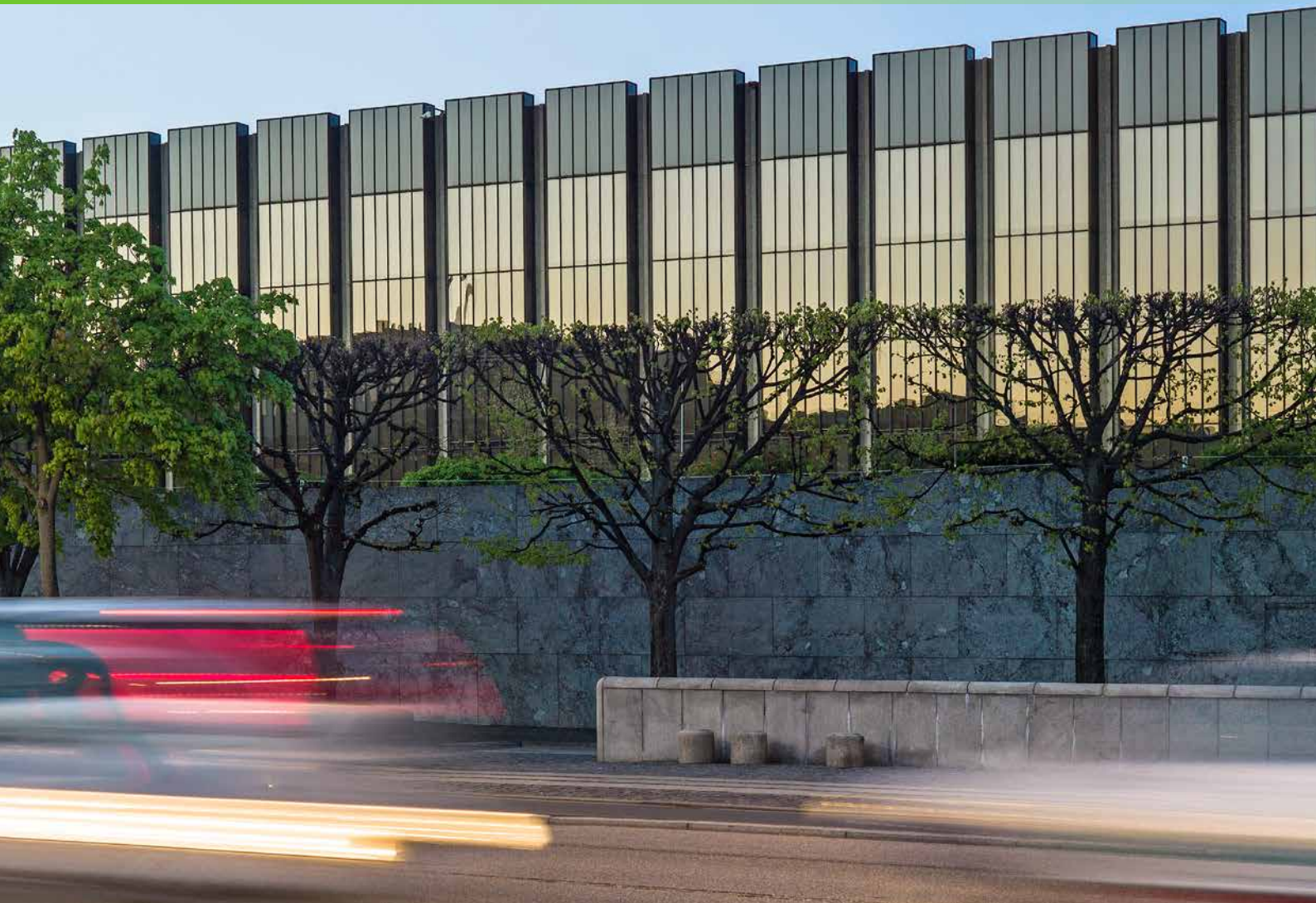


DANMARKS
NATIONALBANK

**KVARTALSOVERSIGT
1. KVARTAL**

2015



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
KVARTALSOVERSIGT
1. KVARTAL
2015

KVARTALSOVERSIGT

1. KVARTAL 2015

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 11. marts 2015.

Information om publikationen kan fås 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

ISSN (Online) 1398-3857

INDHOLD

7 AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

39 KRONEN UNDER PRES I JANUAR-FEBRUAR 2015

ARTIKLER

51 FALDENDE OLIE- OG FORBRUGERPRISER

Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj, Økonomisk Afdeling

Forbrugerpriserne er faldet over det seneste år. Det skyldes ikke mindst, at prisen på råolie blev halveret fra sommeren 2014 til januar 2015. I januar var det samlede forbrugerprisindeks således lavere end et år tidligere. En negativ årsstigningstakt i forbrugerprisindekset er dog ikke det samme som deflation. Begrebet deflation er i stedet berettiget til at beskrive en periode med generelle og vedvarende prisfald. I den aktuelle situation er der ikke udsigt til, at forbrugerpriserne fortsætter med at falde, og lønstigningerne er desuden positive. Der er således ikke tale om deflation. Den direkte effekt af olieprisfaldet på forbrugerprisernes stigningstakt er midlertidig, hvis ikke olieprisen falder yderligere. Derfor er den egentlige risiko for en uønsket prisudvikling, at det store prisfald spreder sig til andre varer og tjenester via løndannelsen. Det kan forstærke det umiddelbare prisfald og i sidste ende risikere at udløse en negativ selvforstærkende løn-pris-spiral. Risikoen for, at det sker, er fortsat begrænset.

67 SÆRBEHANDLING AF STATSOBLIGATIONER I

DEN FINANSIELLE REGULERING

Brian Liltoft Andreasen, Morten Niels Haastrup,
Thorsten Meyer Larsen og Lindis Oma, Kapitalmarkedsafdelingen

I den finansielle regulering behandles statsobligationer i flere sammenhænge, som om de er risikofrie. Reguleringen påvirker bankernes adfærd, og hvis der ikke tages højde for risiciene ved bestemte aktiver, kan det forvride bankernes investeringsbeslutninger. Reguleringen kan således give bankerne et incitament til at investere uforholdsmæssigt meget i statsobligationer. Særbehandlingen af statsobligationer gør sig gældende ved opgørelsen af risikovægte, i reguleringen af store eksponeringer og i den nye likviditetsregulering. Nationalbanken finder det positivt, at man internationalt genovervejer, hvordan statseksponeringer skal behandles i den finansielle regulering.

Anders Tofthøj Andersen, Betalingsformidlingsafdelingen og
Tommy Meng Gladov, Administrationsafdelingen

I november 2014 blev det muligt for borgere og virksomheder i Danmark at overføre penge på få sekunder. Overførslerne kaldes straksoverførsler og kan foretages via netbank, mobilbank, Swipp eller MobilePay. Der foretages i gennemsnit omkring 130.000 straksoverførsler om dagen. En betydelig del af brugen kan tilskrives betalinger via Mobilepay og Swipp, der alle gennemføres som straksoverførsler. Muligheden for straksoverførsler er udviklet i et samarbejde mellem den finansielle sektor og Nationalbanken og er det sidste tiltag i en større modernisering af den danske betalingsinfrastruktur. Artiklen beskriver de første erfaringer med brugen af straksoverførsler og giver en kort gennemgang af systemet bag straksoverførsler, herunder hvordan endelighed for overførslerne er sikret.

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Aktiviteten i den globale økonomi tager gradvist til. Et opsving er i gang i USA og Storbritannien, hvor væksten i den indenlandske efterspørgsel især er stærk. I euroområdet og Japan er fremgangen mere moderat. Aktiviteten i de avancerede økonomier understøttes af, at energipriserne er lave, og renterne er lave og faldende. I euroområdet og Japan stimuleres fremgangen også af, at valutakurserne er svækket, og i euroområdet under ét ventes finanspolitikken omtrent neutral i 2015. Samlet set ventes væksten i den globale økonomi at tiltage i de kommende år.

Den Europæiske Centralbank, ECB, besluttede i januar at lempe pengepolitikken yderligere. ECB har således udvidet det eksisterende opkøbsprogram markant og er fra marts begyndt at opkøbe bl.a. statsobligationer for i alt 60 mia. euro om måneden. Opkøbene vil som udgangspunkt finde sted frem til og med september 2016.

I januar fjernede den schweiziske centralbank endvidere minimumskursen for schweizerfranc over for euro. Annonceringen førte til, at schweizerfrancen blev markant styrket umiddelbart derefter. Der opstod i forlængelse heraf i januar et opadrettet pres på den danske krone. Nationalbanken foretog opkøb af udenlandsk valuta og nedsatte i januar og begyndelsen af februar indskudsbevisrenten fire gange, hvorved den nåede ned på -0,75 pct. Så lav en pengepolitisk rente er aldrig set tidligere herhjemme.

Det meget lave renteniveau, faldet i olieprisen siden sidste sommer samt svækkelsen af den effektive kronekurs danner en væsentlig del af

baggrunden for et løft i væksten i bruttonationalproduktet, BNP, i år og de kommende år. BNP herhjemme ventes i år at stige 2,0 pct., og væksten fastholdes på dette niveau i 2016 og 2017. Prognosen afspejler dermed en fortsættelse og styrkelse af det opsving, som allerede har været i gang i nogen tid. Den skønnede fremgang i økonomien er stærk nok til, at produktionsgabets, der ved udgangen af 2014 var omkring -2 pct. af BNP, lukkes i løbet af de næste par år.

Forbrugerpriserne lå i februar 2015 på samme niveau som året før. Den væsentligste årsag til den afdæmpede prisudvikling er et markant fald i olieprisen siden i sommer. Der er dog ikke udsigt til deflation, da kerneinflationen er positiv, ligesom lønstigningerne er positive og svagt opadgående.

Finanspolitikken skal afstemmes med de stærke ekspansive kræfter, der er for øjeblikket. En økonomi, der er inde i et opsving med et negativt produktionsgab, som gradvis lukkes, kræver en finanspolitik, som føres tilbage på et neutralt niveau. Det vil sige, at den strukturelle saldo, der ligger tæt på den nedre grænse i budgetloven på -0,5 pct. af BNP, bør bringes nær balance i løbet af de næste par år. Hertil kommer, at de senere års strukturreformer, herunder reformer af dagpenge- og pensionssystemet, gerne skulle udmøntes i en støt fremgang i arbejdsstyrken, da der ellers hurtigt opstår mangel på arbejdskraft.

Boligmarkedet er i fremgang, men der er en risiko for, at en længere periode med meget lave renter sætter gang i en usund udvikling med selvforstærkende prisstigninger på ejerboliger. Fraværet af tilstrækkelige automatiske stabilisatorer på boligmarkedet er et problem. En styrkelse af

den makroøkonomiske stabilitet og dæmpning af udsvingene på boligmarkedet sker mest effektivt ved en retablering af forbindelsen mellem ejendomsværdi og ejendomsbeskatning, således som det var tilfældet før 2002. En sådan retablering kan ikke vente til 2020.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

Aktiviteten i den globale økonomi tager gradvist til. Blandt de avancerede økonomier er væksten især stærk i USA og Storbritannien, mens den er mere moderat i euroområdet og Japan. Blandt vækstøkonomierne har Kina stadig en høj vækst, som dog er aftagende.

I euroområdet voksede BNP med 0,3 pct. i 4. kvartal 2014, jf. figur 1 (venstre). Der var fremgang i de fleste eurolande, og bl.a. Tyskland og Spanien viste gode takter med en vækst på 0,7 pct. I Frankrig og Italien var udviklingen i BNP omtrent flad. Purchasing Managers' Index, PMI, som giver en god indikation af den økonomiske udvikling, peger på, at BNP vil fortsætte med at vokse i 1. kvartal 2015.

Både i USA og i Storbritannien aftog væksten lidt i 4. kvartal. I USA steg BNP med 0,5 pct. efter en vækst på over 1 pct. i de to foregående kvartaler, jf. figur 1 (højre). I begge lande drives

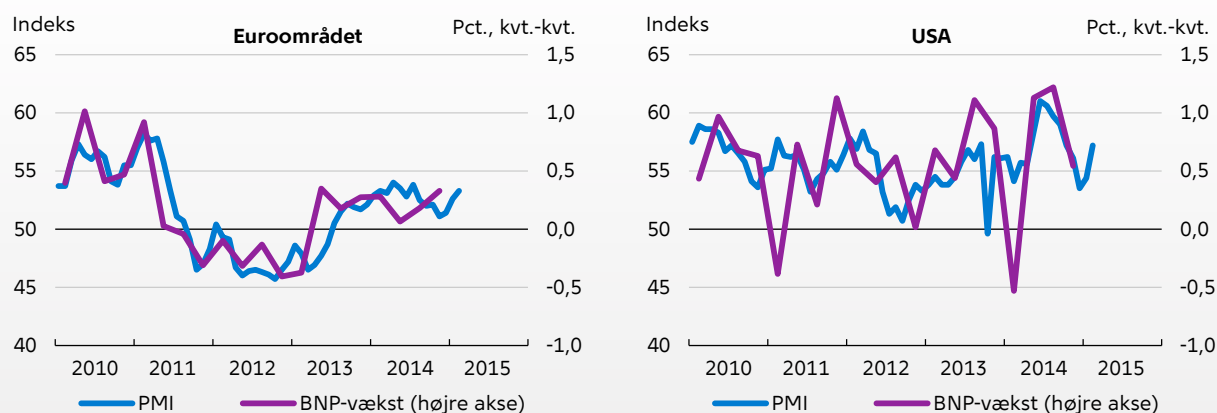
fremgangen især af en stærk indenlandsk efterspørgsel. PMI-indikatoren for USA indikerer fortsat robust vækst. I Japan steg BNP med 0,4 pct. i 4. kvartal efter at være gået tilbage i de to foregående kvartaler.

Aktiviteten i den internationale økonomi understøttes samlet set af, at olieprisen er faldet med ca. 50 pct., siden den toppede med over 110 dollar pr. tønde i juni 2014, jf. figur 2 (venstre). Der er dog store forskelle på effekterne af prisfaldet på tværs af lande. En lavere oliepris giver et tab for olieproducenterne, som bl.a. består af Rusland, Norge og OPEC-landene (Organization of the Petroleum Exporting Countries). Til gengæld er den en gevinst for olieforbrugerne, herunder de avancerede økonomier, der får forbedret bytteforholdet og højere disponible realindkomster. Produktionsomkostningerne bliver også lavere, hvilket giver en konkurrencefordel til lande, hvor energiintensiteten i produktionen er høj, herunder Kina. For euroområdet udgør besparelsen på nettoimporten af olie lidt under 1 pct. af BNP, jf. figur 2 (højre). Besparelsen ville have været lidt større, hvis man fraregner, at euroen samtidig er blevet svækket over for dollar.

Ud over en lavere oliepris understøttes fremgangen i de avancerede økonomier af, at renterne er lave og er faldet, og at valutakurserne for bl.a. euroområdet og Japan er svækkede. Dertil kommer, at hastigheden af den finanspolitiske konsolidering er aftaget markant, og i euroområdet under ét ventes finanspolitikken omtrent neutral i

PMI og BNP-vækst i euroområdet (venstre) og USA (højre)

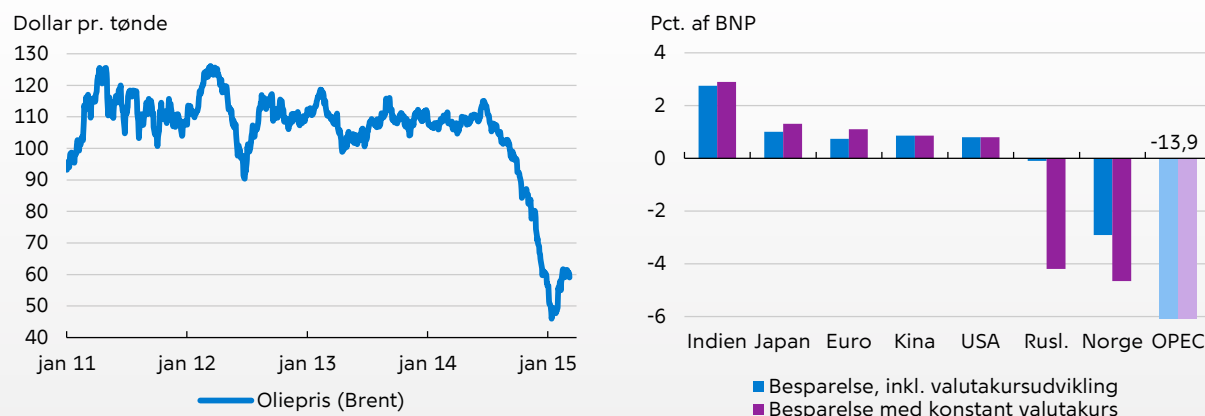
Figur 1



Anm.: Der er vist samlet PMI for service- og industrisektoren (composite output). En værdi over (under) 50 indikerer positiv (negativ) vækst.
Kilde: Reuters EcoWin og Thomson Reuters Datastream.

Oliepris (venstre) og besparelse på nettoimporten af olie (højre)

Figur 2



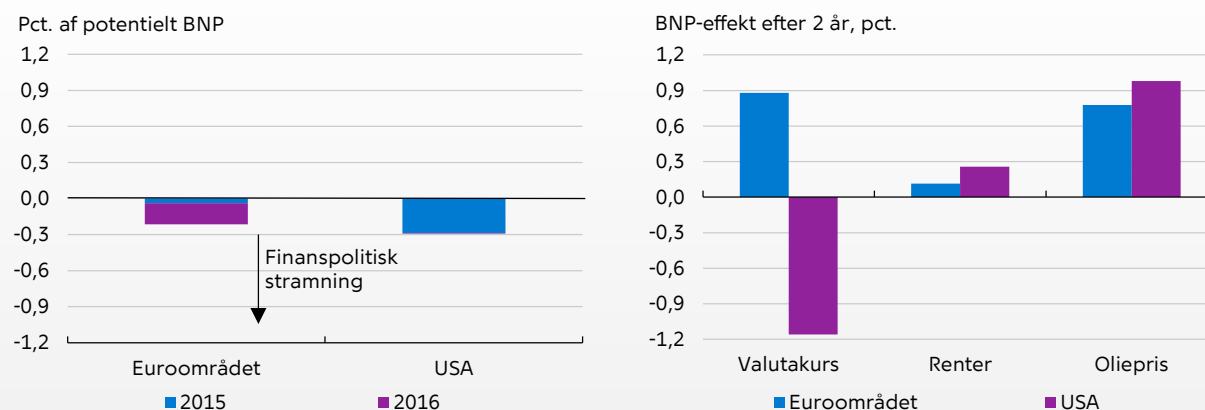
Anm.: Højre figur: Der er antaget et fald i olieprisen fra 110 til 60 dollar pr. tønde. Den mængdemæssige nettoimport/-eksport er fastholdt. For nettoimporten af olie er data for USA fra 2013, for Kina, Indien, Rusland og OPEC er data fra 2010 og for de øvrige lande er data fra 2012. Tal for BNP er fra 2014. Valutakurser er fra den 1. juli 2014 og den 10. marts 2015.
Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

2015, jf. figur 3 (venstre). I det omfang ændringerne i oliepris, valutakurs og renter siden midten af 2014 er permanente og slår fuldt igennem, udgør de en betydelig stimulans for især væksten i euroområdet, jf. figur 3 (højre). For USA vil styrkelsen af dollaren derimod delvist opveje de positive effekter fra en lav oliepris og lave renter. Styrkelsen af dollar i forhold til euro afspejler især, at konjunktursituationen og renteniveauet er forskelligt i de to økonomier.

I euroområdet skyldes de lave og faldende renter samt svækkelsen af euroen bl.a., at ECB den 22. januar annoncerede, at det eksisterende opkøbsprogram ville blive udvidet markant, jf. boks 1. ECB vil fra marts opkøbe bl.a. statsobligationer for i alt 60 mia. euro om måneden. Tiltaget var delvist forventet. Derfor faldt renterne, og euroen blev svækket, allerede inden opkøbsprogrammet blev annonceret.

Finanspolitiske stramninger (venstre) og impulser fra valutakurs, renter og oliepris (højre)

Figur 3



Anm.: Venstre figur: Finanspolitiske stramninger er målt ved ændringen i den primære strukturelle saldo i forhold til året før. Der er ganget med minus 1. Højre figur: Baseret på elasticiteter fra ECB, IMF og OECD. Der er taget udgangspunkt i ændringen i olieprisen, valutakurserne og renter på 10-årige statsobligationer fra juni 2014 til februar 2015. Renten er faldet mest i euroområdet, men renteelasticiteten er højere for USA. Alle stød antages at være permanente. Effekterne kan ikke summeres direkte, idet der kan være overlap og ikke-lineariteter.
Kilde: Thomson Reuters Datastream, ECB, IMF, OECD og egne beregninger.

Den 22. januar annoncerede ECB en udvidelse af det eksisterende opkøbsprogram. ECB begrundede beslutningen med, at både inflationen og inflationsforventningerne var faldet, og at risikoen for en prisstigningstakt under målsætningen i en længere periode var øget. Målet med programmet er ifølge ECB at reducere markedsrenterne og forbedre adgangen til kredit for husholdninger og virksomheder. Det vil understøtte investeringer og forbrug og i sidste instans bidrage til, at inflationen igen nærmer sig 2 pct.

ECB begyndte i marts at købe bl.a. statsobligationer med en løbetid på 2-30 år. Opkøbene, inklusive de eksisterende opkøbsprogrammer, vil samlet beløbe sig til 60 mia. euro om måneden, og de vil som udgangspunkt finde sted frem til og med september 2016. Den præcise afslutningsdato afhænger dog af, hvornår inflationen nærmer sig ECB's målsætning. Opkøbene vil forøge ECB's balance med omtrent 1.140 mia. euro frem til september 2016, hvilket svarer til ca. 12 pct. af euroområdetets BNP, jf. figur nedenfor (venstre). I stedet for direkte opkøb har ECB tidligere forøget sin balance via lån med lave renter til europæiske banker, hvor bl.a. statsobligationer kunne bruges som sikkerhed. Frem til 2012 voksede ECB's balance således i samme omfang som den amerikanske centralbanks, Federal Reserves, og Bank of Englands, BoE. Siden midten af 2012 er bankernes efterspørgsel efter disse lån imidlertid faldet, hvilket har medført et fald i ECB's balance.

De annoncerede opkøb fra ECB er mindre end de samlede opkøb i perioden 2008-14 fra Federal Reserve, Fed, og BoE. Opkøbene pr. måned er dog i samme størrelsesorden. Fed har haft tre forskellige opkøbsprogrammer i perioden 2008-14, hvor de har købt især realkredit- og statsobligationer for ca. 21 pct. af BNP (3.600 mia. dollar). BoE har ad

to omgange opkøbt primært statsobligationer for i alt ca. 22 pct. af BNP (375 mia. pund).

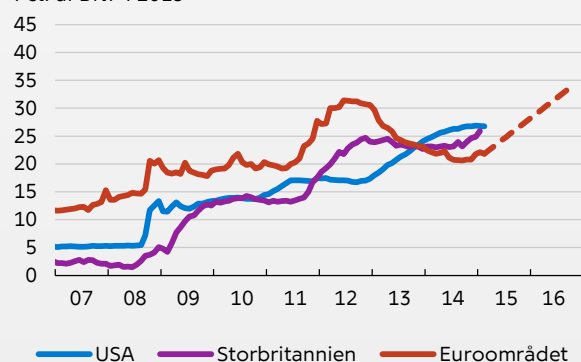
De fleste undersøgelser tyder på, at især de første opkøbsprogrammer fra Fed og BoE fungerede efter hensigten ved at reducere markedsrenterne og derigennem styrke aktiviteten. De større effekter af de første programmer afspejler bl.a., at de finansielle markeder fungerede dårligt i begyndelsen af finanskrisen. Fx var risikopræmierne på realkreditobligationer meget høje.¹ Konkret estimeres de lange statsrenter at være faldet med 0,5-1,2 procentpoint – mest i Storbritannien – som følge af programmerne i 2008. De senere programmer estimeres også at have reduceret markedsrenterne, men kun med omkring 0,1-0,2 procentpoint.

Annonceringen af ECB's opkøbsprogram medførte, at statsrenterne faldt i en række lande, især i de sydeuropæiske eurolande. For bl.a. de tyske statsrenter var effekten derimod mindre. Rentefaldet var størst for de 30-årige statsobligationer, jf. figur nedenfor (højre). Det skyldes formentlig, at det kom som en overraskelse for markedsdeltagerne, at ECB vil opkøbe obligationer med en løbetid på 30 år. ECB's opkøb af 10-årige obligationer var derimod forventet, og rentefaldet var derfor mindre.

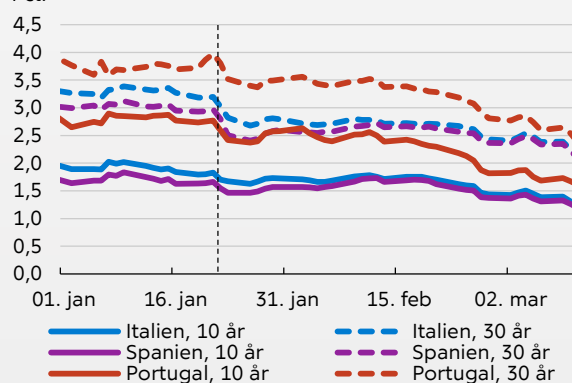
Derudover medførte annonceringen en umiddelbar effekt på både de lange markedsbaserede implicitte inflationsforventninger og valutakursen. Inflationsforventningerne steg fra 1,5 til 1,7 pct., og euroen blev svækket med 2-3 pct. over for dollar. Højere inflationsforventninger reducerer de forventede realrenter og kan derigennem øge investeringer og forbrug. En svagere euro øger importpriserne i euroområdet og lægger et opadgående pres på forbrugerpriserne. Samtidig reduceres priserne på eksport målt i dollar, hvilket forbedrer konkurrenceevnen.

Centralbankbalancer i udvalgte økonomier (venstre) og udvalgte statsrenter (højre)

Pct. af BNP i 2013



Pct.



Anm.: Venstre figur: Den stiplede linje viser fremskrivningen af ECB's balance ved et opkøb på 60 mia. euro om måneden fra marts 2015. Højre figur: Der er vist parrenter. Lodret streg angiver den 22. januar, hvor ECB annoncerede det udvidede opkøbsprogram.

Kilde: Reuters EcoWin, Thomson Reuters Datastream, OECD, Nordea Analytics og egne beregninger.

1. Jf. Bjarke Roed-Frederiksen og Christian Helbo Andersen, Ukonventionelle pengepolitiske tiltag, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2013, del 1.

Skøn for real BNP-vækst i udvalgte økonomier

Tabel 1

Pct.					Ændring ift. november 2014	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
USA	2,2	2,4	3,5	3,2	0,4	0,0
Euroområdet	-0,5	0,9	1,3	1,9	0,2	0,2
Tyskland	0,1	1,6	1,5	2,0	0,4	0,2
Frankrig	0,3	0,4	1,0	1,8	0,3	0,3
Italien	-1,9	-0,4	0,6	1,3	0,0	0,2
Spanien	-1,2	1,4	2,3	2,5	0,6	0,3
Storbritannien	1,7	2,6	2,6	2,4	-0,1	-0,1
Japan	1,6	0,4	1,3	1,3	0,3	0,3
Kina	7,8	7,4	7,1	6,9	0,0	0,0

Anm.: Data for 2014 er skøn for Japan og Kina. Data for 2015 og 2016 er skøn for alle landene.
 Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens vinterprognose, februar 2015.

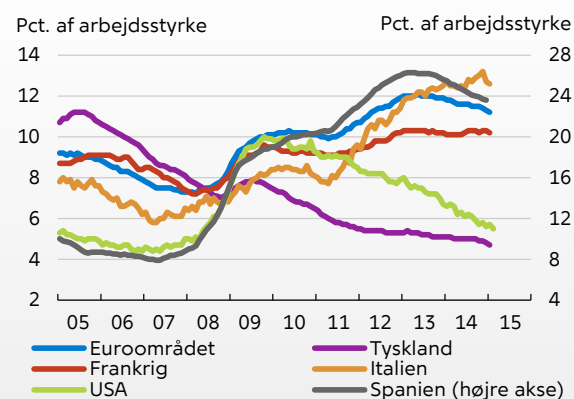
Europa-Kommissionen har opjusteret sine vækstskøn for 2015 og 2016 for de fleste avancerede økonomier, herunder euroområdet, jf. tabel 1. Opjusteringerne er noget mindre end de positive impulser fra oliepris, renter og valutakurs, som er vist i figur 3 (højre). Det kan bl.a. afspejle, at impulserne er overkantsskøn, idet ændringerne i de tre faktorer antages at slå fuldt igennem og være permanente. Derudover var dele af de positive impulser allerede inkluderet i Kommissionens prognose fra november. Samlet set ventes den globale vækst at tiltage gradvist i 2015 og 2016. IMF er i sin prognose fra januar en anelse mere negativ omkring vækstudsigterne for 2015 og har et noget lavere vækstskøn for 2016 end Kommissionen. Begge prognoser fremhæver, at væksten kan blive højere end ventet, bl.a. som følge af positive effekter af den lave oliepris. I euroområdet kan faldet i renterne og svækkelsen af euroen også medføre, at væksten overrasker positivt. For nyet uro på de finansielle markeder og konflikten mellem Ukraine og Rusland er på den anden side risikofaktorer, der kan føre til, at væksten bliver lavere end ventet.

ARBEJDSMARKED OG INFLATION

I USA er ledigheden faldet til 5,5 pct. i februar, jf. figur 4. I euroområdet faldt den til 11,2 pct. i januar, men det dækker over store forskelle. Ledighe-

Ledighed, udvalgte lande

Figur 4



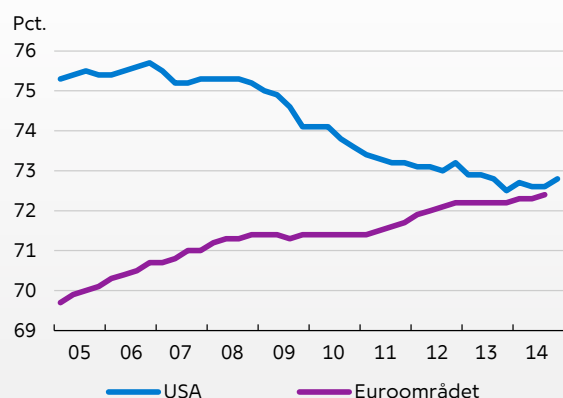
Kilde: Thomson Reuters Datastream.

den i Spanien er faldet en del siden toppunktet i foråret 2013, men ligger stadig på et højt niveau. I Tyskland er den under 5 pct.

Faldet i ledigheden i USA fra 2010-14 afspejler både, at beskæftigelsen steg markant, og at erhvervsfrekvensen faldt, jf. figur 5. Det sidste skyldes dels, at antallet af pensionister steg, dels at flere opgav at finde arbejde. De forbedrede jobudsigter betyder, at en del af sidstnævnte personer er begyndt at vende tilbage til arbejdsmarkedet. I euroområdet er erhvervsfrekvensen

Erhvervsfrekvens for 15-64-årige i USA og euroområdet

Figur 5



Anm.: Erhvervsaktive på 15-64 år i forhold til befolkning på 15-64 år.

Kilde: OECD.

for 15-64-årige steget støt over en årrække, også under krisen. Det har bidraget til, at ledigheden er steget på kort sigt. På længere sigt vil den større arbejdsstyrke løfte BNP.

Den lave ledighed i USA indebærer, at mængden af ledig kapacitet på arbejdsmarkedet er tæt på nul. Det fik lønstigningerne til at tiltage i sidste halvdel af 2014, jf. figur 6 (venstre). Lønpresset modgås dog delvist af et stigende udbud af arbejdskraft, fordi erhvervsfrekvensen stiger svagt, og deltidsansatte ønsker at arbejde fuld tid. Både

virksomhederne og husholdningerne forventer imidlertid, at lønstigningerne vil tiltage yderligere i løbet af 2015.

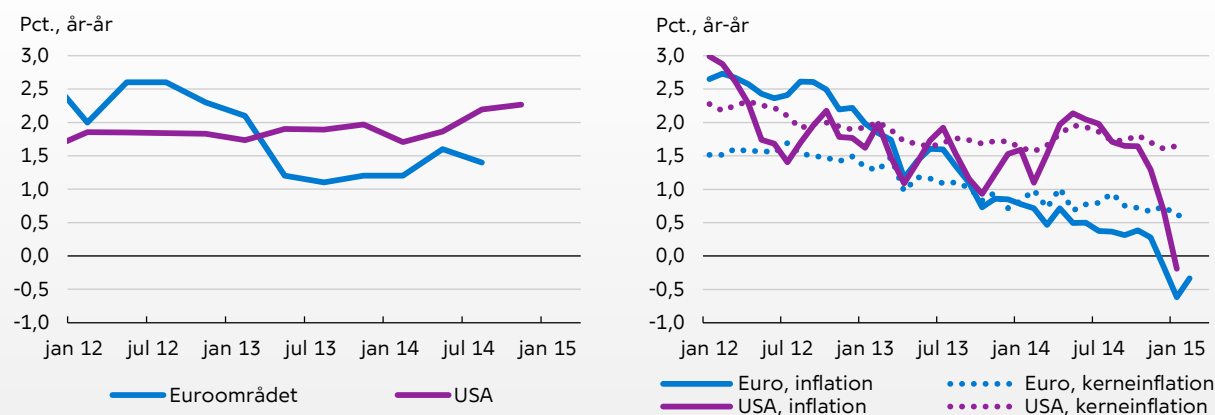
I euroområdet er lønudviklingen svag i mange lande, hvilket afspejler den høje arbejdsløshed. I Italien og Spanien har lønstigningerne været under 1 pct. igennem 2014, og i Frankrig er de aftaget til ca. 1,5 pct. I Tyskland, hvor ledigheden er lav, er lønstigningstakten tiltaget siden midten af 2013 og udgjorde næsten 2 pct. i 3. kvartal 2014. Resultaterne af de allerede indgåede overenskomster i 2015 og de igangværende forhandlinger tyder på, at stigningstakten bliver højere i 2015.

