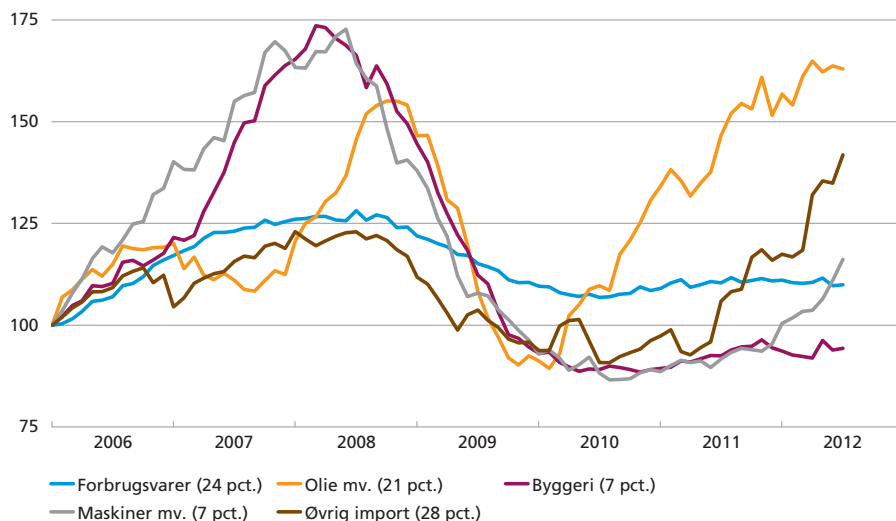
HANDELS- OG BETALINGSBALANCE			Tabel 1
Mio. kr.	2009	2010	2011
Eksport	4.105	4.697	5.401
Eksport ekskl. skibe og fly	3.879	4.480	4.772
Import	4.211	4.370	5.273
Import ekskl. skibe og fly	3.717	4.116	4.550
Handelsbalance	-106	327	128
Handelsbalance ekskl. skibe og fly	162	364	222
Betalingsbalance	-128	761	n.a.

Kilde: Hagstova Føroya.

VÆRDI AF IMPORT EKSKL. SKIBE OG FLY FORDELT PÅ UNDERKOMPONENTER

Figur 5

Indeks, primo 2006 = 100



Anm.: Sum af seneste 12 måneder omregnet til indeks. Seneste observation er juni 2011 - juni 2012. "Øvrig import" er samlet import ekskl. forbrugsvarer, olie mv., varer til byggeri, maskiner, fly og skibe. Tal i parentes angiver andel af samlet import i 2011.

Kilde: Hagstova Føroya.

2009. Restgruppen øvrig import er også steget, hvilket dækker over øget import hos havbrugene og de øvrige erhverv bortset fra byggeriet.

De foreløbige opgørelser viser, at den stigende tendens for både eksport og import ekskl. fly og skibe er fortsat i 1. halvår 2012.

Finansiell sektor

De færøske bankers udlån til både private og erhverv er fortsat med at falde gennem 2011 og begyndelsen af 2012. Udlånet til private henholdsvis erhverv lå sæsonkorrigeret ved udgangen af juni 2012 19 og 35 pct. lavere, end da det toppede i 2008.

Udviklingen i bankernes udlån skal ses i sammenhæng med en lempelig kreditgivning frem til krisen, og at efterspørgslen efter lån typisk følger den økonomiske aktivitet. En del af faldet i bankudlånet til private kan desuden henføres til, at der er sket en vis omlægning til danske realkreditlån, der formidles og garanteres af de færøske banker.

Offentlige finanser

For fjerde år i træk var der i 2011 underskud på de offentlige finanser, jf. tabel 2. Underskuddet var 401 mio. kr. svarende til godt 3 pct. af BNP. Landskassen og arbejdsløshedskassen havde underskud, mens kommunerne og de offentlige pensionsfonde, som er i opbygningsfasen, havde overskud.

OFFENTLIG SEKTORS FINANSIELLE OVERSKUD					Tabel 2
Mio. kr.	2008	2009	2010	2011	Skøn for 2012
Landskassen	-330 ¹	-688	-581	-312	-365
Kommuner	-347	-141	30	35	-73
Arbejdsløshedskasse	56	22	-112	-189	-75
Offentlige pensionsfonde	98	120	94	65	71
Offentlig saldo	-523	-688	-569	-401	-442

Kilde: Landsbanki Føroya og ALS (den færøske arbejdsløshedskasse).

¹ Dertil 300 mio. kr. i lån til Island.

Landskassens underskud på 312 mio. kr. i 2011 var en forbedring på knap 270 mio. kr. i forhold til året før. Det skyldtes specielt øgede indtægter, bl.a. fordi en del af makrelkvoten blev solgt på auktioner, og der blev indført en resurseafgift på en del af makrelfangsten. Det gav i alt knap 90 mio. kr. Et flertal i Lagtinget er enige om fremadrettet at pålægge afgifter på makrelfangsten.

Bloktilskuddet vil fra i år følge pris- og lønudviklingen. Det sker efter, at det har været fastfrosset på 615,5 mio. kr. siden 2002. Det betyder, at det i år forhøjes med 8,6 mio. kr., jf. tabel 3.

Lagtinget vedtog i 2010, at landskassens saldo skal være i balance fra 2016. Den forventede økonomiske fremgang vil bidrage hertil, men vil ikke være tilstrækkelig. Det er derfor nødvendigt med flere stramninger. Det skal ses i sammenhæng med, at udgangspunktet for de offentlige finanser er forholdsvis dårligt, da der i årene op til det økonomiske tilbageslag blev ført en lempelig finanspolitik. Det inkluderede bl.a. skattelettelser, stigende offentligt forbrug og øget investeringsomfang. En række konsolideringsplaner er blevet annonceret, herunder en stram

LANDSKASSENS FINANSER					Tabel 3
Mio. kr.	2008	2009	2010	2011	Finanslov 2012
Skatter og afgifter mv.	3.458	3.234	3.489	3.705	3.770
Andre indtægter	63	42	40	112	31
Bloktilskud	616	616	616	616	624
Indtægter i alt	4.137	3.892	4.145	4.433	4.425
Driftsudgifter	4.251	4.366	4.500	4.541	4.436
Anlægsudgifter	232	184	169	150	266
Renteudgifter, netto	-16	31	57	65	88
Udgifter i alt	4.467	4.581	4.726	4.756	4.790
Saldo	-330	-688	-581	-312	-365
Landskassens bruttogæld, ultimo	3.590	3.905	5.034	5.624	5.829

Kilde: Figgjarmálaráðið (Landsstyreområdet for finansanliggender), Landsbanki Føroya og Rigsombudsmanden på Færøerne.

styring af de offentlige udgifter. Kun en mindre del af planerne er imidlertid blevet vedtaget og implementeret. Det kan svække troværdigheden om, at det vil lykkes at opnå balance i 2016.

Med virkning fra 2012 er landsskatten ifølge beregninger fra Landsstyreområdet for finansanliggender lempet med i alt 265 mio. kr., svarende til ca. 2 pct. af BNP. Det sker på baggrund af et underskud i landskassen på 2,4 pct. af BNP i 2011.

Hovedelementerne i skattereformen er, at bundfradraget for landsskatten er mere end fordoblet til 65.000 kr., og at marginals-katten er reduceret for langt størstedelen af skatteyderne. Det er sket ved at forhøje grænserne for, hvornår progressionen i skattesystemet sætter ind. For indkomst mellem 65.000 kr. og 500.000 kr. betales 20 pct. i landsskat, for indkomst i intervallet 5-800.000 kr. betales 25 pct., og for indkomst derover betales 30 pct. Dertil betales kommuneskat, hvor systemet ikke er ændret. Bundfradraget for kommuneskatten er således uændret 30.000 kr. og den gennemsnitlige skatteprocent lidt over 21. Skatte-loftet er fortsat 50 pct.

Kun en mindre del af skattelettelserne ventes at vende tilbage i form af øgede indtægter fra højere forbrug og aktivitet. Skattereformen har alligevel kun begrænset umiddelbar virkning på den offentlige saldo, da beskatning af pensionsopsparring fremrykkes. Dermed beskattes pensionsopsparring ved indbetaling i stedet for ved udbetaling. Det mindsker de fremtidige skatteindtægter og øger samtidig presset på holdbarheden af de offentlige finanser.

Den obligatoriske færøske arbejdsløshedskasse har kørt med store underskud de seneste år. Egenkapitalen var dermed ultimo 2011 reduceret til 412 mio. kr. Da kassen over tid økonomisk skal hvile i sig selv, besluttede bestyrelsen at styrke kapitalgrundlaget ved at hæve indbetalingerne og reducere udbetalingerne med virkning fra 2012. Kompensationsgraden blev derfor mindsket fra 80 til 75 pct. af arbejdsindkomsten det foregående år, og den maksimale dagpengesats pr. måned blev reduceret med 2.500 kr. til 17.500 kr. Der blev desuden indført ti karensgage. Dagpengeperioden er fortsat tre år.

Økonomiske udsigter

De kommende år ventes færøsk økonomi at være præget af moderat vækst. Fiskeriet er meget afhængigt af de globale konjunkturer, som i høj grad bestemmer fiskepriserne. Den internationale økonomiske uro spiller derfor også ind på udsigterne for færøsk økonomi. Det er desuden endnu ikke klart, hvilke konsolideringstiltag der vil blive foretaget for at rette op på landskassens underskud. Begge dele er med til at øge usikkerheden.

Usikkerheden smitter af på husholdningerne, som er forsigtige. Hvis deres tillid forbedres, er der imidlertid potentiale for højere forbrug og dermed vækst baseret på øget indenlandsk efterspørgsel. Skatteomlægningen har øget husholdningernes disponible indkomst, hvoraf en del må forventes at blive omsat til merforbrug. De seneste tal for forbrugsafgifterne indikerer da også et løft i privatforbruget.

Fangstmængderne og fiskepriserne, der begge kan svinge betydeligt over tid, har afgørende betydning for indkomsterne. Det er dog et grundvilkår i en økonomi med så stor afhængighed af fiskeri. Økonomien nyder i øjeblikket godt af, at havbrug klarer sig godt, og at Færøerne har øget sin fangst af makrel. Det dominerer også over, at indtjeningen har været presset af de høje oliepriser. For at sikre en fornuftig indtjening på længere sigt er det vigtigt, at der tages hensyn til bæredygtigheden.

Hvis fiskeriet skal bidrage med større værditilvækst over tid, er det nødvendigt med højere produktivitet. I forbindelse med en mulig reallokering af fiskelicenser i 2018, er det derfor vigtigt, at kvoterne besiddes af de mest produktive fiskere. Erhvervet nævner, at det vil være en fordel med en snarlig afklaring, så der er tid til at tilpasse sig de nye regler.