Da forbrugerprisstigningerne generelt er lave, herunder som følge af udviklingen i energipriserne, er der dog en solid fremgang i reallønnen, selv om de nominelle lønstigninger er beherskede. Det har formentlig bidraget til, at husholdningerne forventer, at deres økonomiske situation bliver betydeligt bedre i 2015, jf. Europa-Kommis-sionens forbrugerundersøgelse fra februar 2015.

I de fleste avancerede økonomier faldt stigningstakten i forbrugerpriserne i slutningen af 2014 på grund af det kraftige fald i energipriserne. I euroområdet blev den årlige stigningstakt i forbrugerprisindekset negativ i december og faldt til -0,6 pct. i januar, jf. figur 6 (højre). I februar steg den dog igen til -0,3 pct. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisudviklingen opgjort ekskl. energi og fødevarer, har været mere stabil. I euroområdet har den ligget i intervallet 0,7-1,0 pct. igennem

Lønudvikling (venstre) og inflation (højre) i euroområdet og USA

Figur 6

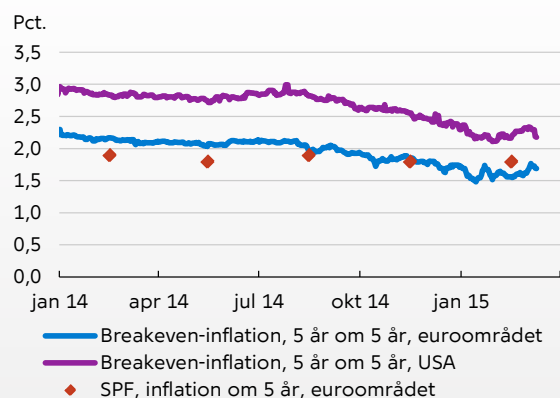


Anm.: Venstre figur: Løn i privat sektor. For euroområdet er vist Labour Cost Index, Business Economy, Wages and Salaries. For USA er vist Employment Cost Index, Wages and Salaries, Private Industry. Højre figur: For euroområdet, Euro, er vist HICP. For USA er vist CPI.

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

Inflationsforventninger

Figur 7



Anm.: SPF er Survey of Professional Forecasters. Breakeven-inflationen er baseret på inflationsindekserede swaps.

Kilde: Bloomberg og Thomson Reuters Datastream.

det sidste år, men faldt til 0,6 pct. i januar og var uændret i februar. Det afspejler især, at der er en betydelig ledig kapacitet i økonomien. I USA ligger kerneinflationen noget højere.

Faldet i oliepriserne og den dermed lavere inflation har medført, at de markedsbaserede forventninger til inflationen på langt sigt er faldet i både euroområdet og USA siden sommeren 2014, jf. figur 7. Det indikerer, at markedet vurderer, at der er en øget risiko for en mere permanent lav inflation. Inflationsforventningerne er imidlertid steget igen, efter at ECB lempede pengepolitikken yderligere den 22. januar. Forventningerne til inflationen på langt sigt, baseret på spørgeskemaer, er faldet mindre, men ligger dog også under 2 pct.

GRÆKENLAND

BNP pr. indbygger i Grækenland steg stærkt fra 1995 og frem til begyndelsen af finanskrisen, og væsentligt mere end i andre sydeuropæiske lande, jf. figur 8. Det kraftige økonomiske tilbageslag i forbindelse af finanskrisen har betydet, at fremgangen fra 1995 og frem til 2014 samlet set er lidt svagere end i bl.a. Portugal, men en del stærkere end i Italien, som imidlertid ligger på et højere niveau.

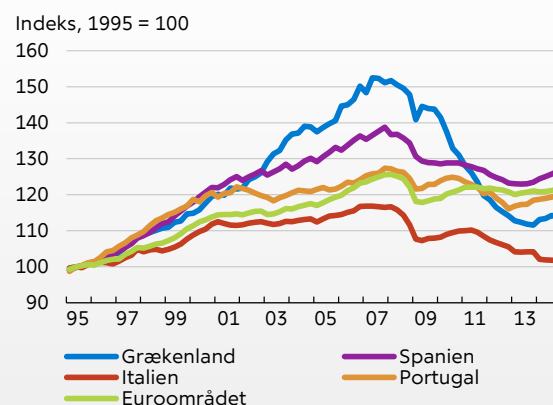
I 2014 begyndte det at gå fremad med den græske økonomi. BNP voksede med 0,6 pct. i gennemsnit i 1.-3. kvartal, men i 4. kvartal faldt BNP dog igen med 0,4 pct. Det skete samtidig med, at der opstod politisk usikkerhed, og der blev udskrevet valg, som fandt sted den 25. januar 2015.

Grækenland har aktuelt et låneprogram på i alt 173 mia. euro. Eurolandene bidrager med 145 mia. euro i perioden 2012-14. IMF bidrager med 28 mia. euro i perioden 2012-16 på betingelse af, at der samtidig er et EU-låneprogram. Der er foreløbig blevet udbetalt i alt 154 mia. euro under det nuværende program. Grækenlands nye regering har fået forlænget låneprogrammet med eurolandene til udgangen af juni for bl.a. at få godkendt den afsluttende programgennemgang, så landet kan modtage den sidste udbetaling. Forlængelsen sker på basis af det nuværende programs betingelser. Grækenland har fremlagt en række reformforslag, som indgår i den afsluttende programgennemgang. Tiltagene vil blive yderligere specificeret og endeligt aftalt med eurogruppen inden udgangen af april.

Den politiske usikkerhed i Grækenland har medført, at aktiekurserne er faldet, og renten på statsobligationer er steget, jf. figur 9 (øverst til venstre og højre). Det toneangivende græske aktieindeks, Athex, faldt betydeligt i dagene efter valget den 25. januar, men er siden steget igen. Derudover har private – især husholdninger – reduceret deres indskud i græske banker med over 17 mia. euro i løbet af december og januar. Den finansielle uro har været afgrænset til Grækenland og har således ikke haft afsmittende effekter på andre europæiske lande. Det afspejler, at der i markedet er fuld tiltro til, at de kan og vil overholde deres betalingsforpligtelser. Samtidig er den private eksponering over for Grækenland faldet

Udvikling i realt BNP pr. indbygger

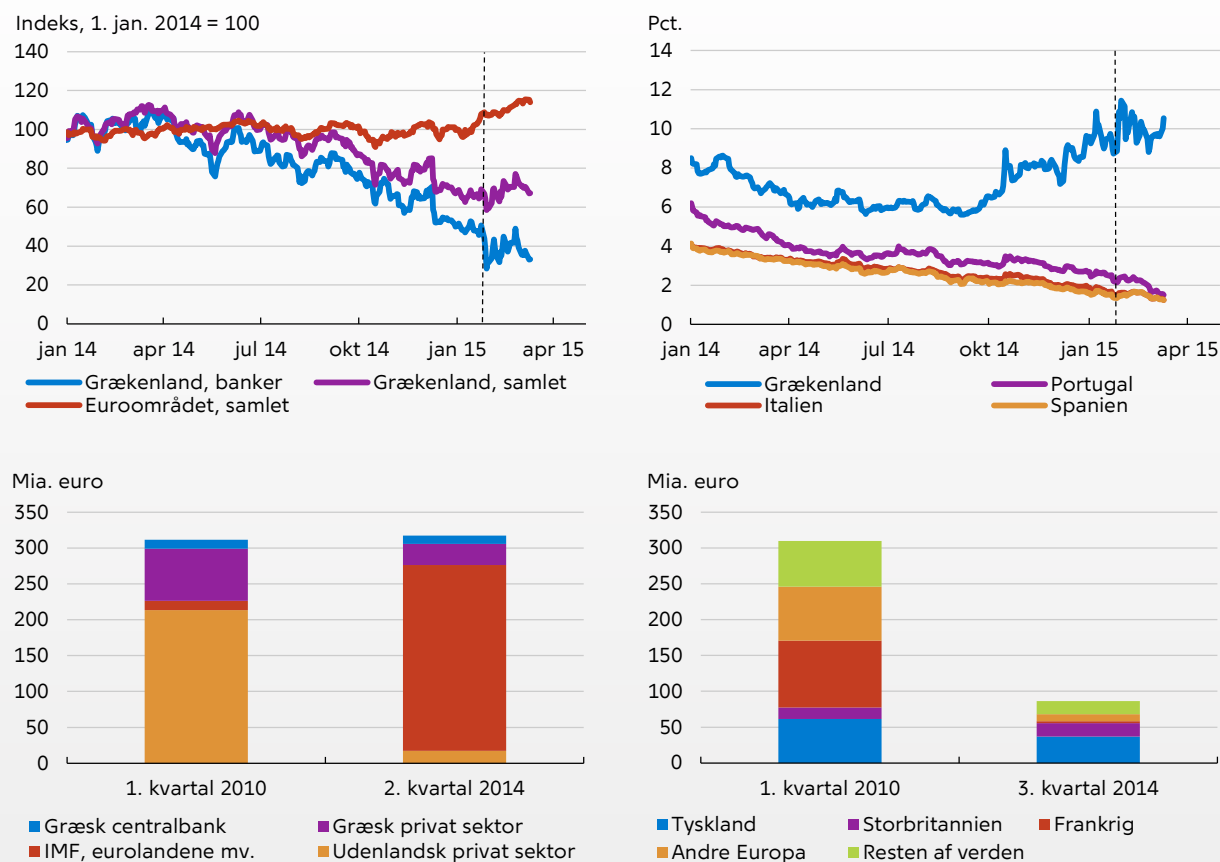
Figur 8



Kilde: Eurostat og egne beregninger.

Aktiekurser (øverst, venstre), rente på 10-årige statsobligationer (øverst, højre), sammensætning af Grækenlands offentlige gæld (nederst, venstre) og udenlandske bankers fordringer på Grækenland (nederst, højre)

Figur 9



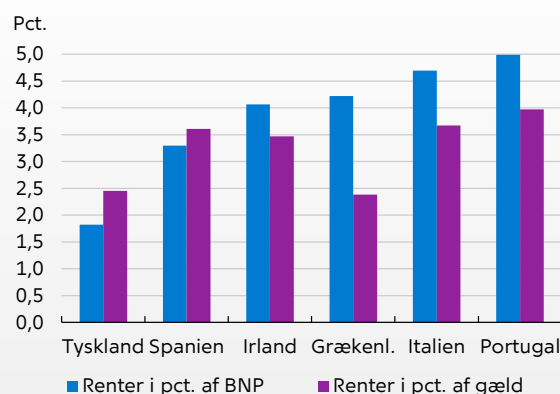
Anm.: Figurer øverst: Lodret streg angiver den 25. januar, hvor der var valg i Grækenland.
Kilde: Thomson Reuters Datastream, IMF og Bank for International Settlements, BIS.

kraftigt, og størstedelen af den græske statsgæld (ca. 82 pct.) holdes nu af internationale officielle långivere, herunder IMF og eurolandene, jf. figur 9 (nederst til venstre). Udenlandske bankers fordringer på Grækenland er faldet med ca. 225 mia. euro siden begyndelsen af statsgældskrisen, jf. figur 9 (nederst til højre). Det skyldes navnlig, at beholdningen af græsk statsgæld er faldet, bl.a. som følge af at der er eftergivet gæld, og ved at filialer og datterbanker i Grækenland er blevet afviklet eller frasolgt.

Den græske statsgæld udgjorde knap 180 pct. af BNP i 2014. Renteudgifterne udgjorde imidlertid kun lidt over 4 pct. af BNP, hvilket er mindre end i Italien og Portugal, som har en lavere gæld, jf. figur 10. Det skyldes, at de internationale officielle långivere har ydet stor støtte til Grækenland i form af lån med renter, der er lave og langt un-

Renteudgifter på udvalgte landes statsgæld

Figur 10



Anm.: Data for 2014. Renterne i procent af gæld er opgjort som renteudgifterne i forhold til ØMU-gælden året før.
Kilde: Europa-Kommissionen.

der markedsrenterne, dvs. de renter private investorer kræver for at låne til Grækenland. Den lave forrentning begrænser stigningen i gælden og danner grundlag for, at en periode med moderat vækst i BNP kan reducere gældskvoten betydeligt.

FINANSIELLE FORHOLD

Den 22. januar annoncerede ECB, at det eksisterende opkøbsprogram blev udvidet, jf. tidligere. ECB annoncerede også, at rentevilkårene blev lempet på lån i forbindelse med de resterende seks auktioner under de målrettede langfristede

markedsoperationer, TLTRO. Den faste rente på TLTRO-lån udgør nu alene renten på ECB's primære markedsoperationer, hvor der tidligere var et tillæg på 0,1 procentpoint. Både udvidelsen af opkøbsprogrammet og ændringen af vilkårene ved TLTRO-lån vil øge ECB's balance.

Den 15. januar fjernede den schweiziske centralbank minimumskursen for schweizerfranc over for euro. Annonceringen var helt uventet for de finansielle markeder, og francen blev umiddelbart derefter markant styrket, jf. boks 2. Centralbanken begrundede bl.a. beslutningen med, at francen

Schweiz' pengepolitik december 2014 til januar 2015

Boks 2

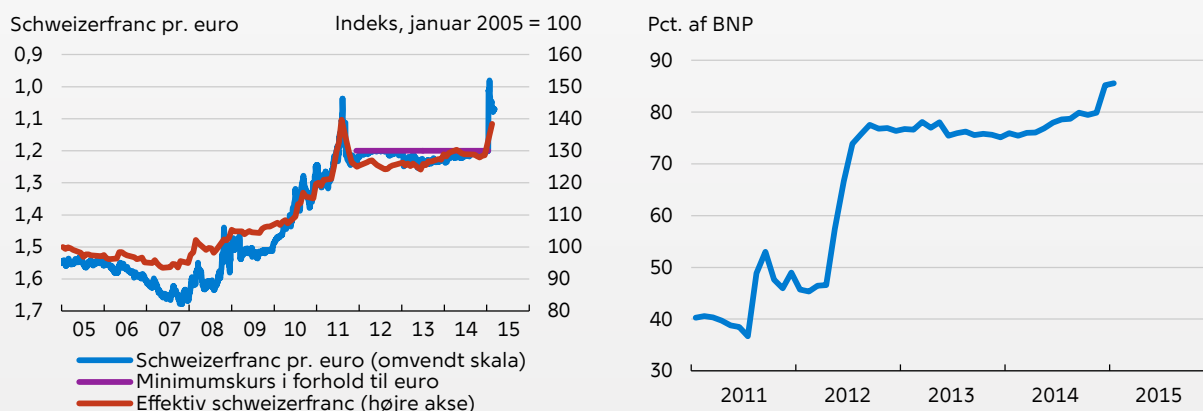
Fra finanskrisens begyndelse og frem mod august 2011 blev schweizerfranc styrket med ca. 40 pct., jf. figur nedenfor (venstre). Det medførte en mærkbar forværring af den schweiziske konkurrenceevne og dermed frygt for recession og en disinflationær udvikling. I september 2011 introducerede Schweizerische Nationalbank, SNB, derfor en minimumskurs på 1,20 franc pr. euro, da den vurderede, at francen var "massivt overvurderet".¹ Efter indførelsen af minimumskursen har tilbagevendende finansiell usikkerhed medført, at internationale investorer har ønsket at holde schweizerfranc. SNB har derfor inter文neret betydeligt, og valutareserven er steget, jf. figur nedenfor (højre).

I december 2014 var der igen et opadgående pres på schweizerfranc. Ifølge SNB skyldtes det bl.a. øget usikkerhed på de finansielle markeder som følge af geopolitisk uro. Valutareserven voksede med 34 mia. franc i december, og SNB

satte renten på en del af bankernes indskud ned til -0,25 pct. fra 0,0 pct.² I begyndelsen af januar fortsatte presset, hvilket til dels skyldtes en forventning i markedet om kvantitative lempelser fra ECB.

Den 15. januar 2015 blev minimumskursen over for euro fjernet, og renten på bankernes marginale indskud blev sat yderligere ned til -0,75 pct. SNB begrundede bl.a. beslutningen med, at francen var blevet svækket over for dollar og derfor ikke længere var massivt overvurderet. SNB's direktør fremhævede også, at minimumskursen blev indført som et ekstraordinært og midlertidigt mål for at beskytte den schweiziske økonomi.³ Inden for selve annonceringsdagen blev francen kortvarigt styrket med ca. 30 pct. Ved udgangen af dagen var valutaen styrket med ca. 15 pct. og blev handlet til en kurs omkring 1 franc pr. euro.

Schweizerfranc (venstre) og valutareserven (højre)



Anm.: Højre figur: Valutareserven inkl. guld.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og Schweizerische Nationalbank, SNB.

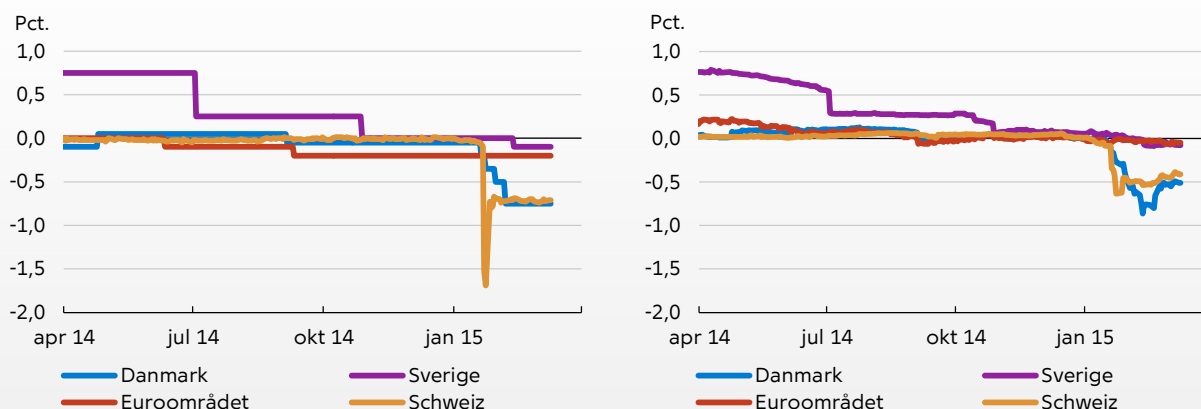
1. Jf. udtalelse af Philipp Hildebrand, Introduction of a minimum Swiss franc exchange rate against the euro, Swiss National Bank, 6. september 2011.

2. Rentenedsættelsen havde effekt fra 22. januar og blev derfor overhalet af rentenedsættelsen 15. januar.

3. Jf. Press Conference: Introductory Remarks by Thomas Jordan, Swiss National Bank, 15. januar 2015.

Pengepolitiske renter (venstre) og 3-måneders pengemarkedsrenter (højre)

Figur 11



Anm.: Venstre figur: For Danmark er vist renten på indskudsbeviser, for Sverige reporenten/renten på Riksbank-certifikater, for euroområdet renten på indlånsfaciliteten og for Schweiz dag til dag-interbankrenten SARON. Højre figur: Der er vist 3-måneders renteswaps.
Kilde: Thomson Reuters Datastream og Reuters EcoWin.

var blevet svækket over for dollar og derfor ikke længere var massivt overvurderet.

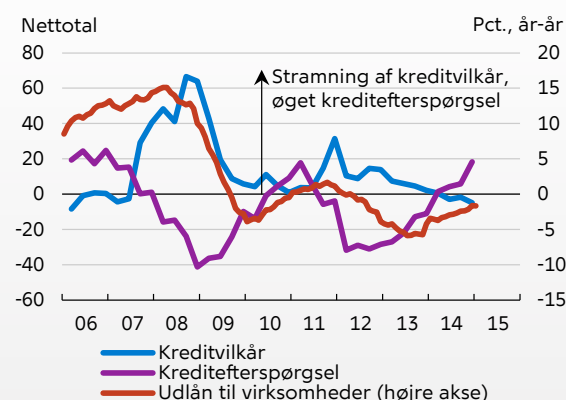
Sveriges Riksbank annoncerede den 12. februar, at den pengepolitiske rente (reporenten) ville blive nedsat til -0,1 pct. fra 0 pct.¹ Svenske banker kan placere overskudslikviditet i Riksbank-certifikater, som har samme rente som reporenten. Riksbanken er dermed den seneste af en række europæiske centralbanker, der inden for de sidste par år har introduceret negative renter på indlån, jf. figur 11 (venstre). Udlånsrenterne er i flere tilfælde nedsat stort set parallelt med indlånsrenterne, men til et niveau over nul. I mange af de europæiske økonomier er der aktuelt overskudslikviditet, som betyder, at de pengepolitiske modparter har behov for at placere likviditet i centralbankerne. Det medfører, at centralbankernes renter på indskud er styrende for pengemarkedsrenterne. Ændringerne i renterne på indskud har således ført til, at pengemarkedsrenterne er faldet, jf. figur 11 (højre).

Den årlige vækst i bankernes udlån til de ikke-finansielle virksomheder i euroområdet har været negativ siden foråret 2012, jf. figur 12. Det afspejler både, at efterspørgslen har været svag, og at kreditvilkårene har været stramme. I løbet af 2014 er bankernes udlånsrenter imidlertid faldet, om end spændet til den pengepolitiske rente i flere eurolande fortsat er højere end før finanskri-

sen. ECB's udlånsundersøgelse viser endvidere, at kreditvilkårene er blevet lempet tre kvartaler i træk, og at virksomhedernes efterspørgsel efter kredit er steget. De forhold trækker i retning af, at man fremover kan vente en mere positiv udvikling i kreditgivning. Det understøttes af, at den månedlige vækst i bankernes udlån til de ikke-finansielle virksomheder har været svagt positiv i december og januar efter at have været negativ igennem stort set hele 2014.

Kreditvilkår og -efterspørgsel samt udlånsvækst i euroområdet

Figur 12



Anm.: Kreditvilkår og -efterspørgsel er fra ECB's udlånsundersøgelse. Vækst i bankernes samlede udlån til ikke-finansielle virksomheder.
Kilde: Thomson Reuters Datastream.

1 Samtidig annoncerede Riksbanken opkøb af statsobligationer med en løbetid på 1-5 år for i alt 10 mia. svenske kroner (0,3 pct. af BNP).

Rotation for stemmerettigheder i ECB's Styrelsesråd

Boks 3

ECB's styrelsesråd består af de seks medlemmer af ECB's direktion samt direktørerne for eurolandenes centralbanker. Som udgangspunkt træffer Styrelsesrådet beslutninger med simpelt flertal, og ved stemmelighed er formandens stemme afgørende. I henhold til ECB-statutten har hvert medlem én stemme, indtil antallet af nationale centralbankdirektører overstiger 15. Herefter skal stemmerettighederne rotere. Styrelsesrådet har dog kunnet udskyde beslutningen, indtil antallet af nationale centralbankdirektører overstiger 18. Med Litauens optagelse i eurosamarbejdet 1. januar er der nu 19, og dermed er reglerne om rotation for stemmerettighederne trådt i kraft.

De seks medlemmer af ECB's direktion har fortsat hver deres stemme. De nationale centralbankdirektører er inddelt i to grupper efter en særlig fordelingsnøgle.¹ Den første gruppe har tilsammen fire stemmerettigheder og består af de 5 centralbankdirektører fra Tyskland, Spanien, Frankrig, Italien og Holland. Den anden gruppe består af de resterende 14 centralbankdirektører, der tilsammen har 11 stemmerettigheder. Stemmerettighederne roterer på månedsbasis, og inden for hver gruppe har centralbankdirektørerne stemmeret i lige lange perioder. Samtlige medlemmer af Styrelsesrådet kan fortsat deltage i alle møderne med fuld taleret.

1. Rangeringen af de nationale centralbanker skal ske på grundlag af størrelsen af medlemslandenes a) andel af det aggregerede BNP i markedspriser og b) andel af den samlede aggregerede balance for de monetære finansielle institutioner, MFI'er. BNP-andelen vægtes med 5/6, og MFI-balanceandelen vægtes med 1/6.

Litauen blev 1. januar medlem af eurosamarbejdet. Dermed omfatter euroområdet nu 19 lande. Det har bl.a. haft den konsekvens, at reglerne om rotation for stemmerettighederne i ECB's styrelsesråd er trådt i kraft, jf. boks 3.

OPFØLGNING PÅ HENSTILLINGER UNDER STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

På nuværende tidspunkt har 11 EU-lande henstillinger under stabilitets- og vækstpagten om at bringe deres offentlige underskud ned under 3 pct. af BNP inden en bestemt frist og stramme de offentlige finanser. Flere af dem har imidlertid haft vanskeligt ved at overholde deres frister. Det skyldes bl.a., at konjunkturerne har udviklet sig dårligere end antaget, da landene i sin tid fik henstillingerne. Stabilitets- og vækstpagten tillader, at fristen som udgangspunkt kan udskydes i ét år, men hvis økonomien udvikler sig meget svagt, kan den udskydes i flere år. Ecofin-Rådet beslutte-

de 10. marts at forlænge fristen for Frankrig med to år til 2017.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen, jf. figur 13 (venstre). Efterspørgslen efter danske kroner steg markant fra medio januar og var betydelig frem til 20. februar. Det skete, efter at Schweizerische Nationalbank, SNB, 15. januar annoncerede, at den ikke længere ville opretholde minimumskursen for schweizerfranc over for euro. Minimumskursen var blevet introduceret i september 2011, jf. boks 2. En uge senere, 22. januar, annoncerede ECB, at det eksisterende opkøbsprogram blev udvidet med væsentlige opkøb af statsobligationer. ECB's tiltag var mere omfattende end forventet i markederne, særligt fordi opkøbene omfatter værdipapirer med løbetider op til 30 år, og fordi opkøbsbeløbene er store og perioden lang, jf. afsnittet om international økonomi. SNB's og ECB's annonceringer ledte begge til en øget efterspørgsel efter kroner og en tendens til styrkelse af kronen over for euro. Effekten af annonceringen fra ECB blev modgået af, at Nationalbanken samme dag annoncerede en rentenedsættelse, jf. figur 13 (højre).

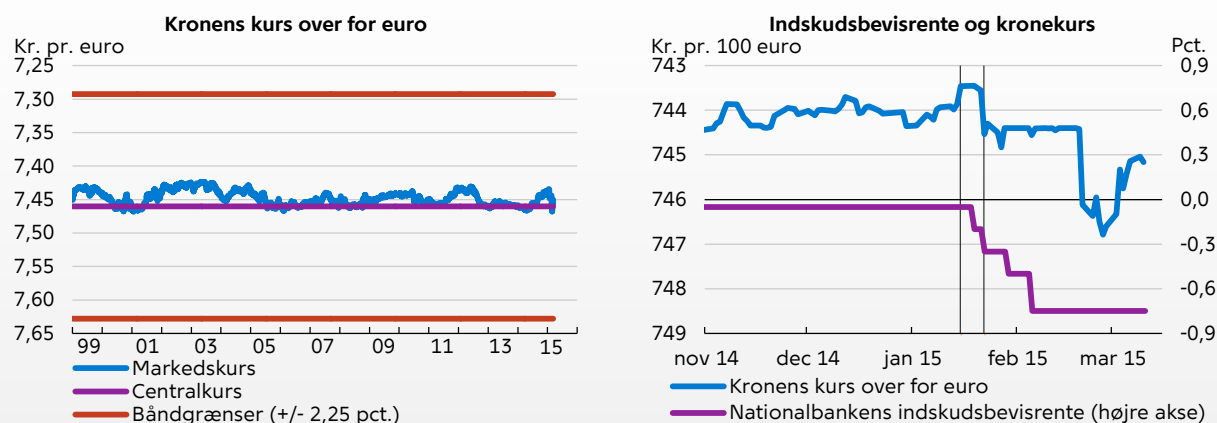
For at stabilisere kronekursen intervererede Nationalbanken i valutamarkedet og solgte kroner mod valuta for betydelige beløb. I januar og februar intervererede Nationalbanken for henholdsvis 106,3 og 168,7 mia. kr. Modsat en situation med valutaudstrømning og pres på kronen i nedadgående retning er Nationalbankens interventionsmuligheder ved en kronestyrkelse ubegrænsede. Der er ingen øvre grænse for størrelsen af valutareserven.

Nationalbanken nedsatte ensidigt de pengepolitiske renter ad fire omgange i løbet af januar og februar, jf. tabel 2. Med virkning fra 20. januar blev udlåns- og indskudsbevisrenten nedsat med 0,15 procentpoint til henholdsvis 0,05 og -0,20 pct. Med virkning fra henholdsvis 23. og 30. januar blev indskudsbevisrenten nedsat med 0,15 procentpoint pr. gang til -0,50 pct., og endelig blev indskudsbevisrenten nedsat med 0,25 procentpoint til -0,75 pct. med virkning fra 6. februar.

Ligeledes for at begrænse kapitalindstrømningen til Danmark og dermed styrkelsen af kronen besluttede Finansministeriet efter indstilling fra

Kronens kurs over for euro og Nationalbankens indskudsbevisrente

Figur 13



Anm.: Kronekursen er vist på omvendt skala. De lodrette streger er sat ved henholdsvis 15. januar, hvor SNB fjernede minimumskursen for schweizerfranc over for euro og 22. januar, hvor ECB annoncerede udvidelsen af opkøbsprogrammet. Ændringer i indskudsbevisrente er vist på annonceringsdagen. Seneste observation er 10. marts 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nationalbankens pengepolitiske renter

Tabel 2

	Indskudsbevisrente	Udlånsrente	Foliorente	Diskonto
Ultimo 2014	-0,05	0,20	0,00	0,00
Med virkning fra:				
20. januar 2015	-0,20	0,05	0,00	0,00
23. januar 2015	-0,35	0,05	0,00	0,00
30. januar 2015	-0,50	0,05	0,00	0,00
6. februar 2015	-0,75	0,05	0,00	0,00

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nationalbanken pr. 30. januar indtil videre at stoppe for udstedelsen af danske statsobligationer. Et udstedelsesstop dæmper udbuddet af statsobligationer og presser dermed renterne ned. Effekten er dermed den samme som ved kvantitative lempelser, der virker gennem en forøgelse af efterspørgslen. Derudover blev der ved auktionen over skatkammerbeviser 11. februar, 26. februar og 11. marts trods bud for henholdsvis 5,9, 11,7 og 9,0 mia. kr. ikke solgt papirer.

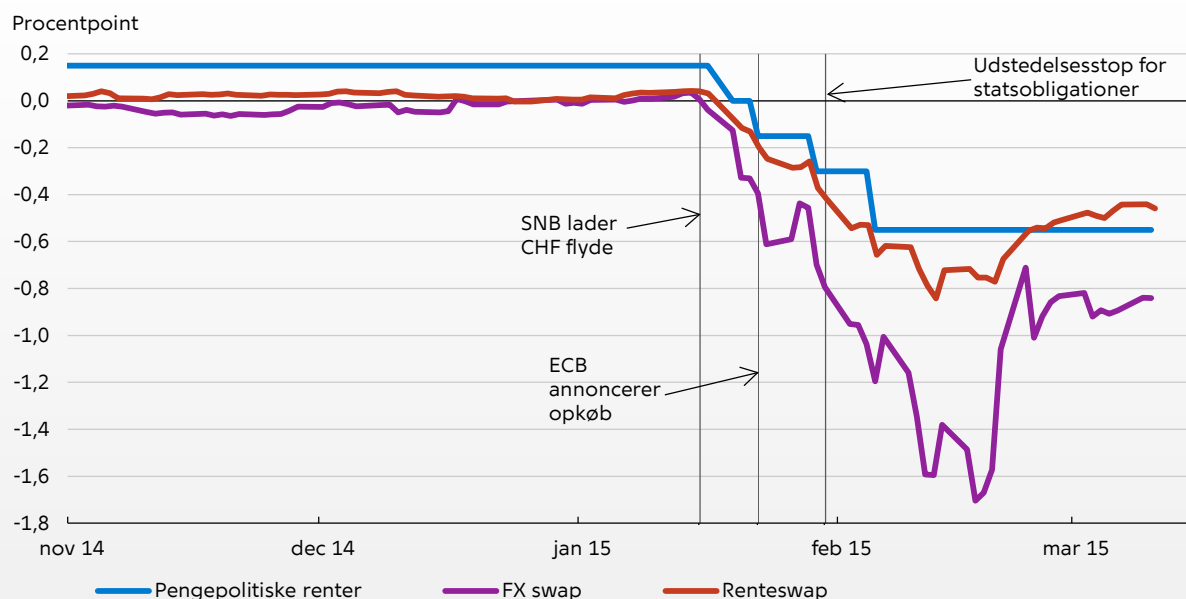
Efterspørgslen efter kroner aftog 20. februar, og kronen svækkedes over for euroen til et niveau tættere på centralkursen, jf. figur 12 (højre).

De korte danske pengemarkedsrenter faldt i takt med Nationalbankens rentenedsættelser. I

begyndelsen af februar efter den tredje rentenedsættelse og medio februar efter den fjerde rentenedsættelse var 1 måneds-Cita-swaprenten lavere end indskudsbevisrenten. Det indikerer, at der i markederne var en forventning om, at de pengepolitiske renter ville blive nedsat yderligere. Cita-swaprenten steg godt 0,1 procentpoint 13. februar og kom dermed omtrent på niveau med indskudsbevisrenten. Det afspejler, at markederne forventede, at Nationalbanken ville nedsætte renten dagen forinden. De korte pengemarkedsrenter steg yderligere efter 20. februar, hvor presset på kronen aftog. Da de korte pengemarkedsrenter i euroområdet har været stort set uændrede fra januar til medio marts, blev rentespændet mel-

Rentespænd mellem Danmark og euroområdet

Figur 14



Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten. Renteswap er forskellen mellem 3 måneders Eonia-swaprenten og Cita-swaprenten. FX swap er det implicitte 3-måneders rentespænd fra FX swaps og er et udtryk for omkostningen ved at låne kroner mod sikkerhed i euro. Seneste observation er 10. marts 2015
Kilde: Nordea Analytics, Thomson Reuters Datastream, ECB og Danmarks Nationalbank.

lem Danmark og euroområdet udvidet markant i negativ retning indtil medio februar, hvorefter det steg til at ligge lidt over niveauet for det pengepolitiske spænd, jf. figur 14.