Pressemeddelelser

DEN 5. JULI 2012: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 6. juli 2012 nedsættes Nationalbankens udlånsrente, renten på indskudsbeviser og diskontoen med 0,25 procentpoint. Foliorenten er uændret.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat de pengepolitiske renter med 0,25 procentpoint.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrente: 0,20 pct.

Rente på indskudsbeviser: -0,20 pct.

Foliorente: 0,0 pct.

Diskonto: 0,0 pct.

I forbindelse med indførelsen af negativ rente på indskudsbeviser opjusteres de pengepolitiske modparters foliorammer. De nye foliorammer fremgår af Nationalbankens hjemmeside: www.nationalbanken.dk under "Regelsæt – Penge og valutakurspolitik".

DEN 4. SEPTEMBER 2012: NATIONALBANKDIREKTØR NILS BERNSTEIN UDTALER I ANLEDNING AF FINANSRÅDETS REDEGØRELSE OM CIBOR:

"Det er tilfredsstillende, at Finansrådet foreslår forbedringsinitiativer, som kan bidrage til at imødegå nogle af de uhensigtsmæssigheder, der er ved den nuværende ordning.

Når Nationalbanken i efteråret 2010 besluttede at trække sig fra Cibor-samarbejdet, skyldtes det kombinationen af to forhold. For det første udviklede forskellen mellem den usikrede og den sikrede rente i Danmark og den tilsvarende renteforskel i euroområdet fra medio 2009 sig forskelligt og på en måde, Nationalbanken ikke fandt velbegrundet i situationen. For det andet var der et meget ringe handelsomfang af usikrede lån bankerne imellem, hvilket betød, at det ikke var muligt for Nationalbanken at verificere Cibor-stillelsen på grundlag af faktiske handler.

Essensen i Finansrådets redegørelse er, at den større renteforskel i Danmark afspejler en række konkrete forhold, som de er kommet til udtryk ved angivelse af, hvad der i et marked i givet fald ville være blevet lagt vægt på ved udlån til en meget kreditværdig bank. National-

banken kan ikke afvise denne forklaring, men deler ikke opfattelsen af, hvad de nævnte forhold burde medføre.

Det udelukker selvsagt ikke, at de pågældende kvoteringer er afgivet i bedste overbevisning og i den forstand er retvisende for, hvad det pågældende stiller-institut ville have i rente for at låne ud til en "prime bank", hvis der havde været tale om faktiske udlån.

Finansrådet mener at kunne finde støtte til Cibor-fastsættelsen i en økonometrisk analyse udarbejdet af Nationalbanken i Kvartalsoversigten, 2. kvartal 2011, Del 2. Hertil bemærkes, at denne analyse, jf. figur 4.5 på side 104, netop viser et uforklaret element i spændet i perioden 2009 til 2010, jf. i øvrigt også side 106, hvor det siges: "Forkortes perioden til begyndelsen af 2009, ligger det estimerede pengemarkeds-spænd i 2009 og 2010 generelt lavere end det faktisk observerede spænd." "

DEN 12. SEPTEMBER 2012: I ANLEDNING AF EUROPA-KOMMISSIONENS FORSLAG OM EN FÆLLES TILSYNSMEKANISME UDTALER NATIONALBANKDIREKTØR NILS BERNSTEIN

Der er tale om et vigtigt forslag, som overordnet set giver god mening i en verden med grænseoverskridende bankvirksomhed.

Efter min bedømmelse kommer forslaget først og fremmest nu som følge af planerne om at kapitalisere de spanske banker direkte fra Den Europæiske Stabiliseringsfond. En betingelse for, at dette kan ske, er et europæisk tilsyn med de banker, der modtager kapitalindsud.

Forslaget har langt videre perspektiver og sigter mod hele den europæiske banksektor. Det er uvist, om der i Europa på nuværende tidspunkt er tilslutning til dette meget vidtgående skridt, hvorefter tilsyn med banker, herunder adgangen til at give og fratage banklicens, overføres til ECB.

Konstruktionen retter sig først og fremmest mod euro-landene, men med adgang for ude-landene til at tilslutte sig. Hvis konstruktionen etableres, kan den meget vel medføre en styrkelse af tilliden til euro-landenes banksektor, som kan gøre det vanskeligt for Danmark at stå udenfor. Med det perspektiv er det vigtigt, at vi fra dansk side engagerer os konstruktivt i forhandlingerne om forslaget med sigte på etablering af en sund og effektiv konstruktion og ligebehandling af de deltagende lande.

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 13. september 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 AKTIEKURSIDEK

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
2011 8 apr	1,30	0,95	0,85	1,00	1,25	aug 11 ...	1,36	2,35	4,88	359,41
8 jul	1,55	1,20	1,10	1,25	1,50	sep 11 ...	0,97	2,06	4,15	350,34
26 aug	1,55	1,10	1,00	1,25	1,50	okt 11 ...	1,15	2,33	4,26	362,77
16 sep	1,55	1,00	0,90	1,25	1,50	nov 11 ...	1,10	2,04	4,21	385,19
4 nov	1,20	0,65	0,55	1,00	1,25	dec 11 ...	0,62	1,58	3,94	389,95
9 dec	0,80	0,40	0,30	0,75	1,00	jan 12 ...	0,60	1,75	4,01	408,53
16 dec	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	feb 12 ...	0,75	1,78	3,98	453,77
2012 25 maj	0,60	0,20	0,15	0,75	1,00	mar 12 ...	0,75	1,82	3,96	444,71
1 jun	0,45	0,05	0,00	0,25	1,00	apr 12 ...	0,77	1,63	4,00	458,75
6 jul	0,20	-0,20	0,00	0,00	0,75	maj 12 ...	0,40	1,08	3,96	432,26
	|	|	|	|	|	jun 12 ...	0,15	1,46	3,71	446,04
	|	|	|	|	|	jul 12 ...	-0,01	1,09	3,57	484,14
13 sep	0,20	-0,20	0,00	0,00	0,75	aug 12 ...	-0,25	1,11	3,51	490,06