Det implicitte rentespænd mellem kroner og euro baseret på FX swaps blev udvidet markant fra medio januar til medio februar, jf. figur 14. Spændudvidelsen er udtryk for, at terminsprisen på kroner over for euro steg. Det skal ses i sammenhæng med Schweizerische Nationalbanks beslutning om fjerne minimumskursen for schweizerfranc over for euro, og den følgende appreciering af schweizerfrancen gav nogle udenlandske investorer anledning til at spekulere i, at Danmarks Nationalbank ville fravige fastkurspolitikken mellem kroner og euro. Desuden ønskede danske forsikringsselskaber og pensionskasser (F&P-sektoren) i et vist omfang at afdække sig mod risikoen for en kronestyrkelse. Frem for at sælge eksisterende valutaaktiver og købe kroneaktiver afdækkede F&P-sektoren risikoen ved at købe kroner på termin. Efterspørgslen efter kroner på termin pressede terminsprisen og udvidede det implicitte rentespænd mellem kroner og euro baseret på FX swaps, jf. artiklen "Kronen under pres i januar og februar 2015" i denne Kvartalsoversigt.

FX swap-spændet blev indsnævret efter 20. februar, hvor valutaindstøringen aftog.

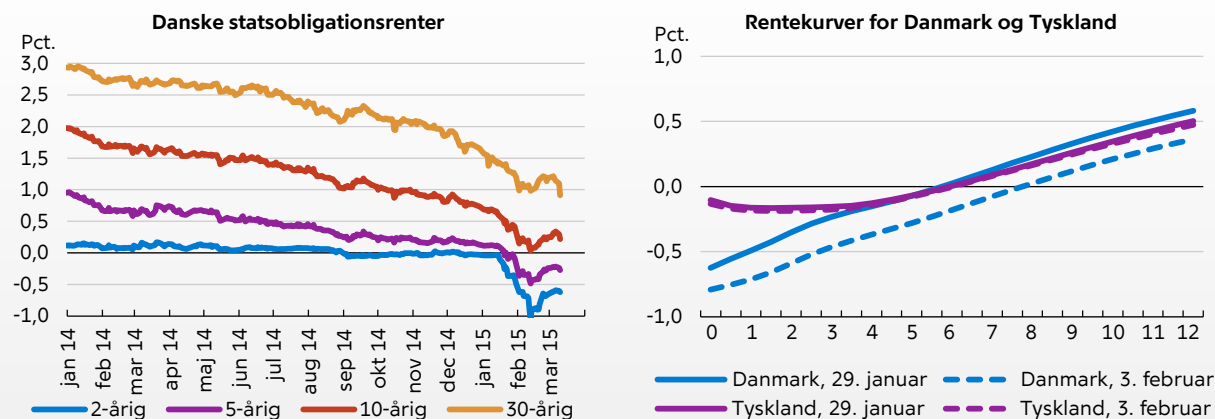
Nationalbankens interventioner har øget mængden af kronelikviditet. Dermed er der ikke længere et umiddelbart behov for, at Nationalbanken skal foretage likviditetsjusterende operationer med henblik på at tilføre likviditet, som det blev annonceret medio december 2014.

UDVIKLINGEN PÅ KAPITALMARKEDET

Renterne på danske statsobligationer faldt markant efter annonceringen af udstedelsesstoppet 30. januar, jf. figur 15 (venstre). Forinden var renterne allerede faldet lidt – især i den korte ende. Det skal ses i lyset af, at markederne forventede, at det danske renteniveau forholdsvis hurtigt ville stige igen. Faldene var relateret til udviklingen i schweizerfrancen, ECB's annoncerede udvidelse af opkøbsprogrammet og Nationalbankens rentenedsættelser. Spændet mellem de længere danske og tyske statsobligationsrenter var, trods de tre ensidige danske rentenedsættelser, svagt positivt frem til annonceringen af udstedelsesstoppet. Efter annonceringen faldt spændet for alle løbetider, jf. figur 15 (højre). Fra medio februar, da valutaindstøringen aftog, steg de danske

Statsobligationsrenter og rentekurver

Figur 15



Anm.: Venstre figur: parrenter, dvs. beregnede renter, hvor restløbetiden på papiret er præcis 2, 5, 10 og 30 år. Seneste observation for venstre figur er 10. marts 2015.

Kilde: Nordea Analytics og Danmarks Nationalbank.

statsobligationsrenter. I begyndelsen af marts var spændet mellem den 10-årige danske og tyske rente omkring 0 procentpoint.

Renterne på realkreditobligationer faldt ligeledes markant i januar og frem til medio februar. Efterspørgslen efter realkreditobligationer blev især påvirket af annonceringen af stoppet for udstedelse af statsobligationer. Renten på 1-årige rentetilpasningsobligationer blev negativ i slutningen af januar, og i begyndelsen af februar blev også den 3-årige rente negativ. Hen mod slutningen af februar steg realkreditrenterne lidt igen, jf. figur 16.

Da renterne på de korte rentetilpasningsobligationer blev negative, stoppede Nykredit og Nordea Kredit med at udstede disse låntyper, mens det i de øvrige realkreditinstitutter fortsat var muligt at optage korte rentetilpasningslån. Den negative rente afregnes udelukkende mellem realkreditinstitutterne og investorerne gennem kursen. Bidragssatserne og kursskæringen betyder, at der for låntagerne stadig er en omkostning ved at låne.

Variabelt forrentede realkreditobligationer er kendetegnet ved, at kuponrenten er summen af en referencerente (fx Cita-swaprenten) og et rentetillæg. Hvis referencerenten er tilstrækkelig negativ, er det derfor muligt, at obligationens kupon bliver negativ, og at investor skal betale rente til låntager. På rentetilpasningsobligationer fastsættes kuponen forud for refinansieringsauktionerne.

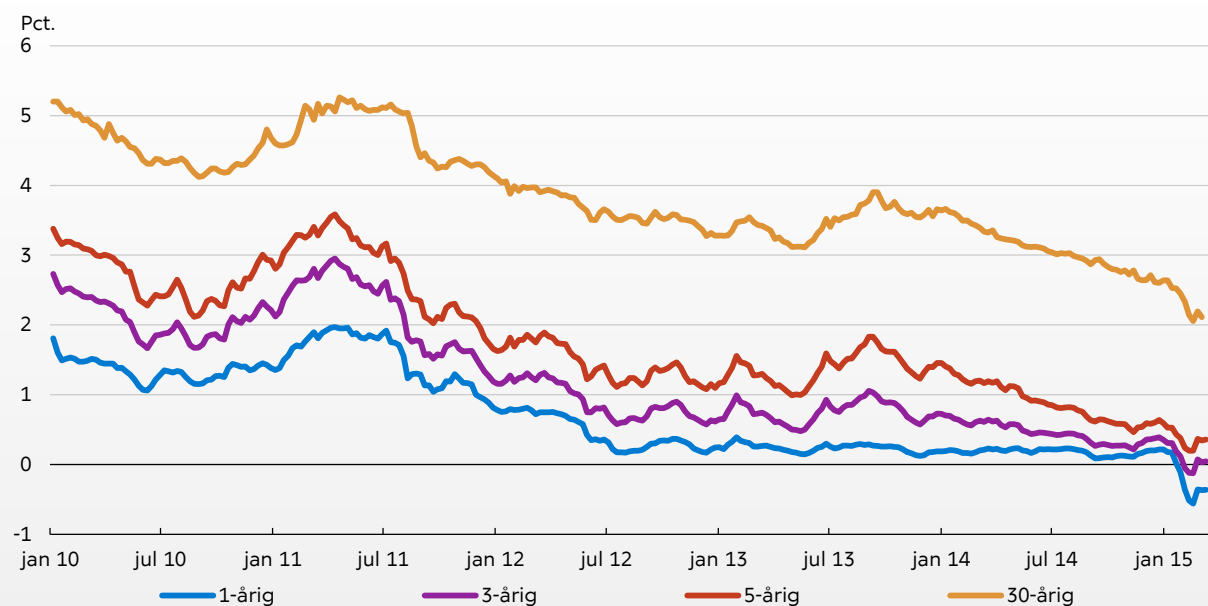
En negativ kupon er ikke nødvendig for, at den effektive rente på en rentetilpasningsobligation bliver negativ – det vil fx også kunne ske ved, at kuponen sættes til 0, og obligationen handles til over kurs 100.

Der er forskel på, hvordan realkreditinstitutternes eksisterende kontrakter tager hensyn til muligheden for negative renter, og det er derfor vanskeligt at tegne et samlet billede af udfordringerne. Men der har vist sig at være en række systemmæssige problemer forbundet med negative kuponer, hvor rentebetalingerne skal gå i den modsatte retning, dvs. at investorerne skal betale og låntagerne modtage rente. Fx har systemerne været udformet med henblik på, at obligationsinvestorer skulle modtage rentebetalinger fra udstederen, hvorfor der ikke har været behov for, at udstederen vidste, hvem obligationsejeren var. Der har også været usikkerhed om den skattemæssige behandling af negative renter, men det er nu slået fast, at negativ rente som udgangspunkt behandles på samme måde som positiv rente. Det medfører, at renteudgifter, som obligationsinvestorerne måtte skulle betale, vil være fradragsberettigede, ligesom renteindtægter, som låntagere måtte få, vil være skattepligtige.²

² Jf. Skats styresignal fra 27. februar 2015.

Realkreditobligationsrenter

Figur 16



Anm.: Den 1-, 3- og 5-årige rente er baseret på rentetilpasningsobligationer. Den 30-årige rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Ugentlige data. Seneste observation for 1-, 3- og 5-årige renter er uge 11 2015 og for den 30-årige rente uge 10 2015.

Kilde: Realkreditrådet og Nordea Analytics.

Selv om negativ rente forventes at blive undtagelsen også fremadrettet, så er det vigtigt, at realkreditinstitutterne hver især finder robuste løsninger, så der ikke opstår usikkerhed om, hvordan negativ rente håndteres.

Erhvervs- og vækstministeren har nedsat en hurtigt arbejdende arbejdsgruppe, der skal kortlægge de problemer, negative renter giver anledning til i forhold til realkreditobligationer, og komme med forslag til eventuelle justeringer af gældende lovgivning.

Realkreditinstitutterne afholdt i slutningen af februar og begyndelsen af marts refinansieringsauktioner for lån med rentetilpasning 1. april. Renterne for 1-, 3- og 5-årige rentetilpasningslån blev henholdsvis -0,16, 0,12 og 0,41 pct., hvilket var lidt højere end forventet forud for auktionerne, men stadig det laveste niveau siden indførelsen af rentetilpasningslånene. Der blev udbudt kroneobligationer for omkring 160 mia. kr., hvilket er noget under niveauet for de seneste auktioner. Den lavere refinansieringsgrad afspejler, at omfanget af især 1-årige rentetilpasningslån er faldet. En mindre del opvejes dog af en stigning i 5-årige rentetilpasningslån. Dermed fortsætter tendensen til, at låntagerne forlænger rentebindingsperi-

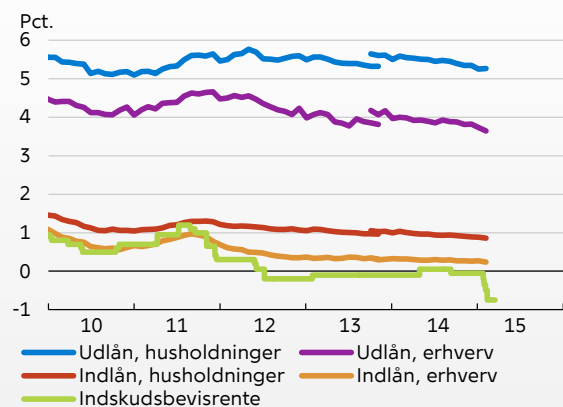
oden. Det fremgår også af bevægelserne i den udestående mængde af realkreditobligationer, der indikerer, at obligationer med årlig refinansiering er reduceret med 40 pct. de seneste to år, mens obligationer med tilpasning hvert 3. og 5. år er steget henholdsvis 30 og 35 pct.

Forud for opsigelsesfristen i slutningen af januar blev der opsagt lån for lidt mere end 90 mia. kr., hvilket peger i retning af, at konverteringsomfanget ligesom sidste kvartal er usædvanlig stort. Det var især 3,5 og 4 pct.-lån, der blev opsagt. Da nyudstedelserne i januar og februar hovedsageligt har været 30-årige 2 pct.-obligationer, tegner der sig et billede af, at låntagerne i høj grad har nedkonverteret fra en højere kuponrente.

RENTE- OG KREDITUDVIKLINGEN OVER FOR HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Pengeinstitutternes ud- og indlånsrenter over for husholdninger og erhverv faldt lidt i løbet af det seneste år, jf. figur 17. Renten på udestående udlån til husholdninger og erhverv faldt henholdsvis 0,3 og 0,4 procentpoint fra ultimo januar 2014 til ultimo januar 2015. I samme periode faldt indlånsrenterne over for husholdninger og erhverv med henholdsvis 0,2 og 0,1 procentpoint.

Pengeinstitutternes ud- og indlånsrenter over for husholdninger og erhverv samt Nationalbankens indskudsbevisrente Figur 17



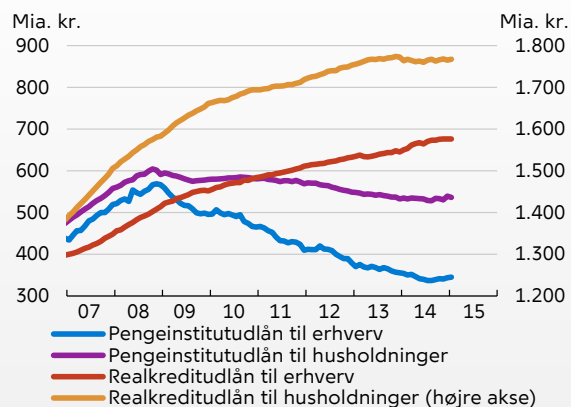
Anm.: Månedsgennemsnit af effektive renter på udestående forretninger. Ændringer i Nationalbankens indskudsbevisrente er vist på annonceringsdatoen. Seneste observation for pengeinstitutternes renter er januar 2015 og for indskudsbevisrenten 10. marts 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Renterne er faldet støt hen over perioden, og faldet er dermed ikke kun relateret til de pengepolitiske rentenedsættelser i januar. Udviklingen i udlånsrenterne kan afspejle, at pengeinstitutterne i stigende grad konkurrerer om kunderne via prisen på lån. Derudover kan noget af faldet i udlånsrenten over for husholdninger forklares af en sammensætningseffekt, idet andelen af udlån til boligformål, hvor renten er lavest, er steget lidt, mens forbrugerkreditter og andre låntypers andel af udlånet er faldet. Udviklingen i indlånsrenterne afspejler både en rente- og en sammensætningseffekt, idet renten på tidsindskud og indlån med opsigelsesvarsel er faldet, mens renten på anfordringsindskud, der har den laveste rente, men udgør den største del af indlånet, har været næsten uændret. Dog er indlån på anfordring steget, så det udgør en større andel af det samlede indlån, hvilket trækker indlånsrenterne nedad.

For pengeinstitutterne er især indlånsrenterne ikke faldet lige så meget som de pengepolitiske renter siden medio 2011. Forklaringen er formentlig, at pengeinstitutterne generelt ikke har ønsket at have negative renter over for deres kunder. Renten på almindelige anfordringsindlån har været meget tæt på nul, mens prioritetslignende lån har betydet, at en del af anfordringsindskuddene er blevet forrentet med en noget højere rente.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv Figur 18



Anm.: Udlånet er opgjort til nominel værdi og er sæsonkorrigeret. Der er korrigeret for bruddet som følge af overgangen til ny MFI-statistik i september 2013. Seneste observation er januar 2015.

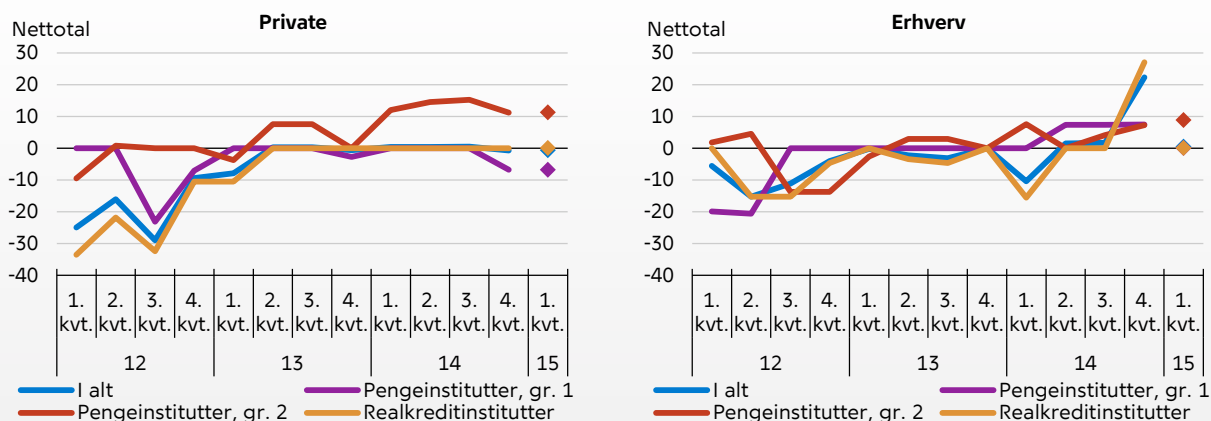
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Danske Bank annoncerede i begyndelsen af februar, at banken vil indføre negativ indlånsrente på visse store erhvervsindlån. Jyske Bank har ligeledes indført negative renter på de største erhvervsindlån. Selv om de danske pengeinstitutter indtil nu ikke har haft negative renter på almindelige indlån, har der siden 2012, hvor Nationalbankens indskudsbevisrente for første gang blev negativ, forekommet negative renter på institutternes repoindlån. Det er primært de store pengeinstitutter, der har repoindlån, og renten på denne type indskud vil tendere at følge penge-markedsrenterne, der også periodevis har været negative siden 2011-12. FIH Erhvervsbank indførte i begyndelsen af februar som det første danske pengeinstitut negativ rente på anfordringsindlån fra både husholdninger og erhverv. Det skal dog ses i lyset af, at FIH Erhvervsbank er under afvikling og har en overskudslikviditet og dermed ikke behov for indlånene som finansieringskilde. I udlandet har flere banker allerede i slutningen af 2014 indført negative indlånsrenter over for visse erhvervs- og institutionelle kunder.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv er steget lidt det seneste halve år, jf. figur 18. Fra juli 2014 til januar 2015 steg pengeinstitutternes udlån med knap 16 mia. kr. og realkreditinstitutternes med knap 8 mia. kr.

Ændring i kreditstandarde over for private og erhverv

Figur 19



Anm.: Private dækker over husholdninger, ekskl. landbrug. Prikkerne i 1. kvartal 2015 viser forventninger. Nettotallet kan ligge mellem -100 og 100. Et negativt nettotal betyder, at kreditcheferne i de adspurgte institutter samlet set har angivet, at kreditstandarde er blevet strammet i forhold til kvartalet før. Omvendt angiver et positivt nettotal, at kreditstandarde er blevet lempet. Pengeinstitutterne er opdelt i gruppe 1 og 2, der følger Finanstilsynets størrelsesgruppering i 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Stigningen var størst i erhvervsudlånet. Således steg udlånet til husholdninger og erhverv med henholdsvis 0,4 og 1,4 pct.

Ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse har de samlede kreditstandarde over for privatkunder været stort set uændrede fra 3. til 4. kvartal 2014, jf. figur 19 (venstre). Dog har konkurrencesituationen bidraget til lempelser hos de mellemstore pengeinstitutter. Lempelsen er hovedsagelig sket gennem prisen. Kreditstandarde over for erhverv blev lempet lidt, især foranlediget af realkreditinstitutterne, jf. figur 19 (højre). For erhverv angav alle instituttyper, at konkurrenternes adfærd havde bidraget til lempelser, og for pengeinstitutterne var det især sket gennem prisen. Tendenserne i Nationalbankens udlånsundersøgelse stemmer overens med Finanstilsynets undersøgelse af nybevilgede erhvervslån. Undersøgelsen blev foretaget i 4. kvartal 2014 og omfattede 14 pengeinstitutter. Den viste, at konkurrencen om at tiltrække eller fastholde kunder udmønter sig i institutternes udlånsrente, og i nogle tilfælde også i en lempelse af øvrige lånevilkår.

Besvarelserne i Nationalbankens udlånsundersøgelse peger på, at låneefterspørgslen fra eksisterende erhvervskunder faldt i 4. kvartal 2014, mens både store og mellemstore pengeinstitutter oplevede stigende efterspørgsel fra nye erhvervskunder. Samme billede gjorde sig gældende for låneefterspørgslen fra små og mellemstore er-

hvervsvirksomheder. Låneefterspørgslen fra både eksisterende og nye privatkunder steg i 4. kvartal. Samlet set forventer penge- og realkreditinstitutterne, at låneefterspørgslen fra alle kundesegmenter og -typer vil stige i 1. kvartal 2015.

Den sidste udstedelse med individuel statsgaranti blev indfriet 10. februar 2015. De individuelle statsgarantier var oprindeligt en del af Kreditpakken (Bankpakke 2), der i perioden fra februar 2009 og frem til ultimo 2010 gav pengeinstitutterne mulighed for at tilkøbe en individuel statsgaranti på ikke-eftestillet, usikret gæld med en løbetid på op til 3 år. Garantiordningen blev senere forlænget, så pengeinstitutterne under visse forudsætninger kunne udstede gæld med individuel statsgaranti frem til ultimo 2013 og med udløb senest ultimo 2016. Under den forlængede ordning udstedte Den Jyske Sparekasse og Vestjysk Bank gæld med garantier for i alt 5,9 mia. kr. Den gæld er nu indfriet. Hensigten med garantiordningen var at sikre institutterne mulighed for at skaffe likviditet i forbindelse med udløbet af den generelle statsgaranti (Bankpakke 1). En stor del af pengeinstitutterne havde på daværende tidspunkt indlånsunderskud og var derfor afhængige af adgangen til markedsfinansiering.

Pengeinstitutterne har i dag rigelig likviditet. Pengeinstitutterne har opnået en bedre balance mellem ind- og udlån, og langt størstedelen af institutterne har indlånsoverskud. Markedsfinansie-

ring i form af obligationsudstedelser og finansiering fra kreditinstitutter har været faldende. Den ændrede finansieringssammensætning gør alt andet lige institutterne mindre sårbare, hvis der igen skulle opstå uro på de finansielle markeder med begrænset adgang til likviditet.

DANSK ØKONOMI

Der var i 2014 fremgang i dansk økonomi med øget aktivitet og beskæftigelse samt stigende boligpriser. BNP i mængder voksede med 1,0 pct., og alle efterspørgselskomponenter bidrog til fremgangen i produktionen, jf. tabel 3.

I 4. kvartal var der en fremgang i aktiviteten på 0,4 pct. i forhold til kvartalet før, når der korrige-

res for prisudvikling og sæsonbevægelser, jf. figur 20. Stigningen i det private forbrug fra første del af 2014 fortsatte året ud med en stigning på 0,9 pct. i 4. kvartal. Det skal ses i lyset af faldet i energipriserne og det lave renteniveau, der bidrager til stigende disponible indkomster, samt fremgangen på boligmarkedet. Det offentlige forbrug var uændret. Der var endvidere pæn vækst i materiel investeringerne og især i det offentlige byggeri. Eksporten af tjenester gik i 4. kvartal frem med 2,2 pct., hvilket dækker over højere eksport af søtransport, mens eksporten af varer lå fladt.

Prognosen afspejler, at opsvinget fortsætter og styrkes. Det meget lave renteniveau, faldet i olieprisen siden sidste sommer samt svækkelsen af den effektive kronekurs danner en væsentlig del af baggrunden for et løft i BNP-væksten i år og

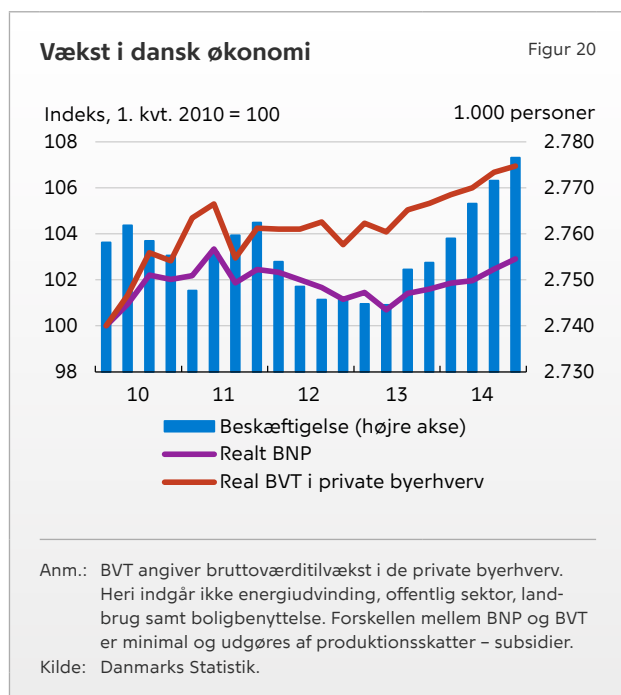
Centrale økonomiske størrelser

Tabel 3

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2014						
	2014	2015	2016	2017	2. kv.	3. kv.	4. kv.
BNP	1,0	2,0	2,1	1,8	0,1	0,5	0,4
Privat forbrug ¹	0,3	2,2	2,2	2,1	0,4	-0,3	0,9
Offentligt forbrug	1,4	1,0	0,2	0,6	0,1	0,6	0,0
Boliginvesteringer	4,5	1,4	2,7	2,1	-1,2	-0,1	-1,7
Offentlige investeringer	4,5	-0,7	-1,0	0,9	4,3	0,0	8,0
Erhvervsinvesteringer	1,8	5,1	5,3	5,4	0,0	1,9	0,6
Lagerinvesteringer mv. ²	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,6
Eksport	2,9	3,1	3,4	3,3	-1,1	0,4	0,8
Industrieksport	1,1	4,8	4,8	4,4	-2,5	1,9	0,2
Import	4,0	3,2	3,3	3,8	-0,5	0,8	0,2
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.768	2.800	2.835	2.871	2.767	2.772	2.776
Ledighed, brutto, 1.000 personer	135	124	114	107	134	133	132
Ledighed, netto, 1.000 personer	106	99	91	86	105	106	105
Betalingsbalance, pct. af BNP	6,2	7,0	7,0	6,9	5,5	6,9	7,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,6	-1,8	-2,5	-2,1	1,2	2,7	2,4
Kontantpriser, pct. år-år	3,5	3,4	3,3	3,5	3,6	3,9	3,6
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,3	0,5	1,8	1,9	0,4	0,3	0,2
Timeløn, pct. år-år	1,3	2,2	2,8	2,9	1,3	1,3	1,2

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

2. Bidrag til BNP-vækst (posten omfatter lagerinvesteringer, værdigenstande og statistisk diskrepans).



de kommende år, hvor fremgangen i den private indenlandske efterspørgsel, herunder i det private forbrug, efterhånden gør konjunkturopgangen mere selvberende. Det private forbrug ventes i år at vokse med 2,2 pct. og tilsvarende de næste to år. Den offentlige efterspørgsel vokser jævnt i 2015, hvorefter den bremser op i 2016. BNP-væksten i 2015 skønnes at blive 2,0 pct. og forventes at forblive på det niveau i 2016 og 2017. Forløbet indebærer, at produktionsgab, der aktuelt udgør omkring -2 pct. af BNP, lukkes over de næste par år. Produktionsgab er et mål for kapacitetspresset i økonomien og angiver, hvor langt den faktiske produktion ligger fra det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres.

Grundlaget for en styrkelse af opsvinget er på plads. De senere år er konkurrenceevnen forbedret betydeligt, og sammen med stigende efterspørgsel på eksportmarkederne vil det give sig udslag i øget eksport. Industrieksporten ventes at vokse i størrelsesordenen 4-5 pct. om året i 2015-17 på baggrund af en markedsvækst på de danske eksportmarkeder på omkring 5 pct., jf. appendiks 1.

Der har desuden været en længere periode med konsolidering i den private sektor, som har medført et stort akkumuleret opsparingsoverskud især i virksomhederne. I husholdningerne vil formuekvoten have en stigende tendens de

kommende år, bl.a. som følge af fremgangen på boligmarkedet med højere boligpriser. Forbrugertilliden ligger på et højt niveau og har gjort det i nogen tid, ligesom husholdningernes disponible indkomst stiger støt i de kommende år som følge af fremgang i beskæftigelsen og en stigende lønstigningstakt. Husholdningernes reale disponible indkomst³ stiger med i gennemsnit 2 pct. om året i 2015-17, dog lidt mere i 2015 som følge af de ekstraordinært lave prisstigninger. Dette ventes i højere grad end hidtil omsat i øget privat forbrug og investeringer.

Boliginvesteringerne ventes at vokse gradvist i perioden 2015-17. Efter udløbet af bolig-jobordningen ventes væksten i boliginvesteringerne i højere grad at komme fra nybyggeri.

Trods god fremgang i 2. halvår har virksomhedernes materielinvesteringer ikke rigtigt løftet sig i forhold til værditilvæksten i byerhvervene. Investeringskvoten ligger derfor fortsat under gennemsnittet over de seneste 20 år. Fremadrettet ventes materielinvesteringerne at stige stort set i takt med den tiltagende værditilvækst. Det skal ses på baggrund af en stigende kapacitetsudnyttelse og behov for nyinvesteringer. Erhvervsbyggeriet, der i en periode har ligget på et lavt niveau, skønnes at vokse ganske gradvist de kommende år, understøttet af det lave renteniveau. Lokaleledigheden er dog fortsat ganske høj, hvilket trækker i retning af fortsat behersket erhvervsbyggeri trods de lave finansieringsomkostninger.

Risiciene for prognosen knytter sig især til udviklingen i udlandet, ikke mindst euroområdet, og til effekterne af de meget lave renter på opsparings- og investeringsadfærden. Bekymringen om euroområdets økonomi er aftaget efter stærke tal for 4. kvartal, men der er stadig en geopolitisk usikkerhed knyttet til udviklingen i Ukraine, Rusland og Grækenland. Omvendt opretholder den private sektor uanset det meget lave renteniveau et meget betydeligt opsparingsoverskud. En nedbringelse heraf kan potentielt give et kraftigere løft i den indenlandske efterspørgsel. Samtidig kan de lave renter lede til en endnu stærkere prisudvikling på dele af boligmarkedet.

3 Her er renset for, at husholdningernes disponible indkomst i nationalregnskabet opgøres rammes af det ekstraordinære skatteprovenu fra omlægning af kapitalpensioner i 2013-15 samt højt PAL-skatteprovenu i 2014-15.

For forbrugerprisudviklingen er en nedadrettet risiko, at den svage udvikling i priserne på energi, fødevarer og importerede varer fortsætter. Det kan på et tidspunkt smitte af på inflationsforventningerne og den indenlandsk markedsbestem-

te del af prisudviklingen. Risikoen for deflation vurderes dog som begrænset. Alt i alt er risikobilledet ikke ændret væsentligt fra det, der tegnede sig igennem 2014, jf. boks 4.

Nationalbankens prognoser, risikovurderinger og politikanbefalinger gennem 2014

Boks 4

Nationalbanken skønnede ved indgangen til 2014, at et bredt funderet opsving var på vej. Væksten i BNP blev på 1,0 pct. for året som helhed. Der var højere vækst i de private byerhverv, hvor der renses for den faldende olie- og gasudvinding i Nordsøen, som aktuelt trækker BNP-væksten ned. Nationalbanken understregede gennem hele 2014, at hvis der anlægges et bredere syn, hvor udviklingen i beskæftigelsen og på boligmarkedet inddrages, var der betydelig frem-

gang i dansk økonomi. Samtidig vurderedes grundlaget for et opsving at være til stede, og skønnet for vækstudsigterne for 2015 og 2016 forblev uændret gennem 2014. Vurderingen af, at et opsving var i gang, blev således fastholdt og styrket i lyset af udviklingen gennem året. Denne vurdering var en væsentlig baggrund for anbefalingerne om at være tilbageholdende i finanspolitikken.

Nationalbankens anbefalinger i løbet af 2014 og baggrunden herfor

Politikområde:	Finanspolitik	Arbejdsmarkedspolitik	Skattepolitik
Anbefalinger	Ønskeligt med mere luft til de tilladte grænser for underskud i budgetloven og stabilitets- og vækstpakten.	Tiltag til forøgelse af arbejdsudbud og strukturel beskæftigelse.	Retablering af korrespondance mellem ejendomsværdi og ejendomsskat. Mindre asymmetri mellem beskatning af gæld og formue.
Baggrund	Finanspolitikken strammingsgrad bør afspejle konjunktoren.	De ledige ressourcer i økonomien er begrænsede, så pres kan hurtigt opstå.	Boligbeskatningen er konjunkturmedløbende. Det giver risiko for makroøkonomisk ustabilitet.

I Nationalbankens politikanbefalinger, som de kom til udtryk i forbindelse med de kvartalsvise prognoser, blev der vedvarende advaret om det u hensigtsmæssige i, at finanspolitikken gik lige til grænsen i forhold til rammerne i stabilitets- og vækstpakten og budgetloven og dermed ikke efterlod meget finanspolitisk råderum, jf. tabel. At den faktiske saldo endte med at udvise et overskud i 2014, skyldes udelukkende store midlertidige indtægter dels fra omlægningen af beskatningen af kapitalpensioner, og dels fra pensionsafkastskatten (PAL-skatten). I vurderingen af finanspolitikken bør der korrigeres for disse store engangsindtægter. Den strukturelle saldo var ikke påvirket af disse indtægter.

Der var i politikanbefalingerne stort fokus på udviklingen på arbejds- og boligmarkederne. Det blev understreget, at de ledige ressourcer på arbejdsmarkedet var begrænset, og at selv en mindre fremgang ville få arbejdsmarkedet til at stramme til. Det blev på den baggrund betonet, at reformsporet må fortsættes med henblik på at øge den strukturelle beskæftigelse, og at arbejdsmarkedspolitikken og beskæftigelsesindsatsen ikke må svækkes. Det er synspunkter, som understøttes af den aktuelle udvikling.

Der blev gentagne gange peget på, at afkoblingen mellem boligpriserne og boligbeskatningen var med til at

gøre boligbeskatningen konjunkturmedløbende, og det blev derfor anbefalet at genskabe koblingen mellem boligens værdi og ejendomsbeskatningen for at øge de automatiske stabilisatorer. I forbindelse med sikring af makroøkonomisk stabilitet blev der endvidere sat spørgsmålstegn ved det hensigtsmæssige i så stor asymmetri i den skattemæssige behandling af gæld og placering af formue, som der er i det aktuelle danske skattesystem.