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
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
mar	12	483,0	60,7	214,3	165,9	17,2	23,2	159,9
apr	12	482,0	61,7	208,5	166,2	16,2	20,0	162,4
maj	12	502,4	63,3	217,7	180,1	13,8	20,0	173,9
jun	12	511,6	63,4	215,1	188,1	18,8	22,2	184,7
jul	12	514,4	63,8	194,3	157,7	66,9	19,1	205,5
aug	12	514,4	63,2	213,8	151,1	55,2	19,5	186,7

**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.	Likviditetspåvirkning	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
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	-0,2	3,2	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
mar 12	34,1	-11,6	45,8	0,0	-1,2	-1,2	0,1	4,5	49,2	159,9
apr 12	24,4	19,2	5,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,1	-2,1	2,6	162,4
maj 12	4,4	22,1	-17,7	29,6	-0,5	29,1	0,5	-0,4	11,5	173,9
jun 12	11,5	5,5	6,0	7,3	-0,1	7,2	-0,6	-0,5	10,8	184,7
jul 12	39,3	17,7	21,6	0,0	2,1	2,1	0,6	-3,6	20,8	205,5
aug 12	-10,4	9,0	-19,5	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	-18,8	186,7

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

		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.			
Ultimo		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
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	1.449,1	1.798,2	-281,8
feb 12		6.434,9	146,0	3.667,9	74,7	87,0	1.488,7	1.812,4	-242,8
mar 12		6.380,7	147,5	3.688,0	57,8	85,9	1.414,4	1.818,7	-282,2
apr 12		6.374,7	148,5	3.704,5	55,5	86,3	1.449,7	1.818,9	-263,6
maj 12		6.705,5	149,5	3.695,3	58,4	86,1	1.465,5	1.829,7	-268,1
jun 12		6.585,2	151,7	3.713,6	40,2	94,4	1.465,9	1.815,4	-244,5
jul 12		6.581,7	152,4	3.690,7	42,1	96,7	1.458,9	1.819,7	-337,8
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	...	...
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	3,5	6,0	...	...
feb 12	...	2,1	0,5	63,0	-8,5	2,5	8,2	...	...
mar 12	...	1,1	0,4	25,2	-8,3	-2,3	8,4	...	...
apr 12	...	2,1	1,2	12,2	-6,3	-0,9	8,1	...	...
maj 12	...	4,1	1,6	-0,3	-2,3	0,0	6,9	...	...
jun 12	...	2,9	1,8	-33,0	8,0	0,5	5,9	...	...
jul 12	...	2,6	1,6	-27,1	10,9	-0,3	5,2	...	...

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
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	726,7	778,1	147,0	19,5	944,5	63,2	286,4	1.294,4
feb 12	51,5	722,1	773,6	146,0	20,7	940,2	52,9	295,9	1.289,3
mar 12	52,2	717,6	769,9	135,1	20,6	925,6	56,1	344,2	1.326,1
apr 12	53,5	748,0	801,5	135,5	21,2	958,2	62,8	301,1	1.322,3
maj 12	54,0	755,3	809,2	137,8	21,3	968,4	61,9	282,7	1.313,2
jun 12	53,7	760,9	814,6	135,0	21,4	971,0	61,5	287,2	1.319,9
jul 12	53,4	777,1	830,5	131,8	21,7	984,0	60,7	274,7	1.319,6
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
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	...	...	-2,1	...	...	-0,9	...	...	14,6
feb 12	...	...	-2,7	...	...	-1,5	...	...	14,0
mar 12	...	...	-1,3	...	...	-1,6	...	...	15,5
apr 12	...	...	-0,6	...	...	-0,3	...	...	19,4
maj 12	...	...	0,1	...	...	0,1	...	...	17,1
jun 12	...	...	3,5	...	...	2,7	...	...	18,3
jul 12	...	...	3,6	...	...	1,9	...	...	14,0

¹ Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

		Balance- sum	Aktiver					Passiver	
			Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån	
				I alt	Heraf:				
					Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo		Mia. kr.							
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
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		4.237,3	762,8	1.258,4	553,8	427,1	1.169,4	1.051,2	1.491,8
feb 12		4.241,5	801,9	1.244,0	550,7	427,7	1.144,2	1.091,2	1.437,5
mar 12		4.288,8	843,4	1.262,6	558,4	433,6	1.192,9	1.192,8	1.436,5
apr 12		4.246,7	800,8	1.277,3	547,6	441,3	1.138,9	1.096,9	1.451,3
maj 12		4.534,0	808,2	1.263,0	542,6	431,6	1.155,2	1.148,7	1.452,6
jun 12		4.448,2	881,6	1.272,9	552,6	438,2	1.161,7	1.237,1	1.500,4
jul 12		4.491,5	884,8	1.247,4	544,0	422,9	1.151,6	1.161,1	1.504,9
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	
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	0,1	1,1	
feb 12	...	-3,6	-2,8	-1,4	-11,9	0,8	8,8	-1,9	
mar 12	...	5,9	-2,9	-1,2	-10,1	5,3	19,7	-0,4	
apr 12	...	10,0	-0,7	-2,2	-7,8	1,0	21,5	0,5	
maj 12	...	9,2	0,4	-2,4	-6,6	3,8	38,1	-2,9	
jun 12	...	20,6	0,0	-2,1	-5,4	2,7	30,3	2,7	
jul 12	...	22,4	-0,5	-2,9	-5,9	0,4	23,8	0,8	