I prognoserne gennem 2014 blev der ud over de konkrete skøn på en lang række variable givet en beskrivelse af risikobilledet for prognosen. Dette billede var forholdsvis ensartet i de fire prognoser, der blev lavet i årets løb. Den væsentligste nedadrettede risikofaktor var, at væksten i udlandet ville skuffe.

Som den væsentligste opadrettede risikofaktor nævntes muligheden af, at den betydelige private opsparing sammen med det konjunkturmedløbende boligmarked kunne give økonomien, og herunder det private forbrug, et endnu kraftigere løft end skønnet. Det skete ikke, men udsigterne for de kommende år blev fastholdt. Skønnet på boligpriserne ramte den faktiske udvikling ganske godt.

UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

Værdien af vareeksporten ekskl. skibe og fly sæsonkorrigeret lå fladt i 4. kvartal 2014. Det afspejler bl.a., at brændselseksporten gik ned med 16 pct. i forhold til 3. kvartal 2014 hovedsageligt som følge af den lavere oliepris. Omvendt steg salget af maskiner med næsten 5 pct. Værdien af vareimporten faldt lidt, og overskuddet på handelsbalancen lå uændret på 5-6 mia. kr. pr. måned. I januar i år var der fremgang i eksporten, og overskuddet på handelsbalancen steg til godt 8 mia. kr.

For året som helhed var der et lille fald i værdien af vareeksporten, fordi salget af olie og minkskind faldt. De to varegrupper havde begge markante prisfald sidste år. Eksporten til Danmarks største samhandelspartner, Tyskland, steg med over 7 pct. i 2014, bl.a. som følge af et øget salg af dele til vindmøller. Omvendt faldt eksporten til Sverige og Storbritannien hovedsageligt på grund af en lavere eksportværdi af olie. Der var betydelige stigninger i samhandlen med USA og Kina, som i dag er Danmarks næststørste samhandelspartner. Værdien af vareimporten var omtrent uændret i 2014.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster gik tilbage i 4. kvartal 2014, og for året som helhed faldt det med godt 17 mia. kr. til knap 120 mia. kr., jf. figur 21. Det er stadig det næststørste årlige overskud nogensinde. Medvirkende til det mindre overskud i 2014 var et fald i over-

skuddet på formueindkomsten på godt 12 mia. kr. Overskuddet på tjenesteeksporten steg, især fordi eksporten af tjenester i forbindelse med søtransport trak op. Tjenester udgjorde i 2014 omkring 40 pct. af den samlede eksport, og søtransport udgjorde mere end halvdelen af tjenesteeksporten, som geografisk er meget spredt med lande uden for EU som de dominerende.

I januar i år faldt overskuddet på betalingsbalancen lidt, men for 2015 under ét ventes overskuddet på betalingsbalancen at stige til 140 mia. kr., eller 7,0 pct. af BNP, og det skønnes at forblive på det høje niveau de kommende år. Det afspejler i høj grad en fortsat betydelig formueindtægt, der sidste år var på næsten 3 pct. af BNP.

BOLIGMARKED

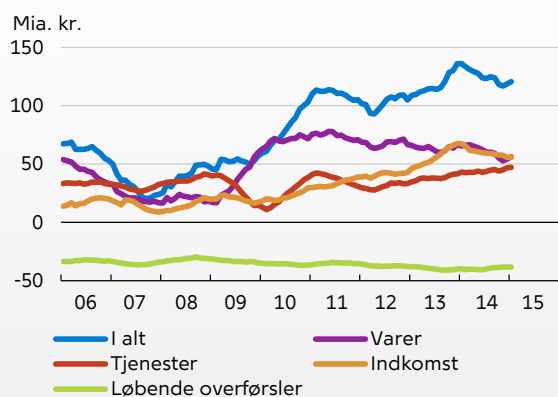
Stemningen på boligmarkedet er blevet mere positiv de seneste kvartaler, og prisstigningerne er generelt ved at sprede sig også til områder uden for de store byer.

Salgspriserne fortsatte den stigende tendens gennem 2014, og i 4. kvartal lå de for enfamiliehuse 3 pct. over samme periode året før. Det er den højeste stigning siden 2010 og vidner om en betydelig fremgang på boligmarkedet under ét, jf. figur 22. Priserne på ejerlejligheder steg endnu kraftigere. Her lå niveauet i 4. kvartal 8 pct. over samme kvartal i 2013.

Der er dog fortsat betydelige regionale forskelle på, hvor stærkt boligpriserne udvikler sig. Pris-

Betalingsbalancens løbende poster

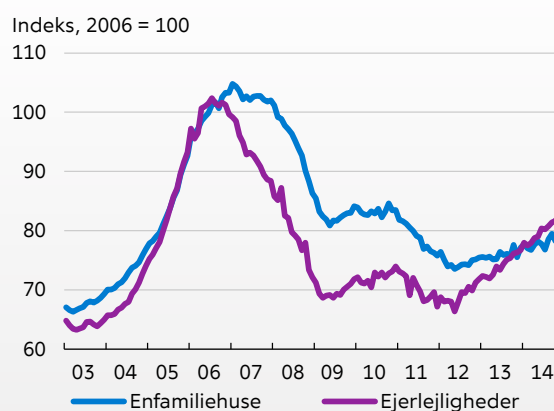
Figur 21



Anm.: 12 måneders-sum.
Kilde: Danmarks Statistik.

Reale boligpriser

Figur 22



Anm.: Boligpriserne er deflateret med forbrugerprisindekset.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

stigningerne har været kraftigst i de store byer, især i København, men der er tegn på en stærkere vækst i priserne også i omegnskommunerne. Det samme gælder, om end i mindre grad, Århus og omegn. Med undtagelse af enkelte yderområder var der positive årsstigningstakter i huspriserne i 3. kvartal 2014.

Omsætningen på boligmarkedet målt ved antallet af tinglyste salg er steget næsten 10 pct. for enfamiliehuse siden efteråret 2013. For ejerlejligheder har stigningen været over det dobbelte. Hertil kommer, at udbuddet af enfamiliehuse til salg i februar 2015 lå 7 pct. lavere end i juni 2014, hvor et fald satte ind. Selv om niveauet stadig ligger pænt over gennemsnittet siden 2004, er et faldende udbud tegn på et boligmarked i fremgang. På markedet for ejerlejligheder er udbuddet faldet med 19 pct. Det understreger, at fremgangen på boligmarkedet hidtil især har fundet sted i de store byer, hvor hovedparten af ejerlejlighederne er koncentreret. Faldende udbud og øget omsætning har medført en stabilisering i niveauet for prisafslag ved bolighandler, dvs. forskellen mellem udbudspris og endelig salgspris.

Prisafslaget for enfamiliehuse ligger nu omkring 10 pct. og på omkring det halve i forbindelse med handel med ejerlejligheder. Den gennemsnitlige liggetid for enfamiliehuse har været svagt faldende det seneste år, men er med omkring 300 dage fortsat ganske høj. For ejerlejligheder er liggetiden på ca. 150 dage, mens den i København by er nede under 100 dage. I København er priserne på

især ejerlejligheder i de seneste år steget kraftigt, og for så vidt angår udbud, omsætning, liggetider og de reale priser, er situationen ved at nærme sig niveauerne for 2004-05, dvs. lige forud for den seneste boligbølge. Prisstigningerne i København skal ses i lyset af en betydelig tilflytning de senere år.

Boligbyrden, dvs. omkostningerne ved at købe et hus eller ejerlejlighed som andel af den gennemsnitlige disponible indkomst, ligger klart under sit gennemsnit over de sidste par årtier. Det viser, at de aktuelt meget lave renter ikke fuldt ud er afspejlet i kontantpriserne. Huspriserne på landsplan ventes at stige omkring 3,5 pct. nominelt om året de kommende år, men de lave renter kan lede til en endnu stærkere prisudvikling. Prisstigningen skal ud over det meget lave renteniveau ses i lyset af fremgang i husholdningernes disponible indkomster og den generelt bedre stemning, der synes at være på vej i økonomien.

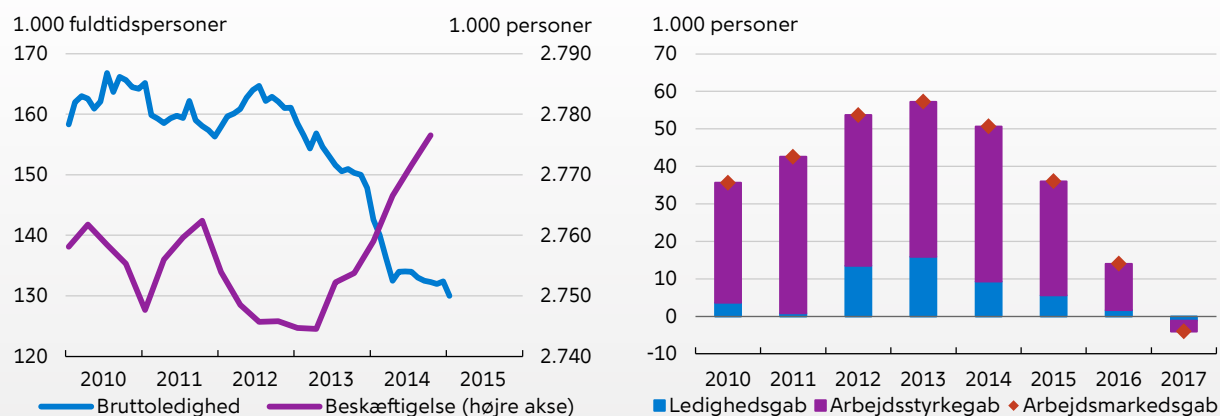
ARBEJDSMARKED OG KAPACITET

Udviklingen i ledigheden og den private beskæftigelse tegner et billede af et arbejdsmarked i stadigt klarere fremgang. Beskæftigelsen fortsatte ifølge nationalregnskabet med at stige i 4. kvartal, hvor den lå knap 23.000 højere end i samme kvartal 2013, jf. figur 23 (venstre). Stigningen har været stærkere end faldet i ledigheden, så der var samtidig en forøgelse af arbejdsstyrken.

Det er udelukkende den private beskæftigelse, der er steget. Det er især inden for handel,

Ledige ressourcer på arbejdsmarkedet

Figur 23



Anm.: Højre figur: Arbejdsmarkedsgabet udgøres af bidrag fra ledighedsgab og arbejdsstyrkegab.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

transport og erhvervsservice, at beskæftigelsen er gået frem, men også industrien har oplevet en fremgang. Omvendt har beskæftigelsen i den offentlige sektor været faldende over en længere periode. Beskæftigelsesstigningen har været stærk set i forhold til BNP-udviklingen, som i disse år trækkes ned af en faldende nordsøproduktion. Ser man alene på væksten i de private byerhverv, hvor olieudvindingen ikke indgår, passer væksttallene bedre med beskæftigelsesfremgangen.

Ledigheden har været faldende siden midten af 2012, og faldet fortsatte i 2014 og ind i 2015. Samlet er bruttoledigheden over det seneste år reduceret med ca. 15.000 personer til at udgøre 4,9 pct. af arbejdsstyrken i januar i år. Reduktionen var særligt kraftig i begyndelsen af 2014, hvor kontanthjælpsreformen trådte i kraft, men selv korrigeret herfor faldt ledigheden. Det er især blandt ufaglærte samt inden for byggefagene og metal, at antallet af dagpengemodtagere er faldet i løbet af 2014. Ledigheden blandt flere af faggrupperne ligger i dag på samme niveau som i perioden 2005-07.

Fremgangen i beskæftigelsen ventes at tage til i de kommende år, således at den frem mod slutningen af 2017 øges med godt 100.000 personer. Det får ledigheden til at falde yderligere i år og de næste par år. I løbet af 2016 lukkes ledighedsgabet og forbliver lukket i 2017 med tendens til at blive negativt. Arbejdsmarkedsgabet, der beskriver, hvor meget beskæftigelsen ligger under sit strukturelle niveau, skønnes aktuelt til 40-45.000 personer. Heraf udgør ledighedsgabet ca. 10.000 personer, jf. figur 23 (højre). Arbejdsmarkedsgabet ventes at blive svagt negativt i 2017. Det er udtryk for, at arbejdsmarkedet strammer til.

Endnu er der kun få tegn på et generelt kapacitetspres på arbejdsmarkedet, men det kan hurtigt ændre sig. Der har i 2014 været en lille stigning i indikatorerne for arbejdskraftmangel for industri, serviceerhverv og bygge- og anlægserhverv, men indikatorerne ligger fortsat på et lavt niveau. Fremadrettet bliver der imidlertid behov for flere hænder på arbejdsmarkedet. En del kan komme fra studerende, ligesom arbejdsmarkedsreformerne vil bidrage. En yderligere kilde kommer fra indvandringen, om end nogle grupper af indvandrere har en meget lav erhvervsfrekvens. Det gælder især nogle af indvandrerne fra ikke-vestlige lande. En højere erhvervsfrekvens for disse grupper kunne give et bidrag til arbejdsstyrken. Antallet af

indvandrere med udenlandsk herkomst i den arbejdsdygtige alder steg med 49.000 personer fra 2009 til begyndelsen af 2013 (ifølge den registerbaserede arbejdsstyrke statistik, RAS-statistikken). I samme periode steg antallet af indvandrere registreret som beskæftigede imidlertid kun med 7.000 personer, 11.000 flere var registreret som ledige, mens 31.000 stod uden for arbejdsstyrken.

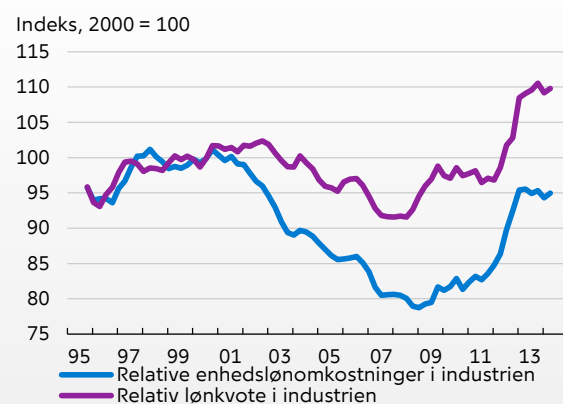
LØN

Lønstigningstakten på det private arbejdsmarked er fortsat behersket og under udlandets. I 4. kvartal 2014 viste Danmarks Statistiks lønindeks for de eksporttunge fremstillingserhverv en stigning på 1,1 pct., mens den i byggeriet, der er mere hjemmemarkedsorienteret, steg 1,5 pct. Der var i begge tilfælde tale om et lille fald i forhold til 3. kvartal 2014. Lønnen i den private sektor under ét har dog været svagt stigende gennem 2014. I Dansk Arbejdsgiverforenings opgørelse lå lønstigningerne lidt højere, men også her var der tale om fald i forhold til 3. kvartal for fremstilling og byggeri.

For 2014 under ét steg lønningerne i industrien 1,3 pct. I år ventes lønstigningstakten at tiltage til 2,2 pct. De kommende år ventes et strammere arbejdsmarked at bidrage til større lønvækst i forbindelse med de lokale lønforhandlinger, og i 2016 og 2017 skønnes der lønstigninger på henholdsvis 2,8 og 2,9 pct. Gennem hele perioden er der således stadig tale om en afdæmpet lønudvikling.

Dansk industris konkurrenceevne

Figur 24



Anm.: 4-kvartalers glidende gennemsnit. En stigning i indeksene angiver, at den danske konkurrenceevne er forbedret.
Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger.

Stigningen i de danske timelønninger i fremstillingshverv har de senere år ligget under et vægtesgennemsnit af lønstigningerne hos de udenlandske konkurrenter, og det var fortsat tilfældet i 4. kvartal 2014.

Et bredere mål for lønkonkurrenceevnen fremkommer ved at betragte lønomkostninger pr. produceret enhed (enhedslønomkostning) i udlandet i forhold til i Danmark, hvor enhedslønomkostningen beregnes som lønsum divideret med bruttoværditilvækst, BVT, i faste priser (et mængdemål). Dansk industri er imidlertid i høj grad specialiseret i brancher, der har haft en relativt god prisudvikling. Det afspejler sig i, at bytteforholdet, dvs. eksportpriser i forhold til importpriser, er forbedret over tid. Det betyder, at væksten i industriens eksportindtjening ikke blot kommer fra vækst i de eksporterede mængder, men også i høj grad fra bedre priser. Det er ikke nødvendigvis et problem, at danske lønomkostninger stiger mere end i udlandet, hvis danske virksomheder samtidig kan øge priserne mere, end de udenlandske konkurrenter kan. Ved at anvende lønomkostninger pr. produceret enhed i løbende priser tages der højde for denne bytteforholdseffekt. Det svarer til at sammenligne lønkvoten i industrien i udlandet med lønkvoten herhjemme.

Begge konkurrenceevnemål viser ifølge de foreløbige tal, at dansk industris lønkonkurrenceevne er markant forbedret de senere år, jf. figur 24. Det tab i konkurrenceevne, der var fra midten af 1990'erne frem til finanskrisen i 2008, er mere end indhentet igen, når der måles på de relative lønkvoter. På den baggrund vurderes dansk industri at have et godt grundlag for øget afsætning.

På det offentlige område er der opnået enighed om nye 3-årige overenskomster for staten, regionerne og kommunerne. Den samlede lønramme er i alle tre tilfælde omkring 6,5 pct., dvs. ca. 2,2 pct. om året. Overenskomsterne indebærer, at de offentlige lønninger fortsat reguleres i forhold til lønudviklingen i den private sektor. Det betyder, at det i sidste ende er lønforhandlingerne på det private arbejdsmarked, der bestemmer lønudviklingen. Dog er reguleringen blevet strammet, så en offentlig merlønstigning fremover vil blive modregnet 100 pct., mens reguleringen uændret er 80 pct., hvis de private lønstigninger ligger over de offentlige. Det sker, fordi de offentlige lønninger siden 2008 er steget lidt hurtigere end de private.

PRISER

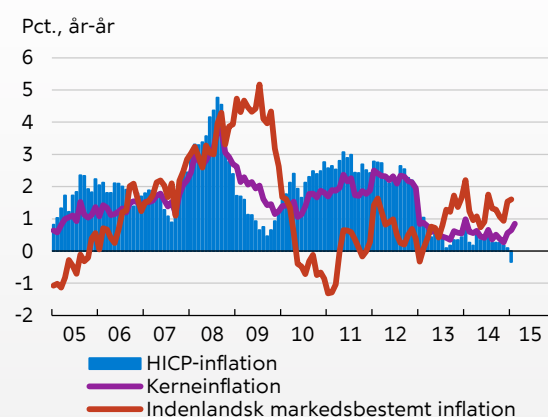
Forbrugerpriserne trækkes aktuelt ned af reduktionen siden sommeren 2014 i olieprisen og dermed i prisen på benzin og fyringsolie. Prisen på råolie er blevet næsten halveret frem til januar, men er siden steget noget igen. Forbrugerpriserne har ligget uændret over det seneste år, jf. figur 25. Forbrugerpriserne er vigende i euroområdet, hvor HICP-indekset ifølge den foreløbige opgørelse faldt med 0,3 pct. i februar.

De faldende energipriser har sat fokus på risikoen for deflation, forstået som en periode med generelle og vedvarende prisfald. Selv om der imidlertid skulle komme en kort periode med en negativ prisstigningstakt, er der ikke tale om deflation. Lønstigningstakten er tiltagende, og der er ikke udsigt til vedvarende og generelle prisfald. Mange priser stiger fortsat, men er midlertidigt blevet overdøvet af det store fald i energipriserne.

Velforankrede inflationsforventninger er vigtige, da de hindrer en deflationær proces i at blive selvforstærkende i den forstand, at forventninger om faldende priser fører til udskyldelse af forbrug og investeringer, hvorved den svigtende efterspørgsel presser priserne yderligere ned osv. Inflationsforventningerne er faldet lidt både herhjemme og i euroområdet, jf. artiklen "Faldende olie- og forbrugerpriser" i denne Kvartalsoversigt.

Forbrugerpriser og underliggende inflation

Figur 25



Anm.: HICP-inflation er stigningen i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks. Kerneinflationen er HICP eksklusiv energi og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation for indenlandsk markedsbestemt inflation er januar og er delvist skøn. Seneste observation for HICP-inflation og kerneinflation er februar.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Forbrugerpriser

Tabel 4

Pct., år-år	Vægte ¹	2014/2015									
		2014	2015	2016	2017	4. kv.	1. kv.	2. kv.	feb.	mar.	apr.
HICP		0,3	0,5	1,8	1,9	0,2	0,0	0,4	0,0	0,3	0,3
Nettoprisindeks	100,0	0,7	0,9	1,8	1,9	0,7	0,5	0,8	0,5	0,8	0,8
Eksogene:											
Energi	7,8	-2,8	-6,8	2,0	1,3	-5,4	-9,9	-7,5	-10,1	-7,3	-7,2
Fødevarer	4,6	-1,5	1,2	1,7	1,9	0,4	1,1	1,8	1,1	1,5	1,9
Adm. priser	4,2	1,4	1,3	2,2	3,1	-0,3	-0,1	0,6	-0,2	0,0	0,2
Husleje	26,1	2,5	1,8	1,9	2,2	2,6	2,2	1,9	2,0	2,0	1,9
Ekskl. eksogene:	57,2	0,7	1,6	1,6	1,8	0,8	1,4	1,7	1,3	1,4	1,5
Import	18,6	-0,8	1,5	1,7	1,4	-0,3	0,5	1,2	0,7	0,7	1,0
IMI	38,7	1,3	1,6	1,6	2,0	1,2	1,7	1,9	1,6	1,8	1,7

Anm.: Seneste faktiske tal er februar 2015.

1. Vægt i nettoprisindekset, procent. Vægtene er fra januar 2015.

At risikoen for deflation er lille, illustreres bl.a. af, at kerneinflationen, der udelader energi og uforarbejdede fødevarer, har været stabil omkring et niveau på godt 0,5 pct. p.a. i de seneste to år, ligesom indekset for indenlandsk markedsbestemt inflation, IMI, der afspejler udviklingen i danske lønninger og avancer, fortsat ligger i intervallet 1,5-2 pct.

Priserne fortsætter med at falde i engrosledet, så der vil være et fortsat nedadrettet pres på forbrugerpriserne i de kommende måneder. Det samlede prisindeks for indenlandsk vareforsyning var 2,5 pct. lavere i januar end et år tidligere. Nedgangen er drevet af faldende energi- og råvarepriser, mens importpriserne trækker op.

I prognosen er HICP-inflationen for 2015 nedjusteret fra 0,8 til 0,5 pct. Det skyldes først og fremmest den lavere oliepris, mens importpriserne trækker op, bl.a. som følge af en lavere effektiv kronekurs. I 2016 og 2017 ventes en stigningstakt på henholdsvis 1,8 og 1,9 pct., jf. tabel 4. Her bidrager energi- og importpriserne ikke længere negativt til udviklingen i forbrugerpriserne.

OFFENTLIGE FINANSER

Væksten i det reale offentlige forbrug i år skønnes at blive 1,0 pct., men falder til 0,2 pct. i 2016. De offentlige investeringer, der er høje set i et længere perspektiv, ventes at falde lidt i år og næste år.

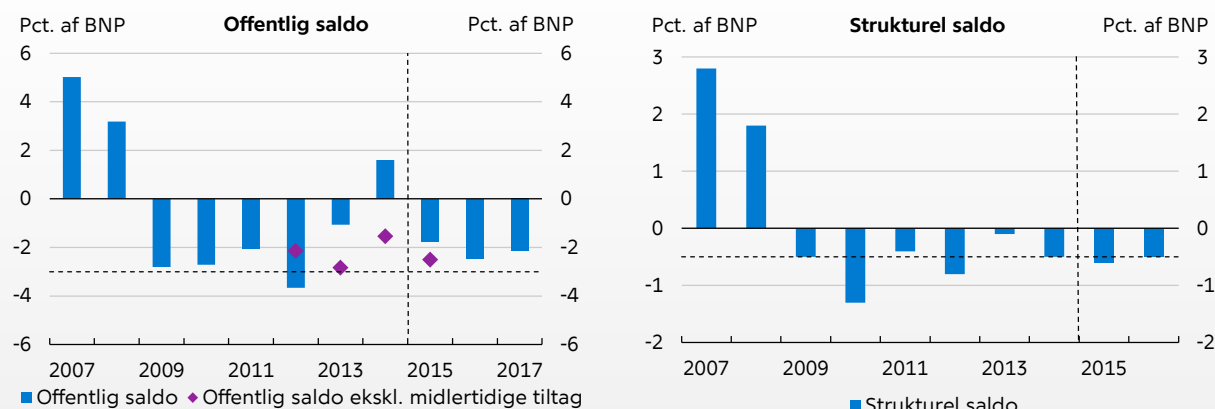
I 2014 skønnes der et overskud på de offentlige finanser på knap 31 mia. kr. svarende til 1,6 pct. af BNP, jf. figur 26. Det er første gang i fem år, at der er et overskud. Overskuddet skyldes ekstraordinære pensionsindtægter og er ikke udtryk for en strukturel forbedring. I år skønnes et underskud på de offentlige finanser på 1,8 pct. af BNP. Uden de ekstraordinære indtægter fra fremrykning af beskatningen af kapitalpensioner, som fortsætter i år (pensionspakken), ville underskuddet være tættere på de 3 pct. af BNP, som er tilladt ifølge stabilitets- og vækstpigten.

Underskuddet på den offentlige saldo i 2016 forværres til 2,5 pct. af BNP i takt med, at de midlertidige indtægter fra pensionspakken bortfalder og PAL-skatteprovenuet normaliseres. I 2017 skønnes et underskud på 2,1 pct. af BNP. Nationalbanken vurderer således, at den offentlige saldo vil holde sig inden for rammerne af stabilitets- og vækstpigten i hele prognoseperioden. Der forudsættes omtrent uændret finanspolitisk stramhedsgrad i prognosen.

Regeringens opgørelse af den strukturelle saldo tegner fortsat et billede af en finanspolitik, som går lige til grænserne. Ved fremlæggelsen af finanslovforslaget for 2015 blev der skønnet et strukturelt underskud i år på 0,5 pct. af BNP, og budgetlovens rammer var dermed lige netop

Offentlig saldo og strukturel saldo

Figur 26



Anm.: Venstre figur inkluderer de midlertidige tiltag, dvs. udbetalingen af efterlønsbidrag i 2012 og indtægterne fra omlægningen af kapitalpensioner i 2013 og 2014. I 2015 er der korrigeret for de midlertidige indtægter som følge af pensionspakken. Højre figur viser den strukturelle saldo ifølge Finansministeriet.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Finansministeriet.

overholdt. Efterfølgende er underskuddet opjusteret til 0,6 pct. af BNP, ifølge Finansministeriet bl.a. som følge af højere udgifter på asylområdet.

ØKONOMISK POLITIK

I Danmark er pengepolitikken tilrettelagt efter at holde en fast kurs over for euro. Der var en meget stor kapitalindstrømning fra medio januar, hvor den schweiziske centralbank, SNB, besluttede ikke længere at opretholde grænsen for, hvor stærk schweizerfrancen kunne være over for euro, samt ECB's efterfølgende annoncering af et omfattende program for opkøb af statsobligationer. Det tenderede mod at styrke kronen. På den baggrund har Nationalbanken købt valuta mod kroner i valutamarkedet for et betydeligt beløb, ligesom de pengepolitiske renter er nedsat ad flere omgange til et niveau, der ikke er set tidligere. De traditionelle instrumenter er desuden blevet suppleret af et stop for udstedelsen af statsobligationer.

Nationalbanken står for udførelsen af fastkurspolitikken og har de instrumenter, som er nødvendige til at sikre, at kronens kurs holdes tæt på centalkursen over for euro. I en situation med opadgående pres på kronen er Nationalbankens muligheder for at intervenere i valutamarkedet ubegrænsede.

Fastkurspolitikken har siden 1982 været en hjørnesten i dansk økonomisk politik og er, understøttet af en stabilitetsorienteret finans- og strukturpolitik, grundlaget for en stabil økonomisk

udvikling med lav inflation og høj beskæftigelse. I pengepolitikken tages alene hensyn til at fastholde kronens kurs over for euro. Konjunkturstabilisering sker gennem finanspolitikken.

Det meget lave renteniveau virker sammen med faldet i olieprisen og svækkelsen af den effektive kronekurs ekspansivt på økonomien. Det sker på et tidspunkt, hvor fremgangen i dansk økonomi allerede har været i gang i nogen tid, og hvor de ledige ressourcer er begrænsede. I prognosen skønnes et markant løft i væksten. BNP ventes i år at stige 2,0 pct., en vækst som fastholdes i 2016 og 2017. Produktionsgabene er ikke større, end at det med den skønnede vækst lukkes i løbet af de næste par år.

Finanspolitikken skal afstemmes med de stærke ekspansive kræfter, der er for øjeblikket. En økonomi inde i et opsving med et negativt produktionsgab, som gradvis lukkes, kræver en finanspolitik, som føres tilbage på et neutralt niveau, jf. boks 5. Den strukturelle saldo bør på den baggrund bringes nær balance i løbet af de næste par år og dermed løftes fra det aktuelle niveau tæt på den nedre grænse i budgetloven på -0,5 pct. af BNP.

De senere års strukturreformer, herunder af dagpenge- og pensionssystemet, skulle gerne udmøntes i en støt fremgang i arbejdsstyrken. I modsat fald vil arbejdsmarkedet hurtigt stramme til, og der vil opstå mere generel knaphed på ledige hænder.

Hvis det aktuelle meget lave renteniveau prises ind i kontantpriserne i fuldt omfang, er der risiko for en usund udvikling med selvforstærkende prisstigninger på ejerboliger, som tidligere set, samtidig med at det kan gøre nogle husejere mere sårbare, når renten begynder at stige igen. Fraværet af tilstrækkelige automatiske stabilisatorer på boligmarkedet er et problem. Fastfrysningen af ejendomsværdibeskatningen betyder, at den effektive beskatning, forstået som betalt skat i forhold til boligens værdi, er procyklisk, således at den falder, når boligpriserne stiger og omvendt. Det er med til at forstærke udsvingene

på boligmarkedet og i økonomien som helhed og hæmmer derved den makroøkonomiske stabilitet. Også grundskyldsbeskatningen virker procyklisk, i de tilfælde hvor stigningen i grundværdierne overstiger den lovgivningsmæssigt fastsatte maksimale stigningsprocent.

En styrkelse af den makroøkonomiske stabilitet og dæmpning af de regionale forskelle sker mest effektivt ved en retablering af forbindelsen mellem ejendomsværdi og ejendomsbeskatning, således som det var tilfældet før 2002. En sådan retablering kan ikke vente til 2020.

Konjunkturudsving og økonomisk politik

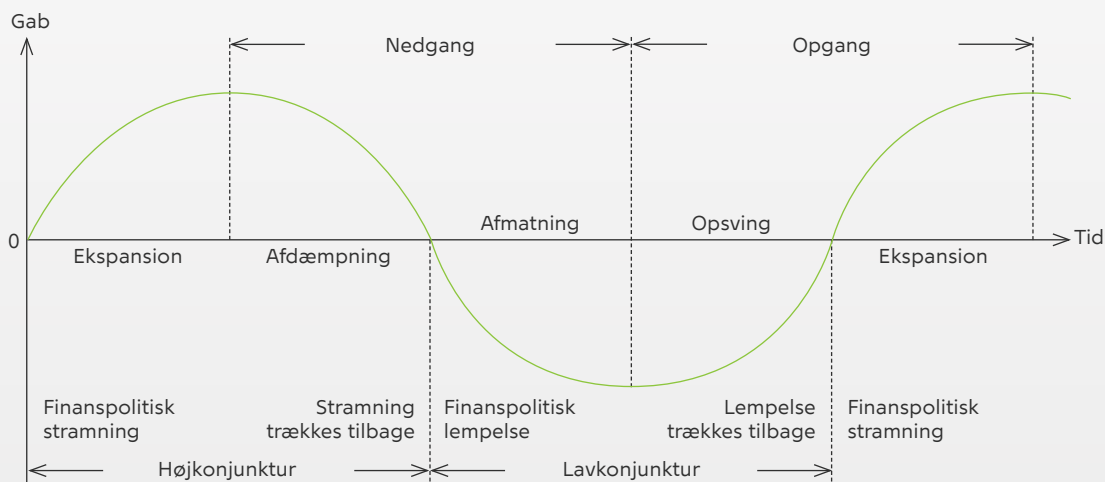
Boks 5

fortsættes næste side

Målet for den korte og mellemfristede økonomiske politik er primært at stabilisere økonomien og dermed undgå de omfattende økonomiske omkostninger ved dybe lavkonjunkturer. I figuren nedenfor vises stiliseret økonomiens konjunktursituation ud fra det såkaldte produktionsgab, som sammenholder aktivitetsomfanget med et normalt niveau, kaldet det potentielle. En *højkonjunktur* fremkommer, når økonomien opererer over sit potentiale, og en *lavkonjunktur*, når økonomien modsat er under sit potentiale. En væsentlig pointe er, at ændringer i BNP-væksten ikke umiddelbart er sammenfaldende med en ny konjunktursituation. Perioden med høj vækst (altså højere end det potentielle leje) er ensbetydende med en konjunktural *opgang*, men i et typisk konjunkturforløb vil den første del af en konjunkturopgang indebære en normalisering fra lavpunktet af en lavkonjunktur – en fase, der er betegnet *opsving* i figuren.

Dansk økonomi er aktuelt i et opsving, hvor produktionsgabets indsnævres, jf. den anden figur nedenfor. I denne fase er økonomien ved at retablere en normaltilstand, og der er et vigende behov for konjunkturbetingede tiltag i den økonomiske politik. Når produktionsgabets lukket, skal man derimod være opmærksom på at modgå de selvforstærkende mekanismer i konjunkturopgangen, som kan føre økonomien fra et opsving ind i en *ekspansion* ud over det potentielle niveau – det er i denne fase, at der kan opstå behov for finanspolitiske stramninger, som understøtter de automatiske stabilisatorer. Nationalbankens estimat for udviklingen i konjunktursituationen siden 1985 viser de voldsomme højkonjunkturer i midten af 1980'erne og 2000'erne, ligesom de efterfølgende langvarige lavkonjunkturer træder tydeligt frem.

En stiliseret konjunkturcykel

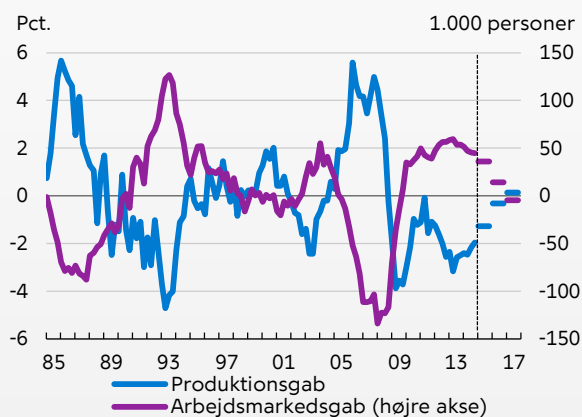


Kilde: Egen tilvirkning.

Tilsvarende vil en højkonjunktur med tendens til overop-
hedning på et tidspunkt afløses af en *afdæmpning*, hvor
økonomiens vækstrate falder under det potentielle niveau
– det kan ske gradvist i en blød landing med lav, men positiv
vækst, eller det kan som i 2008-09 ske med en decideret
recession, hvor aktivitetsomfanget falder brat. Særligt i det
sidste tilfælde er der betydelig fare for, at afdæmpningen
går over i en decideret *afmatning*, hvor aktiviteten når under
sit potentielle. Under en afmatning kan der være behov for

diskretionært at understøtte de automatiske stabilisatorer,
så økonomien med et minimum af omkostninger går ind
i et nyt opsving mod en normalisering af ressourceudnyt-
telsen. Sammenfattende kan perioden benævnt nedgang
(hældningen på kurven er negativ) fordrer en diskretionær
finanspolitisk lempelse og omvendt under en opgang (posi-
tiv hældning på kurven), hvor en diskretionær stramning af
finanspolitikken er hensigtsmæssig.

Graden af pres i dansk økonomi



Anm.: Produktions- og arbejdsmarkedsgab viser forskel mellem faktiske og potentielle niveauer.

Kilde: Egne beregninger.

Der er flere kvalifikationer til dette billede. Mindre udsving
i konjunkturcyklussen er svære at identificere og modvirke i
den diskretionære økonomiske politik med en hensigtsmæs-
sig timing, ikke mindst da finanspolitiske indgreb virker med
forsinkelse. De konjunktursving, hvor diskretionære tiltag
giver mening, er dem, hvor der oparbejdes et betydeligt
konjunkturgab uden tydelige tegn på en vending, som vi
oplevede det omkring 1985 og igen i 2005. Forårspakken i

2004 er således et eksempel på en forkert timet lempelse,
der kom midt i et *opsving* og dermed bidrog til at bringe
økonomien ind i en voldsom *ekspansion*. Med en stabilise-
rende økonomisk politik er det lige så vigtigt at stramme
under en ekspansion som at lempe under en afmatning, dvs.
finanspolitiske lempelser skal rulles tilbage, når det igen går
fremad.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makro-økonomiske model MONA⁴ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2014. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

De internationale organisationer venter tiltagende vækst i den globale økonomi. I euroområdet forventes væksten i år at blive behersket, mens fremgangen hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere, bl.a. Sverige og især Storbritannien, vurderes at blive mere solid. Udsigten til gradvist højere vækst understøttes af, at energipriserne og renterne er lave. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske industrieksport at vokse med 4,6 pct. i år og med 5,2 og 4,9 pct. i henholdsvis 2016 og 2017, jf. tabel 5.

Priserne på markederne, hvorfra Danmark importerer, ventes at falde i år for derefter at stige behersket. Samme tendens gør sig gældende for priserne på eksportmarkedet. Gennem fremskrivningsperioden skønnes lønstigningstakten i udlandet at være moderat som følge af fortsat svage arbejdsmarkeder i flere lande.

RENTER, VALUTA OG OLIEPRIS

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var i begyndelsen af marts 2015 lidt under -0,5 pct. og ventes at være omtrent uændret frem mod 2017.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den lå i begyndelsen af marts på 0,8 pct. og ventes at stige til 1,5 pct. i 2017.

Den effektive kronekurs er faldet mærkbart de seneste måneder. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra begyndelsen af marts.

Prisen på olie faldt markant i december og januar, men steg derefter frem til prognosens udarbejdelse til ca. 60 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurespriserne og stiger dermed til lidt under 75 dollar mod slutningen af 2017.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik, herunder aftalen om finansloven for 2015, de kommunale og regionale budgetter samt regeringens opdaterede 2020-forløb fra august 2014.

Muligheden for at betale skat af eksisterende kapitalpensioner til reduceret skattesats antages at give 58 mia. kr. i fremrykket ekstraordinært skatteprovenu i 2014. I 2015 skønnes et provenu på 15 mia. kr. fra regeringens pensionspakke, som udover kapitalpensioner giver mulighed for skatterabat på udbetaling af pensioner fra Lønmodtagernes Dyrtidsfond.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,0 pct., jf. tabel 5. I 2016 og 2017 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 0,2 og 0,6 pct. De offentlige investeringer ventes at falde 0,7 pct. i år og med 1,0 pct. i 2016.

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

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 5

	2014	2015	2016	2017
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	2,8	4,6	5,2	4,9
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	-0,6	-3,1	1,1	1,5
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	-0,6	-3,1	1,1	1,5
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,3	2,3	2,4	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,0	-0,5	-0,6	-0,4
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,3	1,0	1,3	1,5
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,3	99,4	99,2	99,2
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	6,6	6,7	6,7
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	99,0	63,3	70,6	73,6
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	1,4	1,0	0,2	0,6
Offentlige investeringer, pct. år-år	4,5	-0,7	-1,0	0,9
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	816	822	822	825

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 oprevideret med 0,3 procentpoint i år til 2,0 pct. og med 0,1 procentpoint til 2,1 pct. i 2016 i forhold til december-prognosen, jf. tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrunds faktorer.

Den højere BNP-vækst afspejler de seneste måneders fald i oliepris og renter såvel som kronens lavere kurs over for dollar og en række andre valutaer. De lavere oliepriser stimulerer væksten globalt og dermed efterspørgslen både herhjemme og på eksportmarkederne. Det trækker aktiviteten op i år og næste år. Den lavere kronekurs gør danske eksportvarer billigere, hvilket også trækker i retning af øget afsætning på eksportmarkederne. Aktivitetseffekten herfra modgås dog til dels af, at importerede varer samtidig bliver dyrere, hvilket isoleret set dæmper den indenlandske efterspørgsel. Endelig stimulerer de lavere renter også efterspørgslen, ikke

mindst erhvervs- og boliginvesteringerne. I prognosen er det lagt til grund, at de stærke ekspansive effekter fra lavere renter mv. delvist modgås af, at virksomheder og husholdninger reagerer med en vis tilbageholdenhed, bl.a. som følge af usikkerhed om, hvor længe de ekstraordinære forhold vil vare ved. Det dæmper fremgangen i forbrug og investeringer, ligesom stor lokalelelighed dæmper lysten til større erhvervsbyggeri. Endelig tenderer modelberegningen at overgøre den samlede effekt, når flere uafhængige faktorer trækker i samme retning. Disse forhold indgår alle i posten *andre faktorer*.

Skønnet for stigningstakten i HICP i år er revideret ned med 0,3 procentpoint til 0,5 pct., mens den er oprevideret med 0,1 procentpoint til 1,8 pct. i 2016. Nedjusteringen i år dækker over store modsatrettede effekter. Den lavere kronekurs betyder, at importerede varer bliver dyrere. Samtidig fører faldet i olieprisen til lavere energipriser. Hertil kommer, at fødevarerpriser og huslejer har udviklet sig svagere end skønnet i december, hvilket indgår i posten *andre faktorer*.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 6

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Prognose fra december 2014	0,8	1,7	2,0	0,3	0,8	1,7
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,1	0,2	0,4	0,0	0,3	0,3
Oliepriser	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0
Andre faktorer	0,2	-0,2	-0,5	0,0	-0,3	-0,2
Denne prognose	1,0	2,0	2,1	0,3	0,5	1,8

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

KRONEN UNDER PRES I JANUAR-FEBRUAR 2015

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbanken har siden 1982 ført fastkurspolitik over for først D-mark og siden 1999 over for euro.¹ Det sker inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde, ERM2. Formelt kan kronen svinge med op til 2,25 pct. på hver side af centralkursen, men i praksis sikrer Nationalbanken, at udsvingene er langt mindre. Fastkurspolitikken er en hjørnesten i dansk økonomisk politik, og den har bred opbakning. Understøttet af en stabilitetsorienteret finans- og strukturpolitik er den grundlaget for en stabil samfundsøkonomisk udvikling med lav inflation og høj beskæftigelse, og både renter og inflation er i dag på niveau med Tysklands. Fastkurspolitikken har desuden medvirket til at understøtte Danmarks handel med landene i euroområdet.²

Fastkurspolitikken bevirker, at de pengepolitiske renter er reserveret til at holde kursen på kroner stabil over for euro, mens andre hensyn – fx konjunkturudviklingen i Danmark – ikke inddrages i overvejelserne. Disse hensyn varetages af den øvrige økonomiske politik, herunder især finanspolitikken. De centrale instrumenter til implementeringen af fastkurspolitikken er interventioner i valutamarkedet og ændringer i de pengepolitiske renter.

Efter at Schweizerische Nationalbank, SNB, 15. januar besluttede ikke længere at opretholde grænsen for, hvor stærk schweizerfrancen kunne være over for euro, opstod der en stor indstrømning af valuta til Danmark. Den Europæiske Centralbank, ECB's, annoncering 22. januar af et omfattende program for opkøb af statsobligationer kan have bidraget til indstrømningen, som først begyndte at aftage i sidste del af februar.

For at modvirke, at den store kapitalindstrømning skulle styrke kronen, har Nationalbanken købt valuta mod kroner i valutamarkedet for et betydeligt beløb. I januar og februar blev der sammenlagt inter文neret for 275 mia. kr., ligesom de pengepolitiske renter er blevet nedsat ad flere omgange til et niveau, der ikke er set tidligere. De trinvis rentenedsættelser afspejler, at det i udgangspunktet ikke var muligt at forudsige hverken omfanget eller varigheden af valutaindstrømningen. Nationalbanken vurderede derfor løbende behovet for intervention i markedet og nedsættelse af renterne. De traditionelle instrumenter blev suppleret med et stop for udstedelse af statsobligationer for yderligere at bremse kapitalindstrømningen.

Tidligere har der under finansiell uro typisk været en tendens til svækkelse af kronen. Kun den øgede efterspørgsel efter kroner under statsgældskrisen i en række eurolande i efteråret 2011 minder i nogen grad om den nuværende situation. Hvor det ved tendenser til kraftig kronesvækkelse typisk er renteinstrumentet, der spiller den vigtigste rolle, har interventioner i valutamarkedet potentielt størst betydning, når kapitalen strømmer ind. Nationalbanken har således ubegrænset

1 Spange og Toftdahl (2014) beskriver, hvordan fastkurspolitikken udføres i praksis. For en bredere gennemgang af dansk pengepolitik, se Danmarks Nationalbank (2009). Pengepolitikens indvirkning på husholdninger og virksomheder analyseres af Drejer mfl. (2011).

2 Se fx Christensen og Hansen (2015) for en analyse af de samfundsøkonomiske gevinster ved fastkurspolitikken. Handelseffekterne er analyseret af Det Økonomiske Råd (2009).

mulighed for via interventioner i valutamarkedet at imødekomme efterspørgslen efter kroner. Muligheden bevirker, at støtte fra ECB inden for rammerne af ERM2 ikke er relevant i den nuværende situation.

SNB's beslutning om ikke længere at opretholde grænsen for schweizerfrancen fik nogle udenlandske investorer til at købe kroner i forventning om, at Danmark vil opgive fastkurspolitikken. Derudover var den store kapitalindstrømning i betydeligt omfang drevet af indenlandske investorer, herunder forsikringsselskaber og pensionskasser, F&P, i forbindelse med afdækning af deres positioner i euro. Indenlandske investorers europositioner er som følge af fastkurspolitikken kun afdækket i meget beskedent omfang, men efter SNB's beslutning har de ønsket at forsikre sig mod potentielt store tab i tilfælde af, at også kronen ville stige i værdi.

Hvor SNB's loft for schweizerfrancen fra begyndelsen var tænkt som en midlertidig foranstaltning, har fastkurspolitikken været en integreret del af dansk økonomisk politik i årtier og har bred opbakning på tværs af det politiske system. Nationalbanken står for at udføre fastkurspolitikken og har de instrumenter, som er nødvendige til at sikre, at kronens kurs holdes tæt på centralkursen over for euro. Ved det nuværende renteniveau har Nationalbanken et positivt afkast på valutareserven.

STOR EFTERSPØRGSEL EFTER KRONER

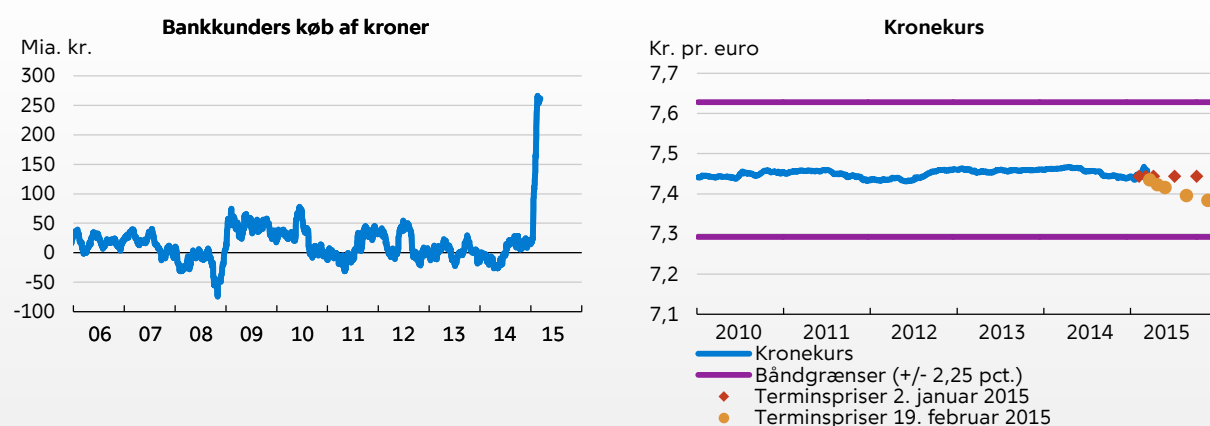
Den seneste tids betydelige kapitalindstrømning til Danmark begyndte efter SNB's annoncering 15. januar om ikke længere at opretholde grænsen for, hvor stærk schweizerfrancen kunne være over for euroen. Efter annonceringen steg schweizerfrancens værdi betydeligt. 22. januar annoncerede ECB et omfattende program for opkøb af statsobligationer. Det kan have bidraget til, at indstrømningen tog fart.

Allerede om eftermiddagen efter SNB's annoncering den 15. januar blev kronen styrket over for euro som følge af øget valutaindstrømning, jf. figur 1. Kronekursen var efterfølgende stabil på et niveau lidt over centralkursen. Hen mod slutningen af februar blev kronen svækket igen til et niveau tættere på centralkursen som følge af, at valutaindstrømningen ophørte.

Den store efterspørgsel efter kroner kom fra flere sider. Udenlandske investorer stod i januar og februar for godt en tredjedel af det samlede nettokøb af danske kroner, jf. figur 2. Efterspørgslen afspejles både i deres terminsforretninger med banker og deres beholdning af værdipapirer i danske kroner. Den schweiziske beslutning om ikke længere at opretholde minimumsgrænsen for francen kan have fået nogle udenlandske investorer til at købe danske kroner i forventning om

Bankkunders køb af kroner og kronekursen over for euro

Figur 1

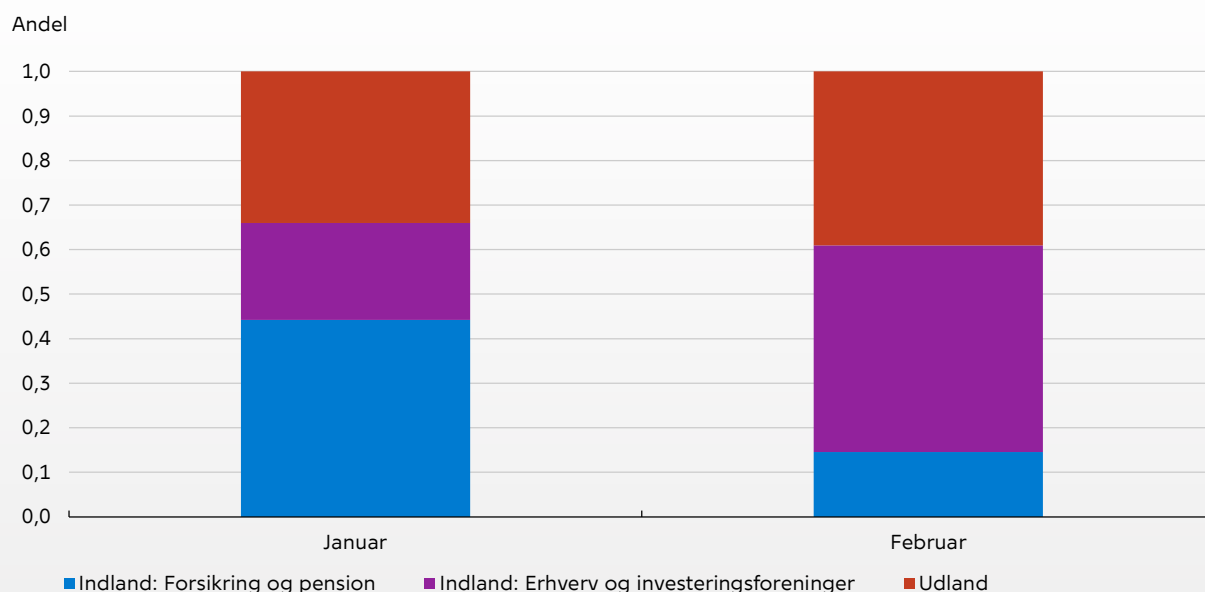


Anm.: Venstre figur: Bankkunders løbende nettokøb af kroner som 3-måneders sum baseret på daglige data. Bankkunder omfatter indenlandske ikke-banker og udenlandske banker og ikke-banker. Seneste observation er 10. marts 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Thomson Reuters Eikon.

Kronekøb fordelt på bankers kundesegment

Figur 2



Anm.: Tallene er baseret på indberetninger fra de syv mest aktive banker i valutamarkedet for kroner. Udlandet dækker over udenlandske investorer og banker.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

at opnå en gevinst, hvis fastkurspolitikken blev opgivet, og kronen efterfølgende steg i værdi. De udenlandske investorer bidrager til et opadgående pres på kronen, og en forventning om en styrkelse af kronen kan dermed blive selvforstærkende.

Indenlandske investorer og virksomheder stod for knap to tredjedele af valutaindstømningen i januar og februar. En betydelig del af efterspørgslen efter danske kroner i januar afspejler F&P's øgede afdækning af valutakursrisiko ved køb af danske kroner på termin. I februar har de øvrige indenlandske aktører, særligt investeringsforeninger, bidraget væsentligt til kroneefterspørgslen. De indenlandske opkøb i både januar og februar kan primært henføres til afdækning af valutakursrisiko i euroaktiver og i mindre grad andre valutaer.

NATIONALBANKENS REAKTION

I dagene efter SNB's annoncering interвенerede Nationalbanken i valutamarkedet for at stabilisere kronekursen. Nationalbanken nedsatte med virkning fra 20. januar renten på udlån og indskudsbeviser med 0,15 procentpoint efter at have købt

valuta mod salg af kroner. Senere samme uge nedsatte Nationalbanken igen indskudsbevisrenten med 0,15 procentpoint med effekt fra den 23. januar, efter at ECB havde annonceret en markant udvidelse af sit opkøbsprogram.

I den efterfølgende periode fortsatte den store kapitalindstrømning til Danmark og afledt heraf Nationalbankens køb af valuta, som i januar og februar samlet var 275 mia. kr. På den baggrund nedsatte Nationalbanken med effekt fra 30. januar indskudsbevisrenten med 0,15 procentpoint til -0,50 pct., og endelig blev indskudsbevisrenten nedsat med 0,25 procentpoint til -0,75 pct. med effekt fra 6. februar. Det er det hidtil laveste niveau for indskudsbevisrenten. De trinvis rentenedsættelser afspejler, at det i udgangspunktet ikke var muligt at forudsige hverken omfanget eller varigheden af valutaindstømningen. Nationalbanken vurderede derfor løbende behovet for at intervenere i markedet og nedsætte renterne.

Nedsættelser af de pengepolitiske renter påvirker primært de korte markedsrenter. For at dæmme op for den fortsatte kapitalindstrømning til Danmark og dermed det opadgående pres på kronen var der imidlertid også et behov for at få de lange renter ned. På den baggrund besluttede

Nationalbankens pengepolitiske renter

Tabel 1

	Indskudsbevisrente	Udlånsrente	Foliorente	Diskonto
Ultimo 2014	-0,05	0,20	0,00	0,00
Med virkning fra:				
20. januar 2015	-0,20	0,05	0,00	0,00
23. januar 2015	-0,35	0,05	0,00	0,00
30. januar 2015	-0,50	0,05	0,00	0,00
6. februar 2015	-0,75	0,05	0,00	0,00

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Finansministeriet efter indstilling fra Nationalbanken pr. 30. januar at stoppe med at udstede danske statsobligationer. Udstedelsesstoppet var muligt bl.a. som følge af et stort overskud på statsfinanserne i 2014, der betød, at salget af statsobligationer var større end finansieringsbehovet. Indeståendet på statens konto var 213 mia. kr. ved udgangen af 2014. Det vurderes at være betydeligt højere end nødvendigt.

Opkøbsprogrammer, som i fx euroområdet, øger efterspørgslen efter statsobligationer, mens stoppet for udstedelser reducerer udbuddet. Effekten er i begge tilfælde at presse obligationsrenterne ned. De samlede opkøb af obligationer under ECB's opkøbsprogrammer er planlagt til 60 mia. euro om måneden til og med september 2016, eller 1.140 mia. euro i alt. Det svarer til ca. 12 pct. af euroområdets BNP. Omsat til danske forhold ville det svare til et opkøbsprogram på ca. 220 mia. kr. Reduktionen i udbuddet af danske statsobligationer svarer til ca. en tredjedel heraf, hvis udstedelsesstoppet varer resten af året.

STOR VÆGT PÅ INTERVENTIONER

Samlet har Nationalbankens interventionsomfang været historisk stort, jf. figur 3. I januar blev der interveneret for 106 mia. kr. og for 169 mia. kr. i februar. Til sammenligning købte Nationalbanken valuta mod salg af kroner for omkring 91 mia. kr. i perioden juli 2011 – juli 2012, hvor statsgældskrisen i en række eurolande var på sit højeste. Omvendt solgte Nationalbanken valuta mod køb af kroner for samlet omkring 64 mia. kr. i september og oktober 2008, efter at Lehman Brothers gik konkurs, og finanskrisen eskalerede. Dermed

overstiger interventionsomfanget de første to måneder af 2015 betydeligt tidligere perioder med pres på kronen.

I den seneste periode med betydelig tendens til kronestyrkelse og meget lave pengepolitiske renter valgte Nationalbanken at intervenere for større beløb, inden den ændrede renterne, end det tidligere har været tilfældet. Det var især tilfældet i perioden efter den seneste rentenedsættelse med virkning fra 6. februar, hvor kronen er blevet holdt stabil udelukkende ved at intervenere i valutamarkedet.

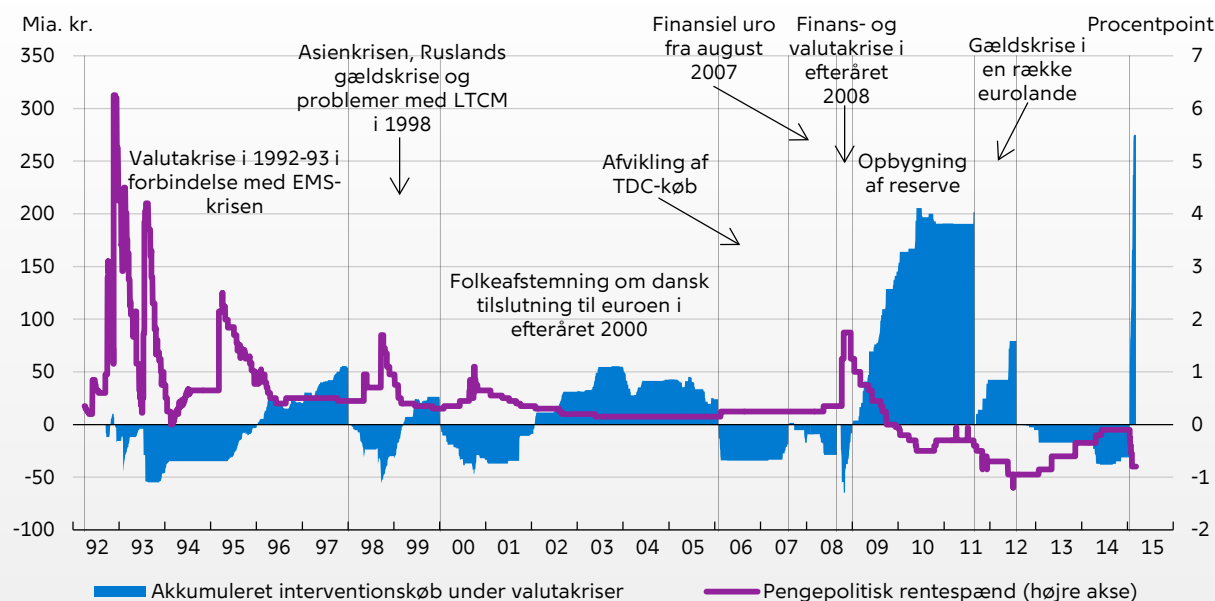
Den større vægt på interventioner frem for renteændringer, sammenlignet med tidligere episoder med pres på kronen, skal bl.a. ses i lyset af, at kapitalbevægelserne var større end set tidligere. I en situation med opadgående pres på kronen kan Nationalbanken desuden sælge ubegrænsede mængder af kroner. Samtidig er der ingen øvre grænse for renten i en situation med kapitaludstrømning, mens der ikke er ubegrænsede muligheder for rentenedsættelser ved kapitalindstrømning.

Muligheden for i den nuværende situation at intervenere ubegrænset bevirker, at støtte fra ECB inden for rammerne af ERM2 ikke er relevant. Medlemskabet af ERM2 har traditionelt givet Danmark et ekstra sikkerhedsnet i situationer med pres på kronen. Fremadrettet er der grund til at tro, at perioder med uro på valutamarkedet oftere end hidtil vil give sig udslag i et opadrettet pres på kronen. Det skyldes, at Danmark fra at være en debitoration over de senere år har oparbejdet en betydelig udlandsformue.

Det meget lave danske renteniveau betyder, at Nationalbanken har et positivt afkast af den

Reserveudvikling under forskellige perioder siden 1992

Figur 3



Anm.: Rentespændet angiver forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's MRO-rente. Seneste observation er 10. marts 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

øgede valutareserve. Det skyldes, at de euro, der købes ved valutaintervention, placeres til en højere rente end den rente, som Nationalbanken forrenter bankernes indskud af kroner med. Det understreger Nationalbankens gode muligheder for at imødegå et opadgående pres på kronen.

Nationalbankens forsøger via sit reaktionsmønster at gøre det omkostningsfuldt for investorer at spekulere mod fastkurspolitikken. Omkostningen kan deles op i en rente- og en valutaomkostning. Renteomkostningen afspejler, at investorerne ved en rente på indskudsbeviser på -0,75 pct. og tilsvarende lave pengemarkedsrenter får en dårligere forrentning af deres beholdning af kroner, end de får (betaler) i rente for indskud i andre valutaer. Den valutariske omkostning kommer i en situation med tendens til kronestyrkelse til udtryk ved, at Nationalbanken gennem sine valutainterventioner ofte køber valuta af markedsdeltagerne mod kroner til en lavere kurs, end når valutaen på et senere tidspunkt sælges tilbage.

BANKERNES VALUTAPOSITIONER

Nationalbankens normale reaktionsmønster er velkendt af markedet. Ved et opadgående pres på kronen vil Nationalbankens første reaktion

være at intervenere i valutamarkedet ved at sælge kroner mod valuta. Hvis intervention i valutamarkedet ikke stabiliserer kronekursen over for euro tilstrækkeligt, vil Nationalbanken nedsætte de pengepolitiske renter. Reaktionsmønsteret kom til udtryk ved, at de korte pengemarkedsrenter var lavere end indskudsbevisrenten allerede inden Nationalbankens renteændringer. Det indikerer, at markedsdeltagerne forventede rentenedsættelser.

Nationalbankens velkendte reaktionsmønster bevirker, at banker i perioder med ro på valutamarkedet inden for visse grænser tager valutapositioner baseret på en forventning om, at Nationalbanken vil fastholde kronekursen inden for et snævert bånd omkring centralkursen. Det betyder, at der i en situation, hvor kronen ligger svagt, vil være en forventning i markedet om, at potentialet for en yderligere svækkelse er mindre end potentialet for en styrkelse, mens det omvendte vil være tilfældet, hvis kronen er stærk. Bankernes villighed til at tage valutapositioner betyder, at de kan håndtere deres kunders køb og salg kroner mod valuta uden intervention fra Nationalbanken.

I den seneste periode har de danske banker ikke i samme grad som tidligere taget valutapositioner i forhold til Nationalbankens reaktionsmøn-

ster. Det er et mønster, som typisk ses i perioder med pres på kronen, hvor bankerne vælger at lukke deres egne positioner ned. Bankkundernes valutatransaktioner vil derfor i højere grad slå igennem på valutakursen og nødvendiggøre intervention fra Nationalbanken.

EFFEKTEN PÅ MARKEDERNE

Der har gennem hele perioden med pres på kronen været et klart gennemslag fra Nationalbankens pengepolitiske renter til pengemarkedsrenterne, hvor fx Cita-swaprenten har fulgt indskudsbevisrenten tæt, jf. figur 4. Ligeledes har spændet mellem de korte pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet fulgt det pengepolitiske spænd på sædvanlig vis i forbindelse med Nationalbankens rentenedsættelser. Der har dog været en tendens til, at spændet mellem de korte pengemarkedsrenter er reduceret allerede inden rentenedsættelserne. Det afspejler markedets forventninger til Nationalbankens reaktion³.

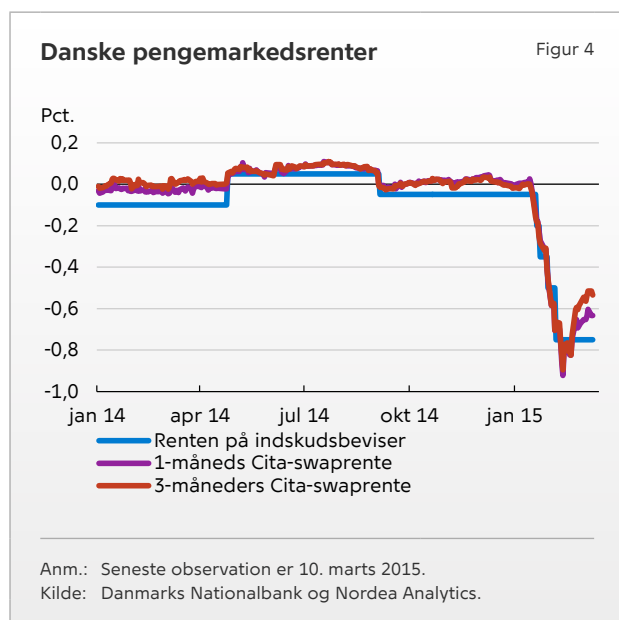
Det opadgående pres på kronen og det deraf øgede rentespænd til euroområdet medførte, at kursen på køb af euro mod kroner på termin faldt markant. Det betyder, at det blev dyrere at købe

kroner på et fremtidigt tidspunkt. Omkostningerne ved på den måde at sikre sig mod en stigning i kronens kurs over for euro blev dermed øget. Den lavere terminskurs gør det således dyrere for investorer, der ønsker at afdække sig mod, eller positionere sig til, en kronestyrkelse.

Faldet i terminskursen betød, at det implicitte rentespænd fra FX swaps er faldet betydeligt mere end det pengepolitiske spænd, jf. figur 5.⁴ Det lavere rentespænd fra FX swaps afspejler den store efterspørgsel efter at købe kroner mod euro på termin. Samtidig er markedet for valutaterminer i kroner begrænset af, at der kun er få udbydere, hvilket ligeledes kan drive afvigelsen mellem det implicitte rentespænd fra FX swaps og andre rentespænd. Dermed bliver især det implicitte rentespænd fra FX swaps påvirket af situationer med opadgående pres på kronen.

Renterne på danske statsobligationer faldt markant efter annonceringen af stoppet for udstedelser 30. januar, jf. figur 6. Forinden var renterne allerede faldet lidt – især i den korte ende. Det skal ses i lyset af, at markederne forventede, at det danske renteniveau forholdsvis hurtigt ville stige igen. Faldene var relateret til udviklingen i schweizerfrancen, ECB's annoncerede udvidelse af opkøbsprogrammet og Nationalbankens rentenedsættelser.

Spændet mellem de længere danske og tyske statsobligationsrenter var, trods de tre ensidige danske rentenedsættelser, svagt positivt frem til annonceringen af udstedelsesstoppet. Efter annonceringen faldt spændet for alle løbetider. Fra medio februar, da valutaindstrømningen aftog, steg de danske statsobligationsrenter. I begyndelsen af marts var spændet mellem den 10-årige danske og tyske rente omkring 0 procentpoint.