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

		Balance- sum	Aktiver				Passiver		
			Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.	
				I alt	Heraf:				
					Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo			Mia. kr.						
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
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
feb 12		3.471,1	573,0	2.402,8	1.781,5	559,5	374,2	591,6	2.697,5
mar 12		3.733,1	674,0	2.407,9	1.782,3	561,8	535,0	644,9	2.890,4
apr 12		3.397,1	553,6	2.408,6	1.783,2	562,3	321,7	578,2	2.641,0
maj 12		3.440,9	548,4	2.414,3	1.787,5	564,0	354,6	580,0	2.685,8
jun 12		3.611,2	630,3	2.424,9	1.795,1	565,8	434,6	628,5	2.772,2
jul 12		3.557,0	616,2	2.427,0	1.797,1	566,5	382,4	630,6	2.735,3
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	
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	
feb 12	...	25,9	2,3	1,9	4,6	19,7	12,6	8,5	
mar 12	...	32,2	2,3	1,9	4,2	15,0	14,6	9,7	
apr 12	...	22,6	2,2	1,8	4,3	8,2	14,1	6,4	
maj 12	...	20,9	2,2	1,9	3,9	16,0	12,6	7,3	
jun 12	...	24,0	2,5	2,3	4,0	47,0	18,9	10,5	
jul 12	...	27,9	2,5	2,3	3,9	27,1	18,8	8,7	

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
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	3.674,1	2.331,5	1.253,3	1.276,0	553,8	682,9	2.398,1	1.777,8	570,4
feb 12	3.664,4	2.332,2	1.246,1	1.261,6	550,7	674,2	2.402,8	1.781,5	571,9
mar 12	3.688,1	2.340,7	1.258,6	1.280,2	558,4	683,9	2.407,9	1.782,3	574,7
apr 12	3.693,6	2.330,8	1.274,1	1.285,0	547,6	698,7	2.408,6	1.783,2	575,4
maj 12	3.685,0	2.330,1	1.264,5	1.270,8	542,6	688,0	2.414,3	1.787,5	576,5
jun 12	3.705,5	2.347,7	1.265,3	1.280,6	552,6	686,8	2.424,9	1.795,1	578,5
jul 12	3.682,2	2.341,1	1.248,1	1.255,1	544,0	668,9	2.427,0	1.797,1	579,3
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
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	-0,5	-3,3	-1,3	-4,5	2,2	1,8	4,8
feb 12	0,4	1,1	0,0	-2,9	-1,4	-3,7	2,3	1,9	4,7
mar 12	0,4	1,2	-0,4	-3,0	-1,2	-4,0	2,3	1,9	4,4
apr 12	0,9	0,8	1,5	-1,5	-2,2	-0,8	2,2	1,8	4,6
maj 12	1,3	0,8	2,4	-0,4	-2,4	1,1	2,2	1,9	4,0
jun 12	1,4	1,2	2,3	-0,8	-2,1	0,8	2,5	2,3	4,0
jul 12	1,1	1,1	2,0	-1,4	-2,9	0,3	2,5	2,3	4,0

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
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	604,4	1.735,0	1.253,8	2.399,5	212,6	781,6
feb	12	60,3	602,0	1.742,1	1.252,1	2.404,4	211,9	784,6
mar	12	60,5	588,1	1.760,6	1.259,0	2.409,2	210,5	786,8
apr	12	60,7	583,7	1.765,6	1.275,0	2.410,1	208,9	789,5
maj	12	60,6	585,7	1.770,3	1.275,8	2.416,5	208,2	792,8
jun	12	58,9	587,0	1.781,1	1.276,4	2.427,0	208,1	798,3
jul	12	58,8	589,0	1.781,3	1.273,7	2.429,1	206,8	800,1

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
1. kv. 12	4,0	6,0	4,7	1,0	0,9	1,2	0,6	0,6
2. kv. 12	4,0	6,1	4,7	1,0	0,9	1,1	0,5	0,5
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
feb 12	4,0	6,1	4,8	1,0	0,9	1,2	0,6	0,7
mar 12	4,1	6,1	4,8	1,0	0,9	1,2	0,6	0,6
apr 12	4,1	6,3	4,9	1,1	0,9	1,2	0,5	0,5
maj 12	4,0	6,1	4,7	1,0	0,9	1,2	0,5	0,6
jun 12	3,8	5,9	4,5	0,9	0,8	1,1	0,5	0,5
jul 12	3,7	5,8	4,4	0,7	0,8	1,1	0,4	0,3

NATIONALBANKENS UDLÅNSUNDERSØGELSE

Tabel 11

	Ændring i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik			
	Erhvervsudlån		Udlån til private	
	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal
	Nettotal			
1. 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
1. kv. 12	-5,6	-2,1	-25,0	-0,2
2. kv. 12	-15,3	-0,3	-16,1	-14,7

Anm.: Et negativt (positivt) tal viser, at kreditpolitikken er strammet (lempet), så det er blevet sværere (lettere) at opnå lån. Nettotallet er institutternes vurdering af ændringerne fra kvartal til kvartal, og det angiver derfor ikke udviklingen i absolutte niveauer. For en mere detaljeret gennemgang se Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Nationalbankens udlånsundersøgelse - Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2009.