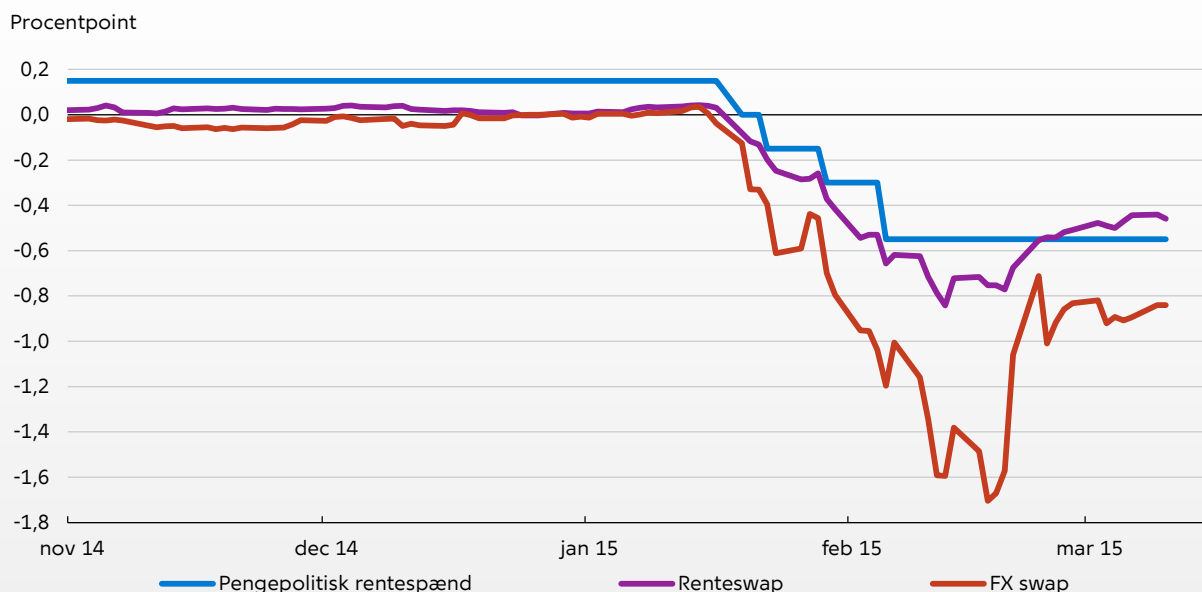


³ Rente på renteswaps (fx Cita-swaps og Eonia-swaps) kan ses som et udtryk for forventningen til gennemsnittet af dag til dag-renten i swappens løbetid.

⁴ En FX swap er en aftale, hvor der samtidig indgås en spot- og en terminsforretning. I spotforretningen veksles euro til kroner til den gældende spotkurs, og i terminsforretningen veksles tilbage på et senere tidspunkt til en aftalt kurs.

3 måneders-rentespænd til euro

Figur 5

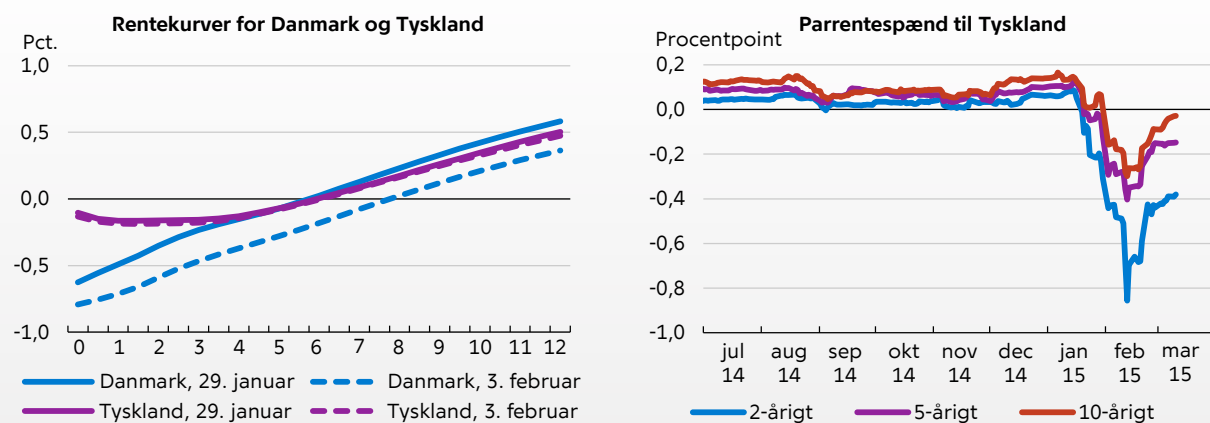


Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten. Renteswap er forskellen mellem 3 måneders Eonia-swaprenten og Cita-swaprenten. FX swap er det implicitte 3-måneders rentespænd fra FX swaps og er et udtryk for omkostningen ved at låne kroner mod sikkerhed i euro. Seneste observation er 10. marts 2015

Kilde: Nordea Analytics, Thomson Reuters Datastream, ECB og Danmarks Nationalbank.

Statsrenter

Figur 6



Anm.: Den vandrette akse i figuren til venstre viser løbetiden i år. Seneste observation i figuren til højre er 10. marts 2015.

Kilde: Nordea Analytics.

SAMSPILLET MELLEM INVESTORER OG BANKER

Indenlandske investorer, herunder F&P, kan benytte terminsmarkedet til at afdække valutakursrisiko. Herved kan de fx beholde eksisterende euroaktiver og afdække valutakursrisikoen ved at købe kroner på termin frem for at sælge deres

beholdning af euroaktiver og købe kroneaktiver. I boks 1 er der et eksempel, som illustrerer det.

Det implicitte rentespænd fra FX swaps udgør en omkostning for indenlandske investorer, når de afdækker valutakursrisikoen ved at købe kroner på termin. Omkostningen kommer til udtryk ved,

at terminskursen er lavere end spotkursen. Det betyder, at investorerne får færre kroner for deres euro på det fremtidige tidspunkt. Omkostningen skal holdes op imod deres vurdering af risikoen for, at kronen styrkes. Dermed kan omkostningen ses som en forsikringspræmie mod en betydelig kronestyrkelse.

Indenlandske investorer vil typisk indgå deres terminsforretning med en bank. Antages det, at

banken som udgangspunkt ikke ønsker at påtage sig en øget risiko, vil den afdække den valuta- og renterisiko, som terminsforretningen indebærer. Det kan den gøre ved at sælge euro og købe kroner med det samme (spot). Dermed har banken allerede de kroner, som skal gives videre til den indenlandske investor, når terminsforretningen udløber. Bankens spotafdækning synliggør, hvorfor indenlandske investorer afdækning af valuta-

Eksempler på afdækning af valutakursrisiko ved indgåelse af terminskontrakt

Boks 1

Nedenstående eksempel illustrerer, hvordan en pensionskasse kan afdække sin valutakursrisiko via en terminsforretning, og hvordan en bank har mulighed for at afdække den handel, som laves med pensionskassen.

Følgende antagelser benyttes i eksemplet¹:

EUR/DKK spotkurs: 7,4440

EUR/DKK 3-måneders terminskurs: 7,4100

Årlig rente for lån af euro i 3 måneder: -0,20 pct.

Årlig rente for udlån af kroner i 3 måneder: -0,75 pct.

Pensionskassens afdækning af valutakursrisiko:

Pensionskassen antages at have en beholdning af euroaktiver. Ved anskaffelsen af euroaktiverne har pensionskassen købt euro mod salg af kroner og er derfor direkte eksponeret

mod ændringer i kursen mellem euro og kroner. Hvis kroner styrkes relativt til euro, vil pensionskassen få relativt færre kroner tilbage ved et salg af euroaktivet og en efterfølgende omveksling fra euro til kroner. Da Nationalbanken fastholder kronekursen i et snævert bånd over for euro, vælger indenlandske investorer i stor udstrækning ikke at afdække valutakursrisikoen mod euro.

I tilfælde af, at der blandt nogle investorer opfattes en usikkerhed om, hvorvidt kronekursen styrkes betydeligt, kan pensionskassen ønske at afdække en del af sin valutakursrisiko mod euro. Det kan gøres ved at købe kroner mod salg af euro på et fremtidigt tidspunkt via indgåelse af en terminskontrakt. På den måde sikrer pensionskassen at kunne købe kroner og sælge euro til en bestemt kurs uafhængigt af kronekursens faktiske udvikling.

Omkostning for pensionskasse ved afdækning af valutakursrisiko

	Pct. p.a.
Afdækning via 3-måneders terminsforretning	-1,83

Bankens afdækning af risiko ved at indgå en terminskontrakt med pensionskassen:

Pensionskassen vil typisk indgå terminsforretningen med en bank. Antages det, at banken som udgangspunkt ikke ønsker at påtage sig en øget risiko, vil den afdække den valutakurs- og renterisiko, som terminsforretningen indebærer. Banken afdækker valutakursrisikoen ved at sælge euro og

købe kroner med det samme (spot). Dermed har den allerede de kroner, som skal gives videre til pensionskassen ved terminsforretningens udløb.

Banken kan afdække renterisikoen ved at låne eurobeløbet og udlåne kronebeløbet i en periode svarende til løbetiden på terminsforretningen.

Gevinst for bank ved indgåelse af terminskontrakt med pensionskasse

	Pct. p.a.
Terminshandel, forskel mellem spot og 3-måneders terminskurs	1,83
Rente for lån af euro i 3 måneder	0,20
Rente for udlån af kroner i 3 måneder	-0,75
Total	1,28

1. Tallene tager udgangspunkt i renter og kurser fra torsdag den 19. februar. Tallene afspejler dog ikke nødvendigvis de kurser og renter, som henholdsvis indenlandske investorer og banker kunne handle til den pågældende dag.

kursrisiko via terminsmarkedet har direkte effekt på kronekursen.

Banken kan afdække renterisikoen ved at låne eurobeløbet og udlåne kronebeløbet i en periode svarende til løbetiden på terminsforretningen. Hvis rentespændet mellem bankens kroneudlån og dens eurolån er lavere end det implicitte rentespænd fra FX swaps, vil den have en positiv fortjeneste ved at indgå terminsforretningen. I den seneste periode med opadgående pres på kronen har det implicitte rentespænd fra FX swaps netop været lavere end tilsvarende rentespænd, jf. figur 5.

Bankerne har altså en potentiel fortjeneste ved at indgå og afdække terminsforretninger, på trods af at de kroner, som de holder, forrentes til negativ rente i Nationalbanken. Det er med til at illustrere bankernes mulighed for helt eller delvist at dække de direkte tab, der er ved at have kroner stående i Nationalbanken til negativ rente.

I en vis udstrækning kan bankerne lade den rente, de giver deres kunder, afspejle den rente, som bankerne modtager i Nationalbanken. De danske banker har dog undladt at indføre negativ rente på privatkunders indskud, men renterne på store erhvervsindskud, der forrentes på pengemarkedslignende vilkår, er ofte negative. Hvis renterne bliver meget negative i en længere periode, er der en risiko for, at den sondring kommer under pres. Markedet kan i stedet udvikle en praksis, som giver adgang til indlånskonti på privatkundevilkår. Endvidere er forrentningen af placering i kontanter altid nul. Disse forhold understreger, at der er en grænse for, hvor negative renterne kan blive.

LITTERATUR

Christensen, Anders Møller og Niels Lynggård Hansen (2015), *What scope for monetary policy? Experience from the Nordic countries after the financial crisis*, udgivet i Torben M. Andersen, U. Michael Bergman og Svend E. Hougaard Jensen (red.), *Reform capacity and macroeconomic performance in the Nordic countries*, Oxford University Press.

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

Det Økonomiske Råd (2009), *Dansk økonomi*, forår.

Drejer, Peter A., Marianne C. Koch, Morten H. Rasmussen, Morten Spange og Søren V. Sørensen (2011), *Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 2.

Spange, Morten og Martin Wagner Toftdahl (2014), *Fastkurspolitik i Danmark*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

ARTIKLER

FALDENDE OLIE- OG FORBRUGERPRISER

Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj,
Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Forbrugerpriserne er faldet over det seneste år. Det skyldes ikke mindst, at prisen på råolie blev halveret i perioden juni 2014 til januar 2015. I forvejen steg forbrugerpriserne kun ganske langsomt, og olieprisfaldet har reduceret prisen på bl.a. benzin og fyringsolie så meget, at det samlede forbrugerprisindeks i januar var lavere end et år tidligere.

En negativ årsstigningstakt i forbrugerprisindekset er dog ikke det samme som deflation. Begrebet deflation er i stedet berettiget om en periode med generelle og vedvarende prisfald. I den aktuelle situation er der ikke udsigt til, at forbrugerpriserne fortsætter med at falde. De seneste måneders fald i den effektive kronekurs øger prisen på importerede varer, og sammen med tiltagende lønstigninger vil det være med til at presse priserne op.

Den direkte effekt af olieprisfaldet på forbrugerprisernes stigningstakt er midlertidig, hvis ikke olieprisen falder yderligere. Derfor er den egentlige risiko for en uønsket prisudvikling, at det store prisfald spredt sig til andre varer og tjenester via løndannelsen. Det kan forstærke det umiddelbare prisfald og i sidste ende risikere at udløse en negativ selvforstærkende løn-pris-spiral. Risikoen for, at det sker, er fortsat begrænset.

Der er dog flere grunde til, at risikoen er øget over det seneste år. For det første er olieprisfaldet markant. Med den nuværende oliepris vil energipriserne derfor trække den årlige stigning i forbrugerpriserne kraftigt ned i de kommende måneder. For det andet var inflationen allerede i

udgangspunktet lav og de pengepolitiske renter i bund. Og endelig er inflationsforventningerne aftaget efter faldet i olieprisen – både herhjemme og i euroområdet.

Et af Nationalbankens overordnede formål er at sikre stabile priser. Det indebærer, at priserne hverken stiger eller falder for hurtigt. Pengepolitikken har siden begyndelsen af 1980'erne været indrettet efter at holde kronekursen stabil, først over for den tyske D-mark og siden euroen. Da euroområdet pengepolitiske mål er at holde inflationen under, men tæt på 2 pct., skaber fastkurspolitikken en ramme for en stabil prisudvikling i Danmark.

Fastkurspolitikken bevirker, at Danmark overtager stramhedsgraden i euroområdet pengepolitik. Her har Den Europæiske Centralbank, ECB, udvidet sine opkøbsprogrammer til at omfatte opkøb af statsobligationer. Det sker for at lempe pengepolitikken yderligere og understøtte kreditgivningen til den private sektor. Dermed skabes grundlag for en højere økonomisk aktivitet og en gradvis reduktion af den ledige kapacitet, der har været med til at mindske presset på produktionsfaktorerne. I sidste ende fører det til højere lønninger og priser.

I lyset af fastkurspolitikken skal danske beslutningstagere først og fremmest holde øje med tegn på, om den indenlandske pris- og lønudvikling bliver ustabil. Til at belyse det indenlandske prispres har Nationalbanken derfor siden 1984 opgjort et prisindeks for indenlandsk markedsbestemt inflation, IMI. Det har været lavt siden 2010, men med en stigende tendens. Det indikerer – sammen med let tiltagende lønstigninger og

en lavere effektiv kronekurs – at stigningstakten i forbrugerpriserne vil være højere på mellemlangt sigt.

OLIE- OG FORBRUGERPRISER ER FALDET

Forbrugerpriserne har i en længere periode udviklet sig svagere end normalt. Siden begyndelsen af 2013 har årstigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, ikke været højere end 1 pct. Det skyldes både faldende globale råvarepriser og ledig kapacitet herhjemme og hos vores samhandels partnere i udlandet.

Udviklingen i olieprisen har stor betydning for forbrugerpriserne, jf. figur 1. Fra sommeren 2014 og frem til januar 2015 faldt prisen på en tønde Brent-olie med 50 pct. Det har indtil videre trukket forbrugerpriserne ned med knap 1 pct., og den samlede effekt kan vokse til mere end 3 pct. på længere sigt.

I januar 2015 var årstigningstakten i forbrugerpriserne -0,3 pct., mens den i februar steg til 0,0 pct. På lidt længere sigt ventes prisstigningstakten dog at tiltage igen, så der er *ikke* tale om deflation forstået som generelle og vedvarende prisfald. Det er i høj grad de lavere energipriser, der har presset den samlede stigningstakt så langt ned. De lave energipriser betyder dog

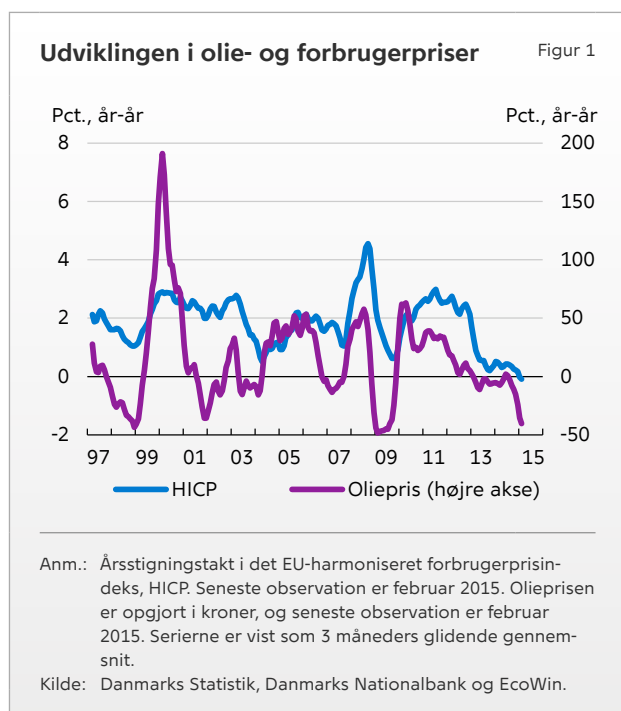
næppe, at danske forbrugere venter længe med at købe benzin, fordi de tror, det bliver billigere senere. Effekten er snarere, at de køber mere benzin, fordi det er blevet relativt billigere at køre i bil, eller at de udnytter besparelserne til at købe andre forbrugsvarer.¹

Det er mere nærliggende, at forbrugerne tager hensyn til den ventede prisudvikling, når de køber større forbrugsgoder, som fx vaskemaskine, computer eller bil. Men netop blandt den type produkter er der adskillige eksempler på, at priserne falder systematisk i takt med den teknologiske udvikling. Vedvarende prisfald har ikke holdt forbrugerne fra at købe fx computere og smartphones.

Under alle omstændigheder skal der formentlig være udsigt til betydelige prisfald, før det kan udløse en selvforstærkende negativ pris-løn-spiral. Udskydelsen af forbrug er begrænset, hvis der er tale om mild deflation i form af små, men længevarende prisfald. Rammes økonomien for alvor af en længerevarende periode med deflation, har det en række samfundsmæssige omkostninger sammenlignet med en mere stabil prisudvikling, jf. boks 1.

Hovedforklaringen bag den lavere oliepris synes at være stigende produktion, mens aftagende efterspørgsel har haft mindre betydning, jf. ECB (2015). Derfor er der først og fremmest tale om et positivt udbudsstød, der bl.a. vil stimulere den økonomiske vækst i Danmark og euroområdet.

Den globale olieproduktion er steget, fordi produktionen i Nordamerika er gået frem. Her har teknologiske fremskridt i de seneste år gjort det muligt at øge produktionen af skiferolie og udvindingen af olie fra tjæresand. Den øgede produktion er desuden en naturlig økonomisk konsekvens af, at oliepriserne i en årrække har været høje. Samtidig har landene i OPEC, Organization of the Petroleum Exporting Countries, fastholdt olieproduktionen. OPEC står for omkring 40 pct. af den globale olieproduktion og har derfor en vis mulighed for at påvirke det globale udbud – fx for at stabilisere olieprisen.



1 I Bordo mfl. (2005) skelnes mellem god, dårlig og grim (good, bad og ugly) deflation. Deflation med baggrund i positive udbudsstød er generelt af den gode slags. Se også Borio mfl. (2015).

Det egentlige problem ved deflation er relateret til realrenten og centralbankernes mulighed for at lempe pengepolitikken, jf. Danmarks Nationalbank (2009). Realrenten er den nominelle rente fratrasket den forventede inflation. Hvis den nominelle rente ikke kan sættes længere ned, vil faldende inflationsforventninger øge realrenten. Det mindsker virksomhedernes incitament til at investere og øger forbrugernes incitament til at spare op – dvs. udskyde forbrug. For at modgå den udvikling kan centralbankerne lempe pengepolitikken med ukonventionelle tiltag. Det er dog forbundet med større usikkerhed end normale tilpasninger af den pengepolitiske rente.

Hvis realrenten stiger, øges den reale gældsbyrde. Mens en positiv inflationstakt langsomt udhuler værdien af nominal gæld, får fx husholdninger med høj gæld ikke nogen hjælpende hånd fra faldende priser. Efter den finansielle krise har mange husholdninger og virksomheder haft fokus på at nedbringe deres gæld, og den tilpasning tager længere tid, hvis priserne falder.

Husholdningernes købekraft afgøres af udviklingen i reallønnen. Alligevel har mange lønmodtagere en aversion mod at gå ned i nominal løn, jf. Messina mfl. (2010). Derfor er der en vis lønstivhed i nedadgående retning. Det er et problem, hvis den økonomiske situation ellers tilsiger, at en reallønstilpasning er nødvendig mellem virksomheder, sektorer eller for økonomien som helhed. Konsekvensen er en unødvendig periode med lavere økonomisk aktivitet og beskæftigelse. Med en positiv, men lav prisstigningstakt kan tilpasningerne ofte foregå mere smidigt – uden behov for at skære i nominelle lønninger.

Deflation beskrives nogle gange også som en selvforstærkende negativ spiral. Forbrugerne køber færre varer "i dag", når de kan købe billigere, hvis de venter. Det mindsker efterspørgslen, så virksomhederne skal producere færre varer. Hvis reaktionen er kraftig nok, kan virksomhederne være nødsaget til at sætte lønningerne ned. Det reducerer produktionsomkostningerne, og det nedadrettede pres på forbrugerpriserne øges. Dermed er en negativ løn-pris-spiral blevet udløst. Den selvforstærkende effekt adskiller sig dog ikke afgørende fra en normal situation med inflation. Her fremskynder husholdningerne deres forbrug i forventning om stigende priser. Derved øges aktiviteten, lønningerne og prisstigningstakten. Resultatet er igen en selvforstærkende proces, men denne gang med et opadgående pres på priser og lønninger. Inden det når så vidt, vil centralbankerne dog forsøge at bremse prisudviklingen ved at sætte renten op eller ned.

Samlet set er der en række omkostninger forbundet med deflation forstået som generelle og vedvarende prisfald. Det er der også ved høj inflation, bl.a. fordi det normalt også fører til større udsving. Danmark er via fastkurspolitikken tæt knyttet til pengepolitikken i euroområdet. Her er ECB's pengepolitiske målsætning symmetrisk i den forstand, at både væsentligt højere og lavere prisstigninger er uønskede, jf. ECB (2011). Inflationsmålsætningen er desuden sat lidt højere end 0 pct. for at mindske risikoen for, at centralbanken ikke er i stand til at lempe pengepolitikken i tilstrækkelig grad.

TIDLIGERE EPISODER MED MARKANTE OLIEPRISFALD

Både udbuddet af og efterspørgslen efter olie er kendetegnet ved at være uelastisk på kort sigt.² Virksomhederne kan på kort sigt ikke omstille produktionen, så den bliver mere eller mindre energiintensiv, og betydelige ændringer i olieproduktionen tager også tid at gennemføre. Det betyder, at prisen hurtigt kan ændre sig – selv ved mindre forskydninger i balancen mellem udbud og efterspørgsel. Den seneste korrektion af olieprisen er ganske markant, men lignende prisfald er set flere gange før, jf. figur 2.

På længere sigt resulterer store ændringer i olieprisen i en dynamisk tilpasning af både udbud og efterspørgsel, så der etableres en ny ligevægtspris. Det er notorisk vanskeligt at forudsige den fremtidige oliepris, men prisen på at købe olie til levering i de kommende år – de såkaldte

oliefutures – indikerer, at prisen vil stige moderat til omkring 475 kr. pr. tønde i 2017. Der er altså ikke udsigt til en umiddelbar tilbagevenden til de seneste års pris på over 600 kr. pr. tønde.

I tidligere perioder med kraftige olieprisfald over en kort periode er den årlige stigningstakt for forbrugerpriserne i gennemsnit aftaget med 0,7 procentpoint. Det dækker ikke overraskende over stor variation mellem de forskellige episoder. Da olieprisen faldt i 2008 efter finanskrisens udbrud, aftog forbrugerprisstigningerne med hele 1,8 procentpoint, bl.a. fordi olieprisfaldet her skete sammen med en kraftig global konjunkturedgang. I 1985-86 faldt forbrugerprisernes stigningstakt derimod kun med 0,3 procentpoint, fordi stigende energifgifter i høj grad modvirkede den faldende oliepris. Den efterfølgende lange periode med relativt lave oliepriser skal også ses i lyset af en global stigning i energifgifterne. Det

² Se fx Hamilton (2009).

Perioder med store olieprisfald

Figur 2



Anm.: Månedlig pris for en tønde Brent-olie opgjort i kroner. Seneste observation er februar 2015. De gråskravrede perioder fremhæver episoder med store prisfald.

Kilde: Danmarks Nationalbank og EcoWin.

var med til at dæmpe den normale dynamiske tilpasning, hvor et kraftigt fald i olieprisen på længere sigt fører til øget efterspørgsel.

Selv om inflationstakten normalt går ned, når olieprisen falder kraftigt, understreger variationen mellem de tidligere perioder behovet for at forstå, *hvordan* olieprisen påvirker forbrugerpriserne igennem forskellige kanaler. Påvirkningen afhænger bl.a. af den underliggende årsag til, at olieprisen falder, prisfaldets varighed, konjunktursituationen og økonomiens afhængighed af energi.

FORBRUGERPRISERNE PÅVIRKES IGENNEM FLERE FORSKELLIGE KANALER

Olieprisens betydning for forbrugerpriserne kan opdeles i direkte og indirekte første runde-effekter samt anden runde-effekter, jf. figur 3. Den største umiddelbare påvirkning kommer fra den direkte effekt på den pris, forbrugerne betaler for fx benzin og fyringsolie. Derudover påvirker olieprisen virksomhedernes produktionsomkostninger, og det giver en indirekte effekt, når ændringen i omkostningerne overvælttes til forbrugerne.

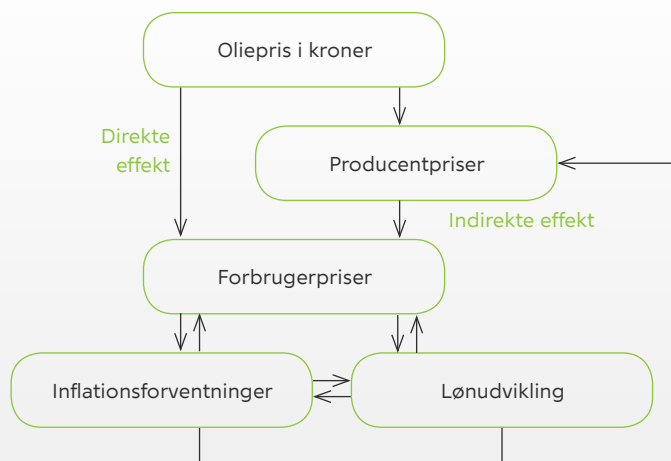
I princippet vil olieprisfaldet igennem første runde-effekter kun resultere i et enkeltstående fald i prisniveauet – og ikke i en længerevarende

påvirkning af inflationsraten. Det kan de såkaldte anden runde-effekter derimod. De dækker over ændringer i pris- og løndannelsen som følge af ændrede inflationsforventninger. Hvis olieprisstødet virker igennem denne kanal, risikerer selv midlertidige stød at give anledning til en længerevarende effekt på forbrugerpriserne.

Ud over de skitserede kanaler påvirkes forbrugerpriserne også mere generelt af olieprisens betydning for udviklingen på de finansielle markeder – herunder påvirkningen af andre råvarepriser – og den økonomiske aktivitet både herhjemme og i udlandet.

Første runde-effekter

Anden runde-effekter



Anm.: I figuren skitseres sammenhængen mellem olie- og forbrugerpriser.

DEN DIREKTE EFFEKT PÅ ENERGIPRISERNE

Olieprisen påvirker prisen på husholdningernes energiforbrug. I HICP måles prisudviklingen på en kurv af varer og tjenester, der afspejler det gennemsnitlige forbrug i en dansk husholdning. Her indgår energiprodukterne inkl. afgifter med en vægt på 11,3 pct. Heraf udgør flydende energiprodukter i form af brændstof og fyringsolie lidt over en tredjedel. Den resterende del udgøres af elektricitet, fjernvarme, naturgas og brænde.

Energipriserne svinger mere end prisen på andre varer og tjenester.³ Derfor kan den direkte effekt på HICP-inflationen være betydelig. Igennem 2011 trak energipriserne fx HICP-inflationen op med ca. 1 procentpoint, mens de i januar 2015 trak ned med 0,9 procentpoint.

PRISERNE AFSPEJLER BL.A. PRODUKTIONS-OMKOSTNINGER OG ENERGIAFGIFTER

Prisen på energiprodukterne afspejler bl.a. den underliggende produktionsproces. Råolien, som den fx hentes op fra undergrunden i Nordsøen, kan ikke bruges direkte af forbrugerne. Den transporteres først til et raffinaderi, der omdanner olien til færdige produkter som benzin, diesel og

fyringsolie. Dernæst distribueres de færdige produkter til salgsstederne. Den endelige forbrugerpris afspejler desuden virksomhedernes brutto-avancer samt energiafgifter og indirekte skatter.

For benzin og fyringsolie udgør de samlede energiafgifter og indirekte skatter omtrent halvdelen af den pris, forbrugerne betaler, jf. tabel 1. Og for elektricitet og naturgas udgør afgifterne sammen med distributionsomkostninger en endnu større andel. Her udgør råvareprisen derfor kun omkring 10-20 pct. Da en væsentlig del af afgifterne er faste, er de i høj grad med til at dæmpe prisgennemslaget fra ændringer i olieprisen.

PRIS PÅ BRÆNDSTOF OG FYRINGSOLIE

Der er stor forskel på, hvor hurtigt og hvor meget energipriserne tilpasser sig, jf. figur 4.⁴ For de oliebaseerede energiprodukter som benzin, diesel og fyringsolie overvælttes ændringer i olieprisen normalt hurtigt til forbrugerne. Listepriiserne for benzin ændres fx dagligt baseret på verdensmarkedsprisen. Prisen ved benzinstanderen afviger ofte fra listepriisen, fordi benzinselskaberne lokalt

³ Udsvingene i energipriserne er mere end fem gange så store som i det samlede forbrugerprisindeks, målt ved standardafvigelsen i de månedlige prisændringer siden 1997.

⁴ Se også Hansen og Hansen (2007), hvor de underliggende mikrodata analyseres.

Olieprisen blev halveret i perioden juni 2014 til januar 2015 – hvordan gik det med energipriserne?

Tabel 1

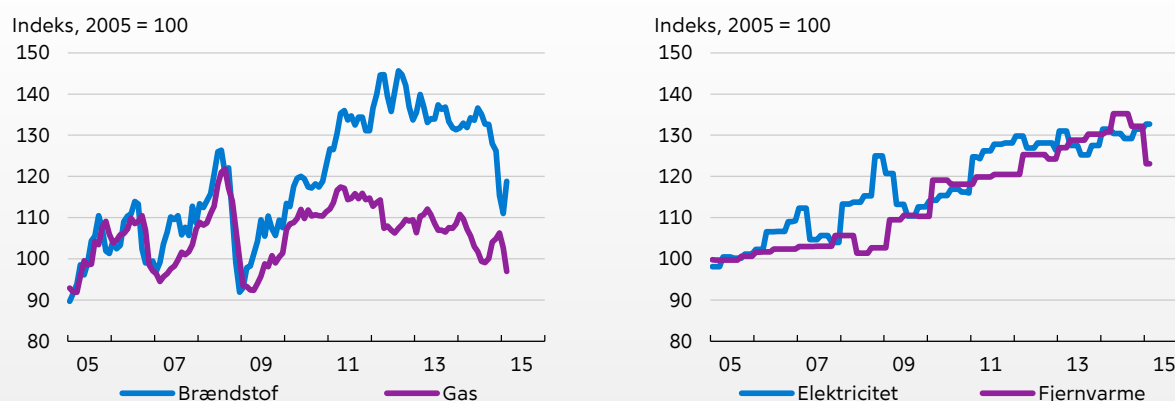
Pct.	El (3,3) ¹	Naturgas (1,0) ¹	Fyringsolie (0,7) ¹	Brænde (0,4) ¹	Fjernvarme (2,8) ¹	Brændstof (3,3) ¹
Sammensætning af forbrugerpris, juni 2014						
Råvarepris	11	17	52	43	53	43
Distribution, bruttoavancer, afgifter og moms	89	83	48	57	47	57
Prisændring fra juni 2014 til januar 2015	1,8	0,9	-22,5	-1,0	-8,9	-18,7

Anm.: Sammensætningen af forbrugerprisen for de enkelte produkter varierer bl.a. geografisk og som følge af forskellige abonnementer mv.
Kilde: Energistyrelsen, DONG Energy, Nordpool, Energitilsynet, Europa-Kommissionens *Weekly Oil Bulletin*, Energi- og olieforum, Hofo og egne beregninger.

1. Vægt i HICP i januar 2015.

Stor forskel på, hvor ofte energipriserne ændres

Figur 4



Anm.: Energipriserne i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP. Seneste observation er februar 2015.
Kilde: Danmarks Statistik.

konkurrerer på prisen. Det ændrer dog ikke på, at udsving i olieprisen typisk slår fuldt igennem til benzinprisen allerede i samme måned.

Benzinprisen var i januar 2015 faldet med 19 pct. siden juni 2014. Det er lidt mindre end det beregnede gennemslag, hvilket bl.a. kan skyldes, at bruttoavancerne er steget.

GASPRIS

Prisen på gas svinger normalt med olieprisen – om end med en vis forsinkelse. Fra juni 2014 og frem til januar 2015 steg den europæiske gaspris imidlertid en smule, jf. figur 4 (venstre). Det kan

formentlig tilskrives urolighederne i Ukraine, hvor igennem Europa importerer en væsentlig del af den gas, der kommer fra Rusland. Prisen var desuden faldet igennem første halvdel af 2014, fordi vejret havde været mildt, og der var opbygget store europæiske lagre. Det illustrerer, hvordan lokale markedsforhold kan sløre sammenhængen med olieprisen.

På lidt længere sigt har der været en tydeligere sammenhæng mellem prisen på gas og olie. Det skyldes bl.a., at en del langsigtede gaskontrakter indekseres direkte til olieprisen. Derudover fungerer olie og gas i nogle sammenhænge som

substitutter – fx ved produktion af elektricitet. Det lægger et naturligt bånd på prisafvigelserne. Prisen på naturgas i det danske forbrugerprisindeks reagerer typisk med 1-3 måneders forsinkelse i forhold til ændringer i olieprisen.

PRIS PÅ ELEKTRICITET, BRÆNDE OG FJERNVARME

For elektricitet, brænde og fjernvarme er sammenhængen med olieprisen svagere. Det afspejler bl.a., at råvareprisen udgør så lille en andel af forbrugerprisen – særligt for elektricitet. Der er også længere mellem prisændringerne, jf. figur 4 (højre). Derudover kan lokale udbuds- og efterspørgselsforhold spille en betydelig rolle. Fra juni 2014 til januar 2015 faldt markedsprisen på el fx ca. 20 pct. i Vestdanmark, mens den kun faldt ca. 10 pct. i Østdanmark.⁵ I forbrugerprisindekset steg elprisen med 1,8 pct.

Fjernvarmeprisen er ligeledes kendetegnet ved en betydelig lokal variation, bl.a. fordi der er stor forskel på, hvor rentable landets mange fjernvarmewærker er. Prisen er desuden reguleret efter hvile-i-sig-selv-princippet, så prisen kun dækker de faktiske omkostninger. Prisen på fjernvarme er faldet 9 pct. fra juni 2014 til januar 2015, men det skyldes, at forsyningssikkerhedsafgiften er afskaffet, og ikke en egentlig tilpasning af energiprisen.⁶

INDIREKTE EFFEKTER VIA VIRKSOMHEDERNES PRODUKTIONSOMKOSTNINGER

Olieprisen påvirker også forbrugerpriserne indirekte. Det sker, fordi den påvirker virksomhedernes energiomkostninger. Hvis olieprisen falder, bliver det billigere at producere de varer og tjenester, som forbrugerne køber. Det vil i en vis udstrækning blive overvæltet til forbrugerpriserne.

Der er større usikkerhed forbundet med de indirekte effekter af olieprisen. Energiomkostningerne er kun én blandt mange faktorer, der har indflydelse på, hvordan virksomhederne fastsætter

deres priser. Øvrige faktorer er bl.a. strategiske overvejelser i forhold til konkurrenternes adfærd og den aktuelle konjunktursituation.

INPUT-OUTPUT-ANALYSE

Til at beregne den indirekte effekt kan man tage udgangspunkt i en såkaldt input-output-tabel, jf. Danmarks Statistik (2011).⁷ Den beskriver samfundets produktionsstruktur og anvendelsen af varer og tjenester. Ved at antage at produktionsteknologien er uændret, kan tabellen bruges til at analysere, hvor meget energiinput der benyttes til at producere en bestemt forbrugsvarer som fx brød. Det produceres af bagerier og brødfabrikker, som bruger en vis mængde energi i produktionen. De bruger også input fra landbrugssektoren, som i sig selv bruger energi til at producere kornprodukter. Det medregnes også. Input-output-beregningerne giver derfor et mål for det samlede energiforbrug ved produktionen af brød.

Øvelsen gentages for alle forbrugsvarerne i HICP-varekurven bortset fra energiprodukterne, hvor prispåvirkningen allerede er medregnet i den direkte effekt. Den indirekte effekt er størst, når produktionen er meget energiintensiv. Det er oplagt, at prisen på transportydelser påvirkes af ændrede oliepriser, fordi brændstof udgør en væsentlig omkostning. Men også de fleste forarbejdede føde- og drikkevarer, samt fx besøg på restauranter og hoteller, indeholder indirekte en vis mængde energi i produktionen.

En alternativ tilgang til at belyse de indirekte effekter er at identificere de mest olieprisfølsomme priser i kerneinflationen, jf. boks 2. Kerneinflationen måles som udviklingen i HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. Det betyder, at olieprisen ikke har nogen direkte effekt på kerneinflationen via energipriserne. Hvis kerneinflationen alligevel påvirkes af kortsigtede udsving i olieprisen, skyldes det indirekte effekter. I februar 2015 var kerneinflationen 0,8 pct., og den er ikke faldet i takt med olieprisen igennem det seneste halve år. Baseret på den historiske sammenhæng indikerer det, at der stadig mangler en vis tilpasning via de olieprisfølsomme varer og tjenester. Det vil i så fald trække kerneinflationen ned i de kommende måneder.

5 Markedsprisen er opgjort som den gennemsnitlige timepris på elbørsen Nord Pool.

6 Fjernvarme leveres enten som damp eller varmt vand. Til at opvarme vand og damp anvendes en lang række forskellige energikilder. I 2012 blev 73 pct. af fjernvarmen produceret på kraftvarmeanlæg, hvor der også produceres elektricitet, jf. Energistyrelsen (2014). De primære brændselstyper er kul, naturgas, affald og biomasse.

7 I beregningerne anvendes de seneste input-output-tabeller fra 2011 samt vægtene i forbruger- og nettoprisindekset fra januar 2015.

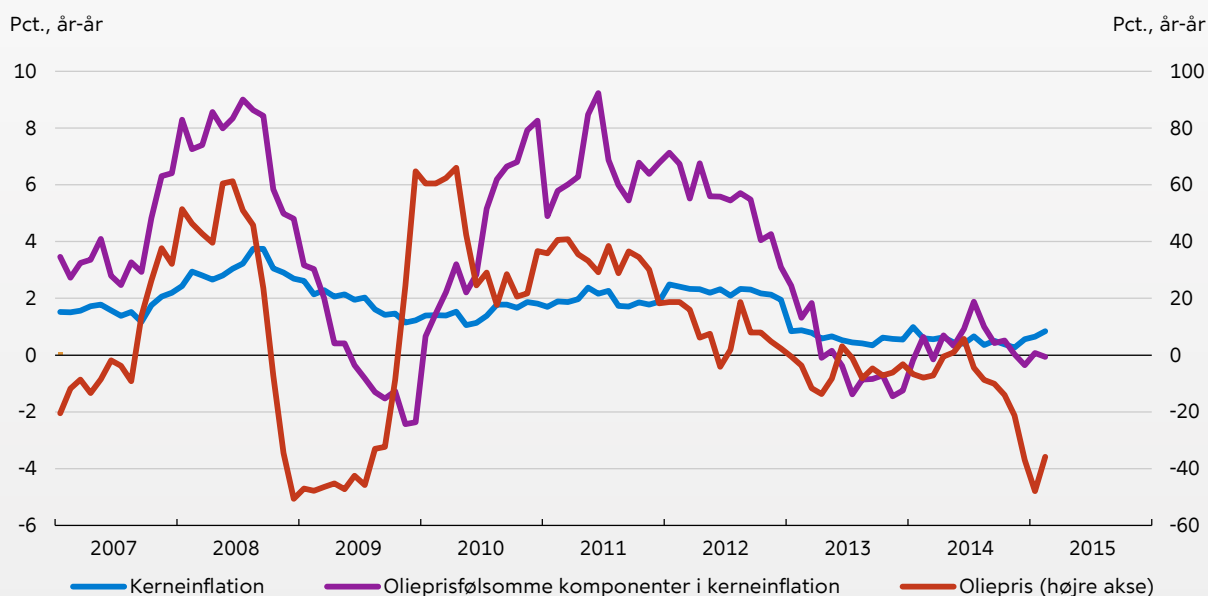
Kerneinflationen måles som udviklingen i HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. Det betyder, at ændringer i olieprisen ikke har nogen direkte effekt på kerneinflationen via energipriserne. Hvis den alligevel påvirkes af olieprisen, skyldes det enten indirekte effekter gennem virksomhedernes produktionsomkostninger eller anden runde-effekter via løndannelsen. På kort sigt er der formentlig mest tale om indirekte effekter, fordi priserne typisk justeres hurtigere end lønningerne. Den indirekte effekt kan her også afspejle, at prisen på andre råvarer udvikler sig i takt med olieprisen.

Til at vurdere olieprisens påvirkning af kerneinflationen beregnes et prisindeks for de varer og tjenester i kerneinflationen, der er mest følsomme over for olieprisen. De olieprisfølsomme komponenter er udvalgt på basis af en simpel autoregressiv model for hver af de 82 underindeks,

der tilsammen udgør kerneinflationen. Der er en klar tendens til, at prisen på de udvalgte varer og tjenester reagerer på olieprisen, jf. figur. Det sker ofte med en forsinkelse på omkring et halvt år, og de seneste måneders olieprisfald er derfor ikke slået igennem endnu. I februar var kerneinflationen 0,8 pct., hvilket er omtrent det niveau, den har ligget på igennem hele 2013 og 2014. Sammenhængen tyder derfor på, at der stadig mangler en vis tilpasning via den olieprisfølsomme del af kerneinflationen. Det vil i så fald trække kerneinflationen ned i de kommende måneder.

Selv om de olieprisfølsomme produkter kun udgør omkring 10 pct. af kerneinflationen, er prisudsvingene væsentligt større end for andre varer. Produkterne står således bag en fjerdedel af nedgangen i kerneinflationen siden december 2012, hvor den var 2 pct.

Olieprisfølsomme elementer i kerneinflationen



Anm.: Kerneinflation opgøres som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. De olieprisfølsomme komponenter er udvalgt på basis af en simpel autoregressiv model for hver af de 82 underindeks, der tilsammen udgør kerneinflationen. Det drejer sig om følgende (med COICOP-kode i parentes): mælk, ost og æg (011400), smør, spiseolie og margarine (011500), kaffe, te og kakao (012100), sodavand, mineralvand og juice (012200), øl (021300), tobak (02200), personbefordring med fly (073300), personbefordring med færge (073400), planter og blomster (093300). Olieprisen er opgjort i kroner. Seneste observation er februar 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

SAMLET PRISPÅVIRKNING FRA OLIEPRISFALDET

Olieprisen blev halveret i perioden juni 2014 til januar 2015. Den kortsigtede direkte effekt på HICP fra prisfaldet er beregnet til at være -1,2 pct., jf. tabel 2. Frem til januar 2015 har energipriserne bidraget til, at HICP er faldet med 0,9 pct. Heraf kan ca. 0,2 pct. henføres til lavere energifgifter. Den kortsigtede effekt via prisen på benzin, fyringsolie

og naturgas er altså endnu ikke slået fuldt igennem på forbrugerpriserne.

På længere sigt antages priserne på elektricitet, fjernvarme og fast brændsel også at tilpasse sig. Sammen med de indirekte effekter af at virksomhedernes energiomkostninger falder, giver det et samlet fald i HICP på 3,6 pct. Effekten bliver

Isoleret påvirkning af HICP fra ændringer i energipriserne

Tabel 2

Pct.	Med udgangspunkt i oliepris på 50 dollar pr. tønde ¹	Med udgangspunkt i oliepris på 100 dollar pr. tønde ¹
Påvirkning af HICP ved olieprisfald på 10 pct.		
Direkte effekt på kort sigt (naturgas, fyringsolie og brændstof)	-0,2	-0,2
Direkte effekt på mellemlangt sigt (el, brænde og fjernvarme)	-0,2	-0,3
Indirekte effekt på mellemlangt sigt	-0,3	-0,2
Samlet effekt	-0,6	-0,7
Påvirkning af HICP ved olieprisfald på 50 pct.		
Direkte effekt på kort sigt (naturgas, fyringsolie og brændstof)	-0,8	-1,2
Direkte effekt på mellemlangt sigt (el, brænde og fjernvarme)	-0,9	-1,2
Indirekte effekt på mellemlangt sigt	-1,4	-1,2
Samlet effekt	-3,1	-3,6

Anm.: Beregningerne er foretaget med udgangspunkt i distributionsomkostninger, avancer og afgifter pr. juni 2014. Den direkte effekt på kort sigt er bidraget fra naturgas, fyringsolie og brændstof. På mellemlangt sigt medregnes også den direkte effekt på el, brænde og fjernvarme samt de indirekte effekter. Beregningerne opgør udelukkende direkte og indirekte priseffekter. De tager således ikke højde for evt. anden runde-effekter eller generelle effekter via olieprisens betydning for den realøkonomiske aktivitet mv.

Kilde: Energistyrelsen, DONG Energy, Nord Pool, Energitisynet, Europa-Kommissionens *Weekly Oil Bulletin*, Energi- og olieforum, Hofo, Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Elasticiteten er en funktion af olieprisen på grund af en række energiafgifter i faste priser.

mindre, hvis olieprisfaldet ikke slår igennem til alle energiprodukterne.⁸

I praksis vil så stort et udbudsrelateret fald i olieprisen desuden virke som en katalysator for den realøkonomiske aktivitet – både herhjemme og i udlandet – og derigennem bidrage med et opadgående pres på den generelle prisudvikling. Ved at simulere den samlede betydning i Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA, skønnes HICP-inflationen i 2015 og 2016 at blive henholdsvis -1,0 og -0,1 pct. lavere, end hvis olieprisfaldet ikke var indtruffet. Den samlede betydning af olieprisfaldet vurderes altså at være betydeligt mindre end den isolerede prispåvirkning beregnet i tabel 2. Det skyldes også, at der i simuleringen ikke er tale om en permanent halvering af olieprisen. Den er steget markant i februar og forventes at stige moderat i de kommende år.

⁸ Effekterne er af samme størrelsesorden som i euroområdet, jf. ECB (2014). Ved en oliepris på 60-80 dollar resulterer en ændring i olieprisen på 10 pct. i, at HICP-inflationen ændres med 0,6 procentpoint. To tredjedele af effekten indtræffer ganske hurtigt via de direkte effekter, mens resten kommer fra indirekte effekter over en periode på op til tre år.

ANDEN RUNDE-EFFEKTER

Pengepolitiske lempelser påvirker realøkonomien med en vis forsinkelse. Derfor er det vanskeligt for centralbankerne at påvirke prisudviklingen på kort sigt. Fokus er i stedet på inflationen på mellemlangt sigt. Det betyder, at centralbankerne normalt i et vist omfang ser bort fra de midlertidige direkte og indirekte første runde-effekter fra et olieprisfald. Først hvis de faldende energipriser spreder sig til priserne på andre varer og tjenester via løndannelsen, kan det få en længerevarende effekt. Det kaldes også for anden runde-effekter.⁹ Risikoen for, at de opstår, afhænger bl.a. af inflationsforventningerne og løndannelsen.

INFLATIONSFORVENTNINGERNE ER FALDET

Inflationsforventningerne er afgørende for risikoen for, at der opstår anden runde-effekter. Hvis der er tillid til, at centralbanken gennem sin pengepolitik vil sikre stabile priser, er der et anker for

⁹ Råvareprisernes betydning er tidligere analyseret i Spange (2011).

inflationsforventningerne. Det har betydning for bl.a. løndannelsen, hvor den forventede prisudvikling er et vigtigt udgangspunkt for lønforhandlingerne. En mere stabil lønudvikling er med til at stabilisere virksomhedernes omkostninger og dermed priserne. Inflationsforventningerne bliver dermed i høj grad selvopfyldende.

Der findes forskellige opgørelser af inflationsforventningerne. En nærliggende metode er at spørge husholdningerne, hvilken prisudvikling de forventer fremover. Den månedlige forbrugerforventningsundersøgelse fra Danmarks Statistik viser, at danskerne ikke forventer fortsatte prisfald i det kommende år.¹⁰

Som en naturlig konsekvens af fastkurspolitikken har der igennem mange år været en tæt sammenhæng mellem prisudviklingen i Danmark og euroområdet. Derfor er det også relevant

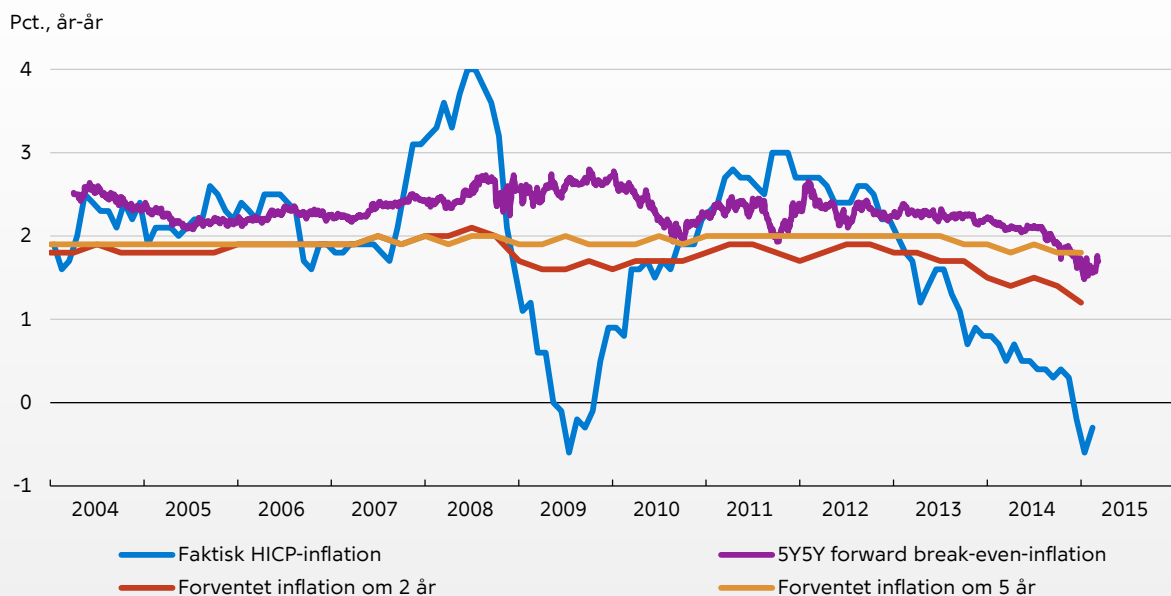
at betragte inflationsforventningerne for euroområdet. ECB spørger bl.a. kvartalsvis en række professionelle investorer og analytikere om den ventede inflationsudvikling både på kort og langt sigt. Resultaterne fra denne undersøgelse viser, at der i en lang periode har været en stærk tiltro til, at inflationen på 5-års sigt vil være i overensstemmelse med ECB's målsætning om en årlig prisstigningstakt under, men tæt på 2 pct., jf. figur 5.

Forventningerne på 2-års sigt har vist lidt større udsving. De faldt til 1,2 pct. i 1. kvartal 2015, det laveste niveau siden undersøgelsens begyndelse i 1999. De mere langsigtede forventninger til inflationen på 5-års sigt er også faldet, men dog kun til 1,77 pct.

På de finansielle markeder handles en række finansielle produkter, der er direkte indekseret til inflationsudviklingen. De mest anvendte finansielle

Inflationsforventningerne for euroområdet er faldet

Figur 5



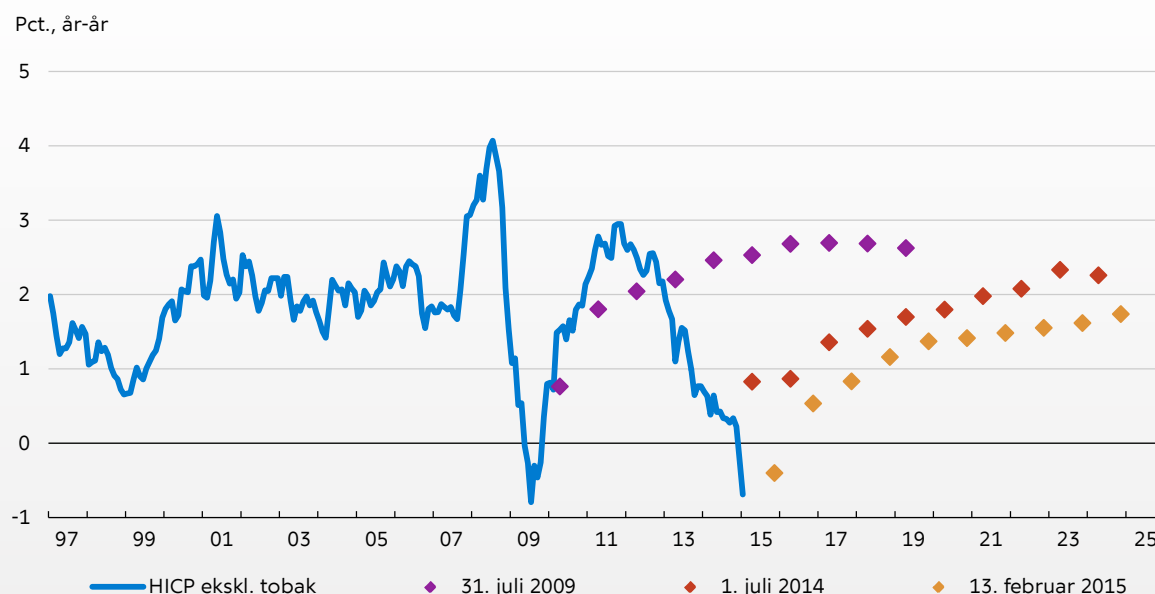
Anm.: HICP-inflation for euroområdet. Seneste observation er februar 2015. Forventet inflation om 2 og 5 år er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*. Seneste observation er 1. kvartal 2015. 5Y5Y forward break-even-inflation er beregnet på baggrund af inflationsindekserede swaps med en løbetid på 5 og 10 år. Seneste observation er 9. marts 2015.

Kilde: Eurostat, ECB og Thomson Reuters Datastream.

¹⁰ I undersøgelsen forventer forbrugerne ofte en uændret stigningstakt, når de bliver bedt om at vurdere prisudviklingen et år frem. De spørges desuden ikke direkte om, hvad inflationsniveauet forventes at blive, og undersøgelsen indeholder ingen information om forventningerne på lidt længere sigt. Det begrænser muligheden for at bruge den til at vurdere risikoen for anden runde-effekter.

Break-even-inflation indikerer langvarig tilpasning mod målsætning for euroområdet

Figur 6



Anm.: Break-even-inflationen er beregnet med udgangspunkt i swaps indekseret til udvikling i HICP ekskl. tobak for euroområdet. Seneste observation for HICP eksklusiv tobak er januar 2015. Der er ikke korregeret for inflationsrisiko- og likviditetspræmier. Kurverne kan derfor kun bruges som en indikator for den forventede inflationsudvikling.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

le produkter er i denne sammenhæng inflationsindekserede obligationer og swaps.¹¹ Når prisen på disse produkter ændrer sig, afspejler det bl.a. ændrede forventninger til den fremtidige inflation. Det kan udnyttes til at beregne et mål for inflationsforventningerne.

Andre elementer kan også påvirke priserne, herunder fx ændringer i risiko- og likviditetspræmierne, men de udledte inflationsforventninger fungerer som en vigtig indikator for forventningerne.¹² Den udledte break-even-inflation over en femårsperiode, der begynder fem år ude i fremtiden, var 1,6 pct. i februar 2015, jf. figur 5.

Det er et fald på 0,6 procentpoint siden juni 2014. Inflationsforventningerne på langt sigt har ikke tidligere været så påvirkelige over for den aktuelle prisudvikling.

Baseret på inflationsindekserede swaps kan man også udlede break-even-inflationen år for år over en 10-årig periode. Da olie- og forbrugerpriserne faldt kraftigt i 2009, var der fx en udbredt forventning om, at der var tale om en midlertidig udvikling, jf. figur 6. Ifølge break-even-inflationskurven ville årsstigningstakten i forbrugerpriserne hurtigt bevæge sig tilbage mod ECB's målsætning.

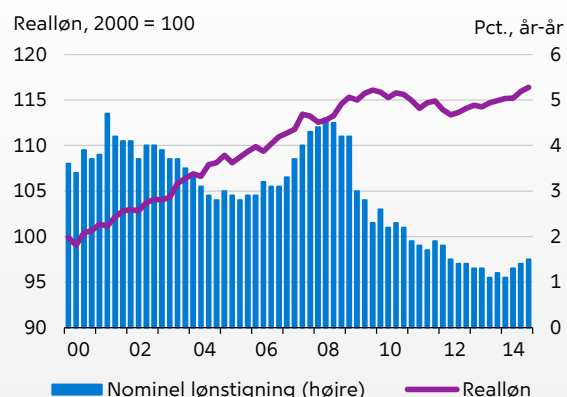
Det seneste olieprisfald har udspillet sig på en ganske anden baggrund. Allerede før oliepriserne begyndte at falde, var forventningerne i markedet, at prisstigningerne kun langsomt ville vende tilbage mod målsætningen. Efter olieprisfaldet er kurven forskubbet yderligere nedad, og først på langt sigt er der ifølge break-even-inflationen ud-sigt til en inflationstakt tæt på 2 pct. ECB's seneste lempelse af pengepolitikken med annonceringen af yderligere obligationsopkøb fra marts 2015 skal ses i lyset af denne udvikling.

11 I en inflationsindekseret obligation er afkastet bestemt af inflationsudviklingen. Tilsvarende er en inflationsindekseret swap en finansiel kontrakt, hvor den ene part betaler en fast rente og modtager en rente, der er indekseret til den faktiske inflationsudvikling. Produkterne kan bruges til at flytte inflationsrisiko. Ejendomsselskaber kan fx mindske deres naturlige eksponering over for inflationen, mens pensionsselskaber kan afdække inflationsrisikoen forbundet med deres forpligtelser – i form af kommende udbetalinger til kunderne – ved at påtage sig en tilsvarende inflationsrisiko på aktivsiden. Det danske marked for den slags produkter er mindre likvidt end i euroområdet, men priserne er typisk i overensstemmelse med hinanden.

12 ECB (2015) påpeger, at inflationsrisikopræmien i øjeblikket kan være negativ, hvilket vil mindske den beregnede break-even-inflation. Fortegnet afhænger bl.a. af markedets forventninger til korrelationen mellem inflation og konjunkturcyklus, jf. Danmarks Nationalbank (2012), s. 100-101.

Lønudvikling i den private sektor

Figur 7



Anm.: Lønindekset for den private sektor er sæsonkorrigeret, og seneste observation er 4. kvartal 2014. Reallønnen er beregnet ved at deflatere med udviklingen i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP.

Kilde: Danmarks Statistik.

LØNUDVIKLINGEN TYDER IKKE PÅ LÆNGERE-VARENDE PERIODE MED FALDENDE PRISER

Mens inflationsforventningerne er aftaget både i Danmark og i euroområdet, er de nominelle lønstigninger herhjemme langsomt på vej op, jf. figur 7. Udviklingen ventes at fortsætte, i takt med at produktionsgabet gradvist indsnævres, og presset på arbejdsmarkedet øges. Dermed er der ikke umiddelbart udsigt til betydelige anden runde-effekter igennem løndannelsen. Sammen med de lave prisstigninger medfører det derimod, at reallønnen forbedres, hvilket i sig selv kan være med til at øge det private forbrug og dermed aktiviteten i økonomien.

I de seneste år har lønstigningerne dog været meget lave i en historisk sammenhæng. Det er muligt, at den svage prisudvikling har haft en vis

afsmittende effekt på løndannelsen i den periode. Det er dog så mild en udgave af den negative pris-løn-spiral, at den ikke for alvor har vundet momentum, og lønstigningerne er langsomt begyndt at tiltage. På den baggrund kan den seneste prisudvikling ikke betragtes som en længerevarende deflationær tendens med generelle prisfald.

INDENLANDSK PRISDANNELSE

Udviklingen i de danske forbrugerpriser bestemmes både af indenlandske markedsforhold og af en række udefrakommende faktorer. Ud over olieprisen har den effektive kronekurs og importpriserne bl.a. stor betydning for priserne herhjemme. Til at belyse det indenlandske prispres har Nationalbanken siden 1984 opgjort et prisindeks for den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI. Med udgangspunkt i det overordnede forbrugerprisindeks, HICP, frasorteres trinvis prispåvirkningen fra de eksogene faktorer, jf. Hansen og Knudsen (2005).

Først fjernes priserne på energi og uforarbejdede fødevarer. Energipriserne er kendetegnede ved hovedsageligt at være bestemt på globale markeder og af de politisk bestemte energiafgifter. Fødevarerpriserne bestemmes i nogen grad også på globale markeder og er desuden påvirket af udbudsrelaterede ændringer som følge af bl.a. vejrforhold. Disse faktorer afspejler ikke et indenlandsk prispres.

Dernæst frasorteres påvirkningen fra produkter med administrerede priser, fx husleje, dagsinstitutioner og kollektiv trafik. Deres priser er delvist politisk fastsat og dermed ikke markedsbestemte. Af samme årsag frasorteres også betydningen af afgifter og indirekte skatter. Det sker ved at skifte

Hvordan frasorteres prispåvirkningen fra importerede varer?

Boks 3
fortsættes næste side

Mange forbrugsvarer er produceret i udlandet. Det gælder fx de fleste elektroniske produkter som fladskærme, computere og husholdningsapparater. Andre varer og tjenester er produceret i Danmark, men ved hjælp af råvarer og halvfabrikata, der er importeret fra udlandet. Derfor har importpriserne stor betydning for forbrugerpriserne.

Selv om mange varer produceres i udlandet, påvirkes den endelige forbrugerpris dog i betydelig grad af indenlandske forhold. Omkostninger til distribution, salg, markedsføring samt afgifter og moms udgør derfor ho-

vedparten af den pris, forbrugerne betaler – også for disse varer. Omkring en fjerdedel af det samlede private forbrug kan henføres til import.

I beregningen af indenlandsk markedsbestemt inflation, IMI, er betydningen af en række priser allerede fjernet i tidligere trin. Importindholdet beregnes derfor for de tilbageværende forbrugskomponenter (IMI-komponenterne) ved hjælp af en input-output-analyse. Produkterne udgør 58 pct. af komponenterne i nettoprisindekset.

Beregningerne viser, at det direkte importindhold udgør 18 pct. af IMI-komponenterne, mens 14 pct. kan henføres til indirekte import. Importpriserne betydning frasorteres dernæst ved at gange vægtene med to skræddersyede importprisindeks. De konstrueres med udgangspunkt i Danmarks Statistiks importprisindeks for varer, hvor importpriserne er opgjort efter branche. Priserne sammenvejes med den branchefordelte import fra input-output-beregningerne.¹ Det gøres særskilt for direkte og indirekte import for at tillade, at gennemslaget til forbrugerpriserne kan foregå med forskellig hastighed.

Der er stor forskel på prisudviklingen i det direkte og det indirekte importindhold, jf. figur (venstre). Den direkte import afspejler bl.a. prisen på fødevarer, beklædning, elektroniske produkter, biler, møbler og medicin, som siden 1997 i gennemsnit er steget med 0,6 pct. om året. Det er væsentligt mindre end den gennemsnitlige stigning i HICP på 1,9 pct. Øget international konkurrence og muligheden for at importere varer fra lande med et lavere omkostningsniveau har altså via importpriserne været med til at dæmpe prisstigningerne herhjemme.

Den indirekte import til IMI-komponenterne er i højere grad sammensat af råvarer. Det gælder bl.a. fødevarer, gummi og plast, maskiner samt kemiske produkter. Disse priser er i gennemsnit steget med 1,7 pct. om året siden 1997. Udsvingene er betydeligt større end for den direkte import og desuden korreleret med ændringer i olieprisen. Hvis sammenhængen afspejler en kausal påvirkning fra olieprisen til prisen på andre råvarer, har olieprisen således

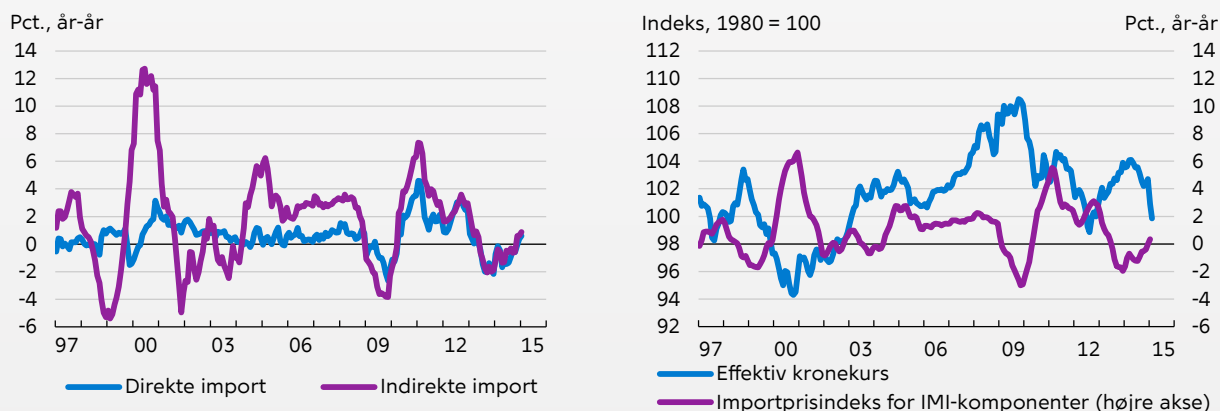
også en indirekte effekt gennem importpriserne. Alternativt kan korrelationen skyldes, at olie- og råvaremarkederne i vid udstrækning rammes af de samme efterspørgselsstød, og så er der ikke tale om en effekt, hvor olieprisen er den udløsende faktor.

I IMI-beregningerne får udviklingen i de direkte importpriser hurtigt betydning for forbrugerpriserne. De frasorteres således ved hjælp af den gennemsnitlige prisudvikling i de seneste to måneder. Prisen på den indirekte import indgår i stedet som et gennemsnit over tre måneder og med en måneds forsinkelse. For både direkte og indirekte import antages med tiden et fuldt gennemslag til forbrugerpriserne. Hvis det ikke sker, er der tale om en justering af avancerne, og de indgår i IMI.

Når danske virksomheder køber varer i udlandet, afhænger prisen af den effektive kronekurs. Derfor er der en negativ sammenhæng mellem kronekursen og importpriserne, jf. figur (højre). Når kronekursen stiger, bliver det billigere at importere varerne – og omvendt. I de første ti år efter årtusindskiftet bidrog den stigende kronekurs generelt til, at importpriserne steg langsomt. Det har været med til at holde den samlede inflation nede.

Efterfølgende er den effektive kronekurs generelt faldet igen. Den seneste nedgang siden april 2014 har medvirket til at trække importpriserne op, så de i januar 2015 ikke længere bidrager negativt til forbrugerpriserne herhjemme. I det omfang den effektive kronekurs vil falde yderligere i lyset af den divergerende pengepolitik i euroområdet og USA, vil importen bidrage til at presse priserne op.