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 12

Ultimo		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		865,4	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		1.424,5	872,5	356,1	300,0	682,5	316,4	25,6
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		1.424,5	872,5	356,1	300,0	682,5	316,4	25,6
jan 12		1.486,5	893,5	395,4	309,4	704,3	329,9	26,7
feb 12		1.511,8	902,8	409,9	314,5	714,8	333,7	27,3
mar 12		1.512,6	896,3	396,8	313,1	717,2	331,5	27,2
apr 12		1.531,1	910,8	392,3	317,3	711,2	346,7	27,7
maj 12		1.539,8	947,0	359,3	315,1	712,1	344,4	27,7
jun 12		1.548,5	916,3	393,2	318,8	713,6	346,4	29,2
jul 12		1.609,2	945,0	409,0	329,5	748,1	359,0	30,6

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	3.547,8	639,0	515,5	261,4	2.835,6	361,7	646,4	471,9
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	3.547,8	639,0	515,5	261,4	2.835,6	361,7	646,4	471,9
jan 12	2.952,4	650,6	517,6	255,8	2.243,8	379,4	658,3	489,6
feb 12	3.053,1	621,7	529,8	257,0	2.332,0	351,6	709,6	544,4
mar 12	3.243,6	600,7	519,7	236,2	2.543,5	351,0	695,3	535,4
apr 12	2.975,3	629,4	530,8	244,4	2.264,7	371,9	697,4	548,6
maj 12	3.049,5	658,4	557,1	273,9	2.314,7	371,5	651,9	528,1
jun 12	3.092,9	698,5	516,9	289,7	2.399,2	395,8	655,9	541,2
jul 12	3.056,9	707,2	527,5	312,8	2.357,1	383,3	697,3	589,1

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.							
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	1.300	2.127	4.542	2.652	1.890	4.542
2011	938	139	1.104	2.379	4.561	2.725	1.835	4.560
1. kv. 11	936	150	1.270	2.117	4.474	2.632	1.841	4.473
2. kv. 11	933	147	1.266	2.150	4.497	2.666	1.831	4.497
3. kv. 11	927	142	1.101	2.330	4.500	2.695	1.805	4.500
4. kv. 11	938	139	1.104	2.379	4.561	2.725	1.835	4.560
1. kv. 12	940	130	1.196	2.409	4.675	2.732	1.944	4.676

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.								
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	1.100	124	2.779	4.003	1.920	142	3.905	-1.965	4.002
2011	1.217	115	2.407	3.739	1.854	154	3.230	-1.500	3.739
1. kv. 11	1.074	135	2.711	3.920	1.824	158	3.844	-1.906	3.920
2. kv. 11	1.063	130	2.728	3.921	1.870	150	3.761	-1.860	3.920
3. kv. 11	1.120	121	2.413	3.654	1.850	154	3.238	-1.589	3.653
4. kv. 11	1.217	115	2.407	3.739	1.854	154	3.230	-1.500	3.739
1. kv. 12	1.193	126	2.647	3.966	1.851	175	3.550	-1.611	3.966

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	49,3	47,4	96,7	50,1	-31,4	115,4
aug 10 - jul 11	50,1	50,0	100,0	45,5	-30,5	115,0
aug 11 - jul 12	43,6	49,0	92,6	54,4	-33,9	113,1
jul 11	3,8	3,0	6,8	5,5	-2,6	9,7
aug 11	4,3	5,1	9,4	4,8	-2,5	11,7
sep 11	3,9	5,2	9,1	5,0	-2,6	11,5
okt 11	2,6	4,5	7,1	3,2	-2,5	7,7
nov 11	4,8	4,6	9,4	3,5	-2,6	10,3
dec 11	2,1	4,3	6,4	3,8	-2,2	8,0
jan 12	1,6	2,9	4,5	4,7	-4,1	5,1
feb 12	2,9	3,0	5,9	4,3	-3,9	6,2
mar 12	3,1	2,0	5,0	0,1	-3,8	1,3
apr 12	2,9	4,4	7,3	4,8	-2,4	9,6
maj 12	4,0	3,5	7,5	7,4	-2,4	12,5
jun 12	5,2	5,6	10,8	7,1	-2,3	15,6
jul 12	6,2	4,0	10,2	5,8	-2,6	13,4

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Fordrings- erhver- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
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	119,7	-126,8	79,3	12,1	-48,8	17,0	56,1
aug 10 - jul 11	119,3	-46,2	4,9	-14,7	14,0	-41,8	35,6
aug 11 - jul 12	113,8	-90,1	44,8	-113,4	35,0	48,9	39,1
jul 11	13,4	-8,5	-3,4	-34,1	28,0	0,6	-0,4
aug 11	11,7	2,3	4,2	37,3	-17,4	-18,4	19,8
sep 11	11,5	-37,0	31,8	33,7	-41,7	14,4	12,8
okt 11	7,8	-4,5	7,7	-19,6	28,3	-20,0	-0,3
nov 11	10,4	-11,0	2,1	-59,9	2,5	32,6	-23,4
dec 11	8,1	3,6	-7,2	-27,5	22,1	12,9	12,1
jan 12	5,2	-7,3	-3,2	-40,7	41,3	4,7	0,0
feb 12	6,3	-16,6	-2,2	7,4	-45,0	57,2	7,2
mar 12	1,4	2,3	-5,3	-6,4	17,2	-22,8	-13,6
apr 12	9,7	-0,7	-4,7	19,5	-54,2	28,9	-1,5
maj 12	12,6	-21,2	4,4	-43,9	75,6	-7,3	20,2
jun 12	15,7	10,8	7,3	-23,3	17,0	-20,0	7,4
jul 12	13,5	-10,7	9,8	9,9	-10,8	-13,3	-1,6

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	
	Mia. kr.					
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	65,8	-72,9	-12,4	36,7	-5,0	12,1
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	-19,5	-14,6	3,5	-4,6	7,7	-27,5
jan 12	3,9	2,5	0,5	-34,9	-12,8	-40,7
feb 12	-6,4	-18,1	7,8	22,0	2,2	7,4
mar 12	-15,8	10,7	5,8	-6,3	-0,8	-6,4
apr 12	2,1	8,5	-6,7	12,2	3,4	19,5
maj 12	25,4	-46,4	3,5	-10,8	-15,5	-43,9
jun 12	41,8	-48,9	0,1	-14,6	-1,7	-23,3
jul 12	6,3	2,1	0,1	1,3	0,0	9,9

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

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

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 19

	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia. kr.									
Aktiver										
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	1.032	39	45	990	33	432	4.542
2011	931	461	699	1.005	92	47	932	35	492	4.694
1. kv. 11	835	402	740	1.021	11	47	961	33	454	4.505
2. kv. 11	858	438	730	979	23	50	913	32	459	4.482
3. kv. 11	896	456	661	952	109	47	955	32	497	4.605
4. kv. 11	931	461	699	1.005	92	47	932	35	492	4.694
1. kv. 12	964	454	755	1.032	92	48	992	34	487	4.857
Passiver										
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	519	1.445	•	40	1.538	41	5	4.365
2011	538	299	452	1.445	•	43	1.432	44	5	4.257
1. kv. 11	483	278	532	1.477	•	39	1.465	41	3	4.319
2. kv. 11	494	299	487	1.491	•	41	1.366	42	2	4.223
3. kv. 11	529	296	403	1.506	•	39	1.383	43	3	4.203
4. kv. 11	538	299	452	1.445	•	43	1.432	44	5	4.257
1. kv. 12	542	295	532	1.425	•	42	1.503	45	2	4.386
Nettoaktiver										
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	345	112	216	-413	39	5	-547	-8	428	177
2011	393	162	247	-440	92	5	-500	-9	487	437
1. kv. 11	351	124	208	-456	11	9	-504	-9	452	186
2. kv. 11	363	139	242	-512	23	9	-453	-10	457	259
3. kv. 11	366	160	258	-554	109	8	-428	-11	494	403
4. kv. 11	393	162	247	-440	92	5	-500	-9	487	437
1. kv. 12	422	159	222	-393	92	6	-511	-11	485	471

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	1.782,5	865,3	509,5	308,4	2,8	1.686,0	959,0	862,5
2. kv. 11	449,5	216,6	128,5	78,9	3,1	427,1	237,8	215,4
3. kv. 11	442,8	211,1	126,3	78,1	2,2	417,7	243,8	218,7
4. kv. 11	456,1	225,9	129,1	81,7	-4,7	432,0	244,4	220,3
1. kv. 12	440,3	218,6	126,4	77,5	2,4	424,8	238,2	222,7
2. kv. 12	454,2	220,0	129,5	79,4	0,3	429,2	252,7	227,7

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	0,8	-0,8	-1,3	0,2	...	-0,4	7,0	5,2
2. kv. 11	1,5	0,0	-0,7	-0,3	...	-0,3	7,8	4,4
3. kv. 11	-0,1	-1,3	-1,6	0,5	...	-0,3	5,6	6,2
4. kv. 11	0,1	-0,8	-1,7	0,2	...	-1,3	4,7	2,3
1. kv. 12	0,3	0,6	-0,9	9,7	...	1,8	-0,3	2,6
2. kv. 12	-0,9	-0,8	-1,1	-0,9	...	-1,3	2,5	1,9

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

2. kv. 11	0,7	0,2	0,7	5,6	...	1,4	-0,4	1,5
3. kv. 11	-0,3	-1,2	-1,2	1,0	...	-0,7	0,5	1,1
4. kv. 11	-0,3	1,2	-0,5	-1,0	...	-0,3	0,1	-1,2
1. kv. 12	0,3	0,4	0,2	3,5	...	1,3	-0,6	1,2
2. kv. 12	-0,5	-0,9	0,3	-4,2	...	-1,2	2,5	0,8

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
1. kv. 12	2,8	5,3	5,5	1,7	2,8	1,9	1,5	1,4	1,9	1,2
2. kv. 12	2,2	1,6	5,1	1,6	2,7	2,5	1,4	1,0	0,5	1,2

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
	Brutto ¹	Netto	Industri ² 2005=100	Detail- handel 2005=100						
2007	3,7	2,8	107,0	105,7	1.392	162.481	7,5	5	9	20
2008	2,7	1,9	106,7	103,3	2.840	150.663	-7,7	-7	-16	3
2009	4,9	3,6	88,2	99,4	4.140	112.249	-5,0	-14	-44	-13
2010	6,3	4,4	90,6	97,9	5.222	153.614	1,8	3	-35	4
2011	6,2	4,2	94,9	95,6	5.025	169.794	-1,9	4	-20	4
Sæsonkorrigeret										
aug 11	6,2	4,2	94,3	94,9	423	12.492	-3,4	5	-21	0
sep 11	6,2	4,2	94,4	94,8	449	13.794	-4,1	0	-17	-3
okt 11	6,2	4,2	94,1	94,9	420	12.377	-5,6	0	-17	-9
nov 11	6,2	4,2	95,2	94,8	462	15.026	-8,1	3	-19	-5
dec 11	6,1	4,1	95,6	94,9	462	15.341	-6,4	6	-23	0
jan 12	6,1	4,1	94,8	94,2	401	12.873	-7,7	4	-21	-1
feb 12	6,2	4,2	95,3	93,7	466	14.176	-4,0	8	-21	-3
mar 12	6,2	4,3	94,6	94,2	479	13.685	1,7	2	-13	-8
apr 12	6,2	4,4	94,9	93,3	411	12.073	-2,1	3	-16	-7
maj 12	6,2	4,5	94,4	93,5	416	16.634	-2,5	-1	-21	-6
jun 12	6,3	4,6	93,3	93,3	440	13.955	-2,2	1	-22	-9
jul 12	6,3	4,7	97,3	93,1	446	16.354	-1,6	5	-24	-6
aug 12	...	...	...	...	447	13.489	-1,4	0	-20	-7

¹ Inklusive aktiverede.² Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 23

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2007	2.903	2.061	151,4	152,1	137,9	104,8
2008	2.952	2.114	158,1	158,5	142,6	100,1
2009	2.882	2.024	162,9	163,1	145,2	88,1
2010	2.817	1.948	166,6	167,4	149,1	90,5
2011	2.806	1.949	169,6	171,3	152,7	88,0
Sæsonkorrigeret						
2. kv. 11	2.808	1.949	169,3	170,8	152,2	90,2
3. kv. 11	2.808	1.954	169,8	171,9	153,2	87,5
4. kv. 11	2.801	1.950	170,9	173,1	153,9	84,7
1. kv. 12	2.799	1.950	171,6	173,5	154,9	84,0
2. kv. 12	2.797	1.949	171,9	174,2	156,1	...
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	3,4	-4,5
2009	-2,4	-4,3	3,0	2,9	1,8	-12,0
2010	-2,3	-3,7	2,3	2,6	2,7	2,8
2011	-0,4	0,1	1,8	2,3	2,4	-2,8
2. kv. 11	-0,5	-0,2	1,9	2,2	2,5	-0,9
3. kv. 11	-0,3	0,4	1,6	2,3	2,5	-4,2
4. kv. 11	-0,3	0,2	1,9	2,5	2,4	-6,8
1. kv. 12	-0,3	0,3	1,8	2,0	2,3	-6,0
2. kv. 12	-0,4	0,0	1,6	2,0	2,5	...

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
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
mar 12	743,54	563,27	891,03	83,66	98,74	616,49	6,8302
apr 12	743,93	565,01	905,33	83,89	98,28	618,75	6,9535
maj 12	743,37	580,21	924,26	82,79	98,26	618,86	7,2792
jun 12	743,26	593,16	922,65	83,81	98,61	618,83	7,4813
jul 12	743,84	605,39	943,74	87,06	99,74	619,32	7,6655
aug 12	744,54	600,49	943,87	89,92	101,66	619,88	7,6309

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 25

Gennemsnit		Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
			Danmark	Udlandet			
		1980=100					
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
aug 11		104,2	276,0	259,1	111,3	...	112,6
sep 11		103,4	276,9	259,8	111,0	116,2	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	116,1	114,4
jan 12		101,4	278,0	260,6	109,4	...	113,4
feb 12		101,7	281,5	262,1	110,3	...	114,1
mar 12		101,9	282,8	263,4	110,5	114,3	115,5
apr 12		101,7	282,8	264,2	109,9	...	116,0
maj 12		101,1	282,8	263,9	109,7	...	115,9
jun 12		100,5	282,4	263,5	109,1	113,4	115,8
jul 12		99,3	282,4	...	...	...	115,1
aug 12		98,9	...	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.							
2007		1,6	1,7	2,3	0,9	2,4	2,2
2008		2,5	3,4	3,4	2,6	3,5	3,3
2009		1,9	1,3	0,2	3,4	3,4	0,3
2010		-3,6	2,3	1,7	-2,8	-3,5	1,6
2011		-0,3	2,8	2,7	-0,5	-0,5	2,7
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	-0,1	2,7
jan 12		-1,1	2,8	2,5	-0,3	...	2,7
feb 12		-1,1	2,8	2,5	-0,3	...	2,7
mar 12		-1,8	2,7	2,4	-0,8	-1,1	2,7
apr 12		-2,9	2,3	2,2	-2,0	...	2,6
maj 12		-3,0	2,1	2,0	-1,9	...	2,4
jun 12		-3,8	2,2	1,9	-2,4	-2,8	2,4
jul 12		-4,6	2,3	...	...	...	2,4
aug 12		-5,1	...	...	...	...	...

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.