Udvikling i importpriserne og den effektive kronekurs



Anm.: Venstre figur: Importpriserne er sammenvejet med branchefordelingen af den import, der indgår direkte eller indirekte i IMI-komponenterne. Højre figur: Direkte import indgår som et gennemsnit over de to seneste måneder, mens indirekte import indgår som et 3 måneders-gennemsnit med en måneds forsinkelse. Før 2005 er importpriserne baseret på Prisindeks for indenlandsk vareforsyning. Seneste observation er januar 2015 for importpriserne og februar 2015 for den effektive kronekurs.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. En del af importindholdet udgøres af tjenester, der ikke er dækket af importprisindeks for varer. For den direkte import drejer det sig om 2 pct. ud af den direkte importandel på 18 pct., mens det for den indirekte import er 6 pct. ud af den indirekte importandel på 14 pct. Den manglende dækning er bl.a. for brancherne luftfart, fragtvognmænd, it-konsulenter, reklame- og analysebureauer, pengeinstitutter og telekommunikation. De beregnede prisindeks afspejler således udelukkende prisudviklingen for importerede varer. Bemærk desuden, at branchepodelingen af importprisindeks for varer i praksis også kan fortolkes som en varefordeling. I overensstemmelse med de internationale standarder er det den importerede vares egenskaber, der bestemmer branchekategorien. Fx dækker branchen fremstilling af møbler udelukkende importerede møbler og ikke den faktiske import til produktionen af møbler, som bl.a. kunne indeholde træ, tekstiler og energi.

til nettoprisindekset, hvor betydningen af afgifter, subsidier og indirekte skatter er fraregnet. De tilbageværende varer og tjenester udgør 58 pct. af den samlede varekurv.

Som det sidste trin i beregningen fjernes prispåvirkningen fra importpriserne. Der findes imidlertid ikke nogen underopdeling af HICP for importerede varer og tjenester. Frasorteringen tager i stedet udgangspunkt i input-output-beregninger af importindholdet i de relevante forbrugsvarer. Danmarks Statistik har siden januar 2014 opgjort et nyt importprisindeks for varer. Med det er det muligt at rense mere præcist end tidligere for de relevante importpriser. Metoden er derfor blevet tilpasset, jf. boks 3.

FORTOLKNING AF INDEKSET FOR INDENLANDSK MARKEDSBESTEMT INFLATION

Når de udefrakommende forhold er frasorteret, står den indenlandsk markedsbestemte inflation tilbage. Her er input til produktionen i form af importerede råvarer og energi fratrullet. IMI-indekset beskriver derfor værditilvæksten. Den angiver, hvad der er til rådighed til aflønning af produktionsfaktorerne, dvs. arbejdskraft og kapital. IMI modsvarer således udviklingen i lønninger og bruttoavancer. Både løn og avancer er relateret til

kapacitetsudnyttelsen i økonomien, og derfor er IMI-indekset en indikator for det aktuelle indenlandske prispres.

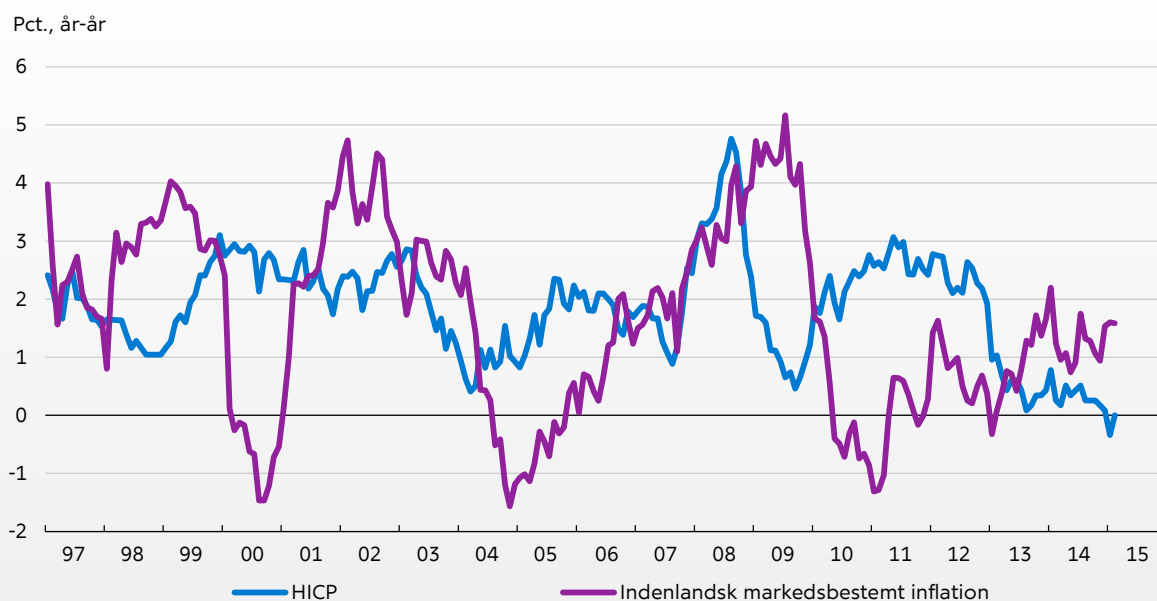
Kortsigtede ændringer i IMI-indekset skyldes typisk avancerne. Midlertidige udsving i energi- og importpriserne bliver ofte udjævnet ved at justere avancerne i de indenlandske distributions- og salgsled. Hvis prisændringerne er vedvarende, vil virksomhederne dog overvælte de ændrede omkostninger til forbrugerne, når konjunktur- og konkurrencesituationen tillader det.

Udviklingen i IMI-indekset viser, hvordan det indenlandske prispres bidrog til, at priserne steg hurtigt under overophedningen op til 2008, jf. figur 8. I den periode toppede lønstigningerne i den private sektor med næsten 5 pct. om året. Det ændrede sig efter finanskrisens udbrud, men samtidig faldt olieprisen kraftigt. Virksomhederne satte ikke forbrugerpriserne ned, i takt med at olieprisen faldt. Det øgede avancerne, og IMI-indekset fortsatte med at stige markant frem til slutningen af 2009.

Dernæst fulgte en periode, hvor en negativ stigningstakt i IMI vidnede om, at det indenlandske prispres var meget svagt. I perioden havde mange virksomheder i høj grad fokus på at trimme omkostningerne frem for at udvide til

HICP og indenlandsk markedsbestemt inflation

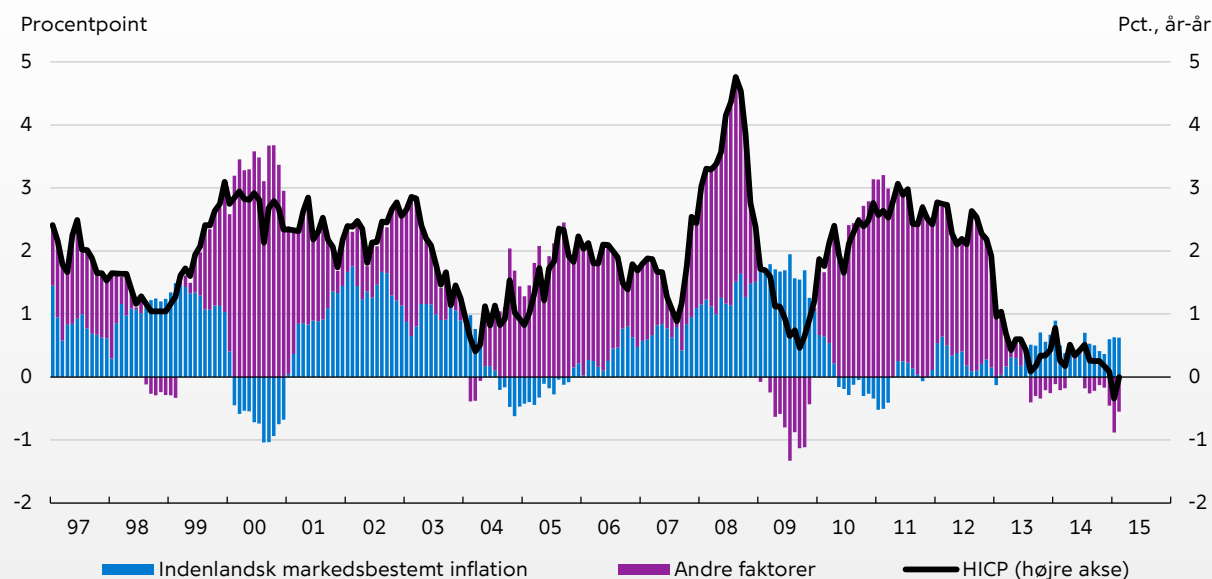
Figur 8



Anm.: Seneste observation er februar 2015.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Indenlandsk markedsbestemt inflation og andre faktorer

Figur 9



Anm.: Bidrag til årstigningstakten i HICP. Andre faktorer består af prisen på energi, uforarbejdede fødevarer, husleje, afgifter og import samt administrerede priser. Seneste observation er februar 2015.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

nye markeder. Fra det lave udgangspunkt har der siden været en stigende tendens i det indenlandske prispres.

I februar 2015 var IMI-indekset med en årstigningstakt på 1,6 pct. tæt på den gennemsnitlige stigningstakt siden 1997 på 1,7 pct. Med det kraftige olieprisfald ville man dog typisk forvente, at IMI-indekset ville stige hurtigere, fordi avancerne er steget. Derfor vurderes det indenlandske prispres fortsat at være begrænset.

FORBRUGERPRISUDVIKLING BESTEMMES I HØJ GRAD AF UDEFRAKOMMENDE FORHOLD

IMI-indekset repræsenterer under halvdelen af det private forbrug. En betydelig del af forbrugerpriserne er altså bestemt af andre forhold end de indenlandske markedspriser. Det er i vid udstrækning energipriserne, importpriserne og politisk bestemte afgifter, der bestemmer den samlede stigningstakt i HICP, jf. figur 9.

Specielt i 2010-12 var den samlede stigning i forbrugerpriserne væsentligt højere end det indenlandske prispres. Igennem 2013-14 er det til gengæld den indenlandsk markedsbestemte inflation, der har fastholdt forbrugerprisstigningerne i positivt område.

LITTERATUR

Bordo, Michael, Andrew Filardo, Andrés Velasco og Carlo Favero (2005), Deflation and monetary policy in a historical perspective: Remembering the past or being condemned to repeat it?, *Economic Policy*, nr. 44.

Borio, Claudio, Magdalena Erdem, Andrew Filardo og Boris Hofmann (2015), The costs of deflations: a historical perspective, *BIS Quarterly Review*, marts.

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

Danmarks Nationalbank (2013), *Statens låntagning og gæld – 2012*.

Danmarks Statistik (2011), *Danish Input-Output Tables and Analyses 2009*.

ECB (2010), Oil prices – their demand and impacts on euro area inflation and the macroeconomy, *Monthly Bulletin*, august.

ECB (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, 3. udgave.

ECB (2013), Commodity prices and their role in assessing the euro area growth and inflation, *Monthly Bulletin*, oktober.

ECB (2014), December 2014 Eurostaff macro-economic projections for the euro area, *Monthly Bulletin*, december.

ECB (2015), *Economic Bulletin*, nr. 1.

Energistyrelsen (2014), *Energistatistik 2012*, 2. udgave.

Hansen, Bo William og Niels Lynggård Hansen (2007), Price setting behaviour in Denmark – A study of CPI micro data 1997-2005, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 39.

Hamilton, James D. (2009), Causes and consequences of the oil shock of 2007-08, *Brookings Papers on Economic Activity*, forår.

Hansen, Ester, Morten Hedegaard Rasmussen og Jonas Staghøj (2013), Prisdannelsen i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 2.

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

Messina, J., C. F. Duarte, M. Izquierdo, P. Du Caju, og N. L. Hansen (2010), The incidence of nominal and real wage rigidity: An individual-based sectoral approach, *Journal of the European Economic Association*, nr. 8.

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

Spange, Morten (2011), Råvarepriser og inflation i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 1.

SÆRBEHANDLING AF STATSOBLIGATIONER I DEN FINANSIELLE REGULERING

Af Brian Liltoft Andreassen, Morten Niels Haastrup,
Thorsten Meyer Larsen og Lindis Oma,
Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Statsobligationer betragtes normalt som en aktivklasse med lave kredit- og likviditetsrisici. Det bygger bl.a. på, at staten har ret til at udskrive skatter. Det er imidlertid ikke ensbetydende med, at statsobligationer er risikofrie. Historien viser, at flere stater har misligholdt deres betalingsforpligtelser.

I den finansielle regulering behandles statsobligationer i flere sammenhænge, som om de var risikofrie. Reguleringen påvirker bankernes adfærd, og hvis der ikke tages højde for risiciene ved bestemte aktiver, kan det forvride bankernes investeringsbeslutninger. Reguleringen kan således give bankerne et incitament til at investere uforholdsmæssigt meget i statsobligationer. Særbehandlingen af statsobligationer gør sig gældende ved opgørelsen af risikovægte, i reguleringen af store eksponeringer og i den nye likviditetsregulering. Mange banker anvender samtidig en regnskabspraksis, der indebærer, at urealiserede tab på statsobligationer ikke afspejles fuldt ud i hverken regnskaberne eller den regulatoriske kapital. Det reducerer gennemsigtigheden og kan være med til at skabe usikkerhed om bankernes robusthed i perioder, hvor markederne for statsobligationer er stressede.

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB, har i marts 2015 offentliggjort en rapport om den regulatoriske behandling af statseksponeringer. Rapporten undersøger et bredt udvalg af potentielle politiktiltag, der kan adressere risiciene ved statseksponeringer, og kan ses som et oplæg til fremtidige diskussioner. Den regulatoriske be-

handling af statseksponeringer er også på Baselkomiteens arbejdsprogram for 2015 og 2016.

Nationalbanken finder det positivt, at man internationalt genovervejer, hvordan statseksponeringer skal behandles i den finansielle regulering. Statseksponeringer er som alle andre eksponeringer forbundet med risici, og disse risici bør adresseres i reguleringen. Statseksponeringer bør ikke pr. automatik tillægges en nulrisikovægt ved opgørelsen af bankernes kapitalkrav. Samtidig bør værdiansættelsen af statsobligationer i højere grad afspejle de aktuelle markedsværdier, også selv om banken har til hensigt at beholde obligationerne til udløb. Desuden bør definitionen af højt likvide aktiver baseres på indikatorer for aktivernes faktiske likviditet og ikke generelle antagelser, såsom at statsobligationer altid er højlikvide.

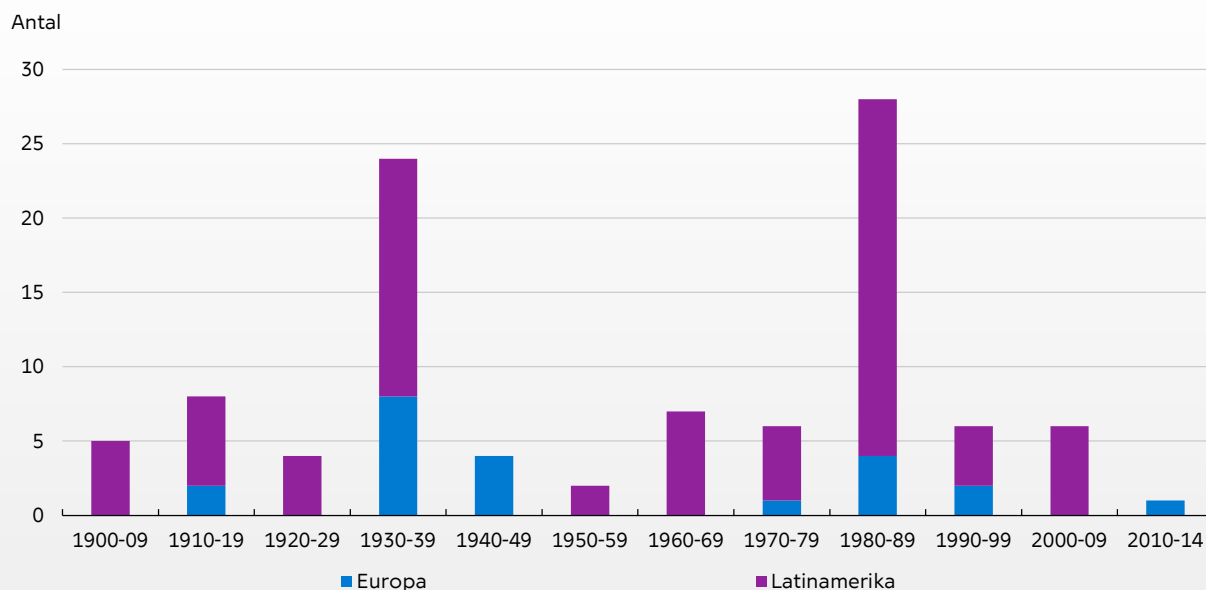
STATSOBLIGATIONER ER IKKE RISIKOFRIE

Statens ret til at udskrive skatter og adgang til monetær finansiering er blandt begrundelserne, når statsobligationer udstedt i egen valuta betragtes som kreditrisikofrie. Der findes dog flere eksempler på, at lande har misligholdt deres forpligtelser og dermed påført investorer tab, jf. figur 1. Statsobligationer er – ligesom andre aktiver – forbundet med risiko, og suveræne stater kan pr. definition ikke tvinges til at betale deres gæld.

I EU betyder kombinationen af uafhængige centralbanker og et generelt forbud mod monetær finansiering, at medlemsstaterne ikke kan

Statslige misligholdelser og restruktureringer i Europa og Latinamerika, 1900-2014

Figur 1



Kilde: Reinhart og Rogoff (2009) for perioden 1900-2009. I perioden 2010-14 blev Grækenlands statsgæld restruktureret, jf. boks 2.

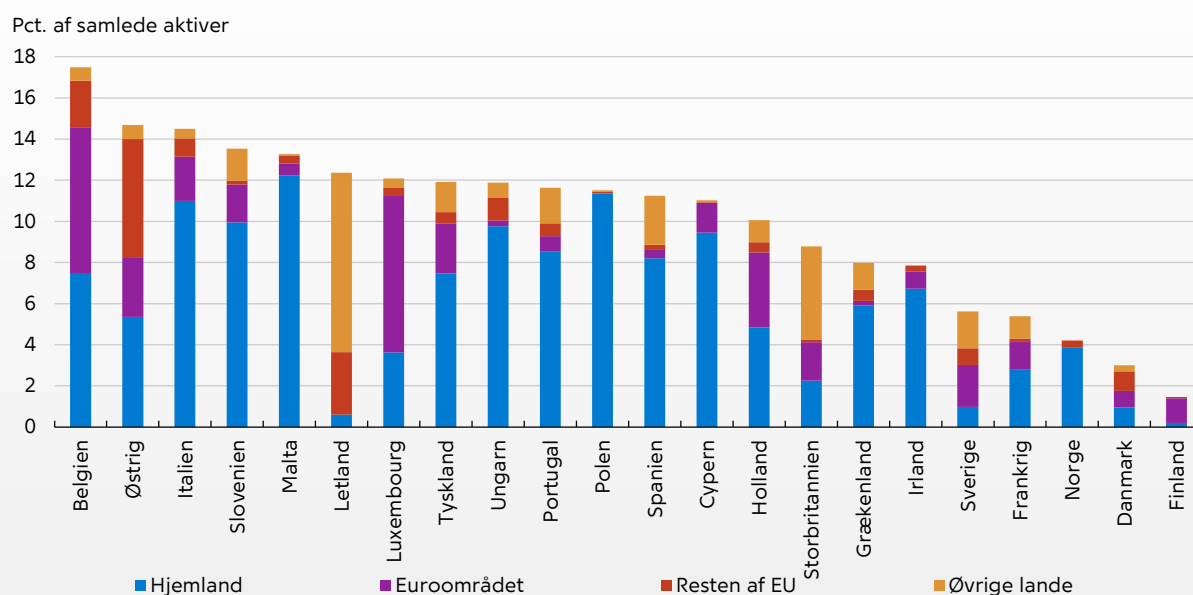
tilbagebetale deres gæld ved blot at trykke flere penge. Hvis en stat mister adgangen til at optage ny gæld på de finansielle markeder, forudsætter tilbagebetaling af gælden, at staten opnår over-

skud på de offentlige finanser, fx ved at opkræve højere skatter eller sænke de offentlige udgifter.

I forbindelse med EU-stresstesten 2014 offentliggjorde Den Europæiske Banktilsynsmyndighed,

Bankers samlede statseksponeringer, fordelt på lande

Figur 2



Anm.: I figuren benyttes bankernes nettoeksponeringer (netting af korte og lange positioner med løbetidsmatch). Der indgår 123 banker fra 22 lande. Data er pr. ultimo 2013.

Kilde: EBA og SNL Financial.

EBA, data for de største europæiske bankers statseksponeringer ultimo 2013. Der er store forskelle i bankers statseksponeringer på tværs af lande. I euroområdet findes de relativt største statseksponeringer hos banker i Belgien, Østrig og Italien, hvor de udgjorde over 14 pct. af bankernes samlede aktiver, jf. figur 2. Bankers eksponering mod deres egen stat er højest for de maltetiske, polske og italienske banker. Generelt ses en stærk præference for eksponering mod hjemlandets stat i periferilandene, jf. boks 1. For danske banker ud-

gjorde statseksponeringer – både mod den danske stat og øvrige stater – en lille del af bankernes samlede aktiver.

Banker kan være eksponerede over for kreditrisikoen på en stat på andre måder end ved direkte eksponeringer i form af statsobligationer. Det gælder særligt i forhold til hjemlandet (samt andre lande, hvor banken har betydelige aktiviteter). Kreditrisikoen på en stat vil typisk være nært forbundet med risikoen på andre aktiver i den pågældende økonomi. En statsgældskrise vil

Præference for statseksponeringer mod hjemlandet

Boks 1

Banker er ofte mere eksponerede mod statsgæld fra hjemlandet end mod statsgæld fra andre lande. Præferencen for hjemlandets statsobligationer (home bias) kan skyldes flere forhold, fx:

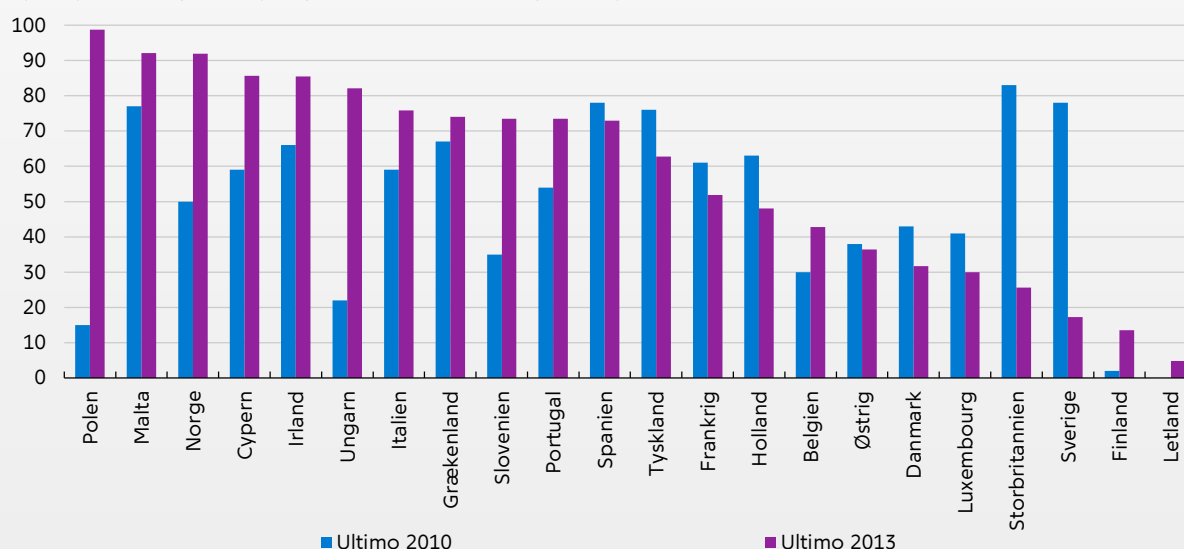
- Banken ønsker at sikre valutamatch mellem bankens finansiering og aktiver. Hvis banken primært finansierer sig i sin egen valuta, kan det være en fordel også at investere i aktiver i egen valuta. Banker i euroområdet har dog adgang til at investere i statspapirer i egen valuta (euro) fra en række lande.
- Banken er afhængig af den generelle økonomiske situation i hjemlandet og påvirkes af kreditrisikoen på staten, uanset hvor store de direkte eksponeringer mod staten er.
- Banken vil typisk have et bedre kendskab til hjemlandets økonomi end til økonomien i andre lande.

- Banken kan blive sat under formelt eller uformelt politisk pres for at investere i hjemlandets statsgæld. De Maro og Macchiavelli (2014) finder, at politisk kontrollerede banker, der er blevet rekapitaliseret af deres hjemlandets stater, efterfølgende øger deres eksponering mod hjemlandets stat.

Den Europæiske Centralbank, ECB, har siden 2011 givet bankerne mulighed for at optage 3-årige lån mod sikkerhed i bl.a. statsobligationer. Især spanske og italienske banker har gjort brug af den mulighed. Blandt bankerne i euroområdets periferilande (med høje gælds- og renteniveauer i forhold til de øvrige eurolande) ses en tydelig præference for hjemlandets statsobligationer, jf. figuren.

Bankernes "home bias", fordelt på lande

Hjemlige statseksponeringer i pct. af samlede statseksponeringer



Kilde: EBA.

fx kunne føre til finanspolitiske stramninger, der (på kort sigt) vil påvirke den økonomiske vækst negativt og forringe tilbagebetalingsevnen hos bankens låntagere. Ændringer i kreditrisikoen på staten vil desuden kunne påvirke prisen på andre finansielle aktiver og gøre det dyrere og sværere for banken at opnå finansiering. En stigning i statens kreditrisiko vil desuden kunne reducere værdien af obligationer, der anvendes som sikkerhedsstillelse, fx ved repoaktiviteter.

Risikoen for "smitte" effekter går begge veje. Den finansielle krise har vist, at problemer i banksektoren – gennem implicitte og eksplicitte statsgarantier til bankerne – kan føre til, at de offentlige finanser forringes, og dermed at statens kreditrisiko forøges. Det nye fælleseuropæiske krisehåndteringsdirektiv og bankunionen vil bidrage til at sikre, at nødlidende banker kan håndteres uden at bruge skatteyderpenge, fx gennem øget anvendelse af bail-in. Herved svækkes risikoen for smitte mellem banker og stater.

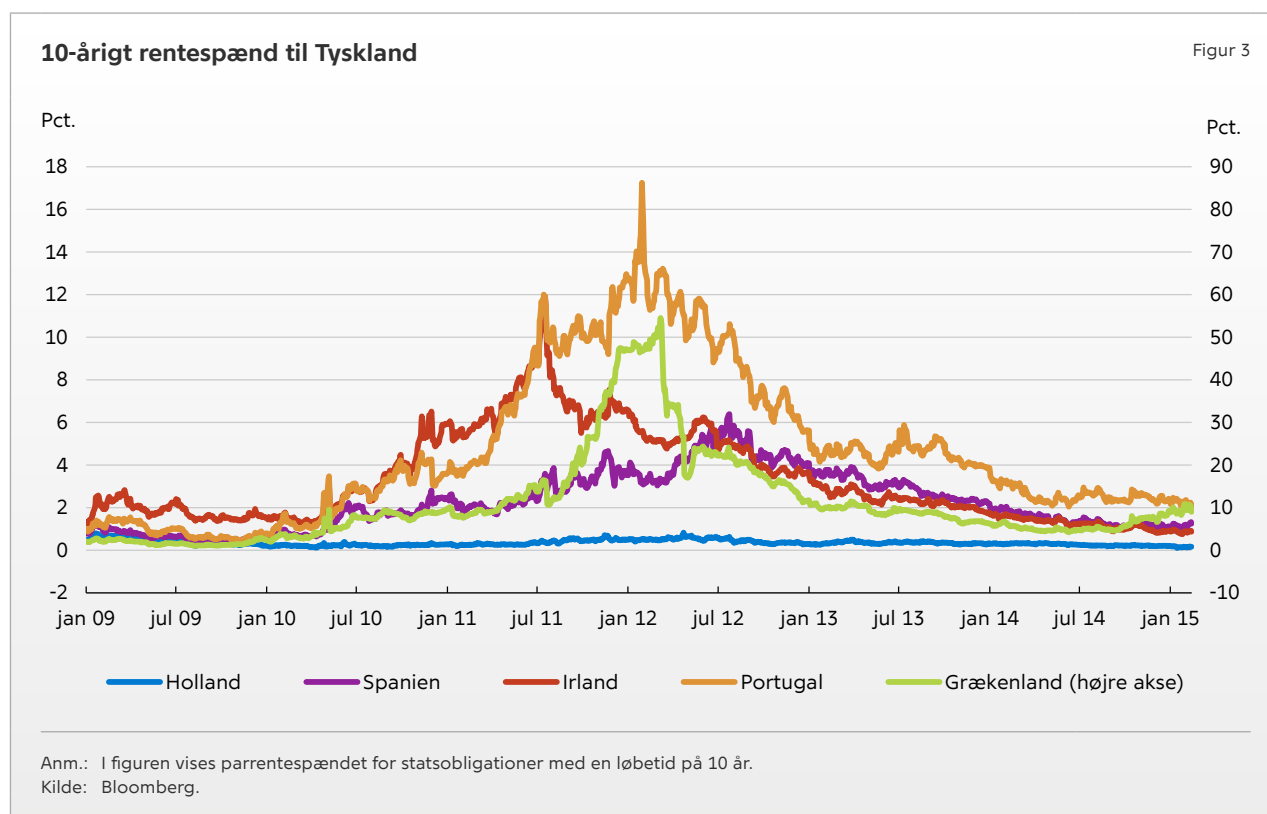
HÅNDTERING AF GÆLDSRESTRUKTURERING

I forbindelse med finanskrisen kom der øget fokus på de enkelte staters kreditværdighed. Det kom bl.a. til udtryk ved, at forskellen mellem renterne

på udstedelser fra lande med høj gæld og svage offentlige finanser og lande med lav gæld og holdbare offentlige finanser blev udvidet betydeligt, jf. figur 3.

Enkelte lande mistede i perioder helt eller delvist adgangen til at finansiere sig i markedet og fik derfor brug for alternative finansieringskilder. Som konsekvens heraf annoncerede eurolandenes finans- og økonomiministre i november 2010, at alle nye udstedelser af statsobligationer fra eurolande ville indeholde standardiserede Collective Action Clauses, CACs, fra 2013. Klausulerne giver mulighed for, at et kvalificeret flertal af investorer kan forhandle en restrukturering på vegne af alle investorer og tvinge et mindretal til at deltage heri.

I Grækenland blev der i 2012 indført CACs på al gæld udstedt under græsk lov. Det gjorde det muligt at restrukturere Grækenlands statsgæld på baggrund af en aftale med et flertal af investorerne, jf. boks 2.



Restrukturering af den græske statsgæld¹

Boks 2

Grækenland fik i 2010 et låneprogram, hvor de øvrige eurolande samt Den Internationale Valutafond, IMF, stillede lån for i alt 110 mia. euro til rådighed. En svagere økonomisk udvikling end forudsat og manglende gennemførelse af reformer betød, at låneprogrammet ikke var tilstrækkeligt til at stabilisere Grækenlands statsgæld. I 2012 blev eurolandene og IMF derfor enige med den græske regering om betingelserne for et nyt låneprogram. En betingelse for programmet var, at private kreditors lån, der på daværende tidspunkt udgjorde 206 mia. euro ud af en samlet græsk gæld på 356 mia. euro, skulle nedskrives og omstruktureres. Lån fra eurolandene og IMF var derimod ikke omfattet af omstruktureringen. Forhandlingerne med de private investorer i

græsk gæld udstedt under græsk lov resulterede i en aftale, hvor 85,8 pct. af dem accepterede, at hovedstolen blev nedskrevet med 53,5 pct., og at den resterende hovedstol blev ombyttet til nye obligationer med længere løbetid og lavere kuponrente end de eksisterende lån. Samme vilkår og dermed tab blev også pålagt de private investorer, der ikke tog del i den frivillige gældsrestrukturering. Det skyldes, at Grækenland indførte Collective Action Clauses, CACs, på al eksisterende gæld udstedt under græsk lov. Tilslutningen til den frivillige aftale var tilstrækkeligt stor til, at den græske stat kunne underlægge alle private investorer i obligationer under græsk lov samme restrukturering.

¹ Se Mikkelsen og Sørensen (2012) for en udvidet gennemgang af Grækenlands låneprogram.

STATSEKSPONERINGER I REGULERINGEN

EU's kapitalkravforordning (CRR), der trådte i kraft i 2014, udgør et fælles regelsæt for alle banker i EU (single rule book). Reglerne har til formål at sikre den finansielle stabilitet i banksektoren og at bidrage til et velfungerende indre marked. Forordningen indeholder en række bestemmelser, hvorefter statsobligationer behandles, som om de var risikofrie. Det gør sig gældende ved opgørelsen af risikovægte, i reguleringen af store engagementer og i den nye likviditetsregulering. Særbehandlingen skal ses i lyset af EU-traktatens forbud mod, at stater og andre offentlige enheder får privilegeret adgang til finansiering, medmindre der er tale om foranstaltninger, der er baseret på tilsynsmæssige hensyn.

Mange banker anvender desuden en regnskabspraksis, der indebærer, at urealiserede tab på statsobligationer ikke afspejles fuldt ud i hverken regnskaberne eller den regulatoriske kapital, jf. boks 3. Det reducerer gennemsigtheden og kan være med til at skabe usikkerhed om bankernes robusthed i perioder, hvor markederne for statsobligationer er stressede. Usikkerhed om bankernes beholdninger af statsobligationer var en del af baggrunden for gennemførelsen af den såkaldte EU-kapitaltest i 2011-12. Her anbefalede EBA, at de deltagende banker skulle øge deres kernekapital til mindst 9 pct. efter en midlertidig korrektion, så kernekapitalen i højere grad tog højde for urealiserede tab på beholdninger af statsobligationer.

Regnskabsmæssig behandling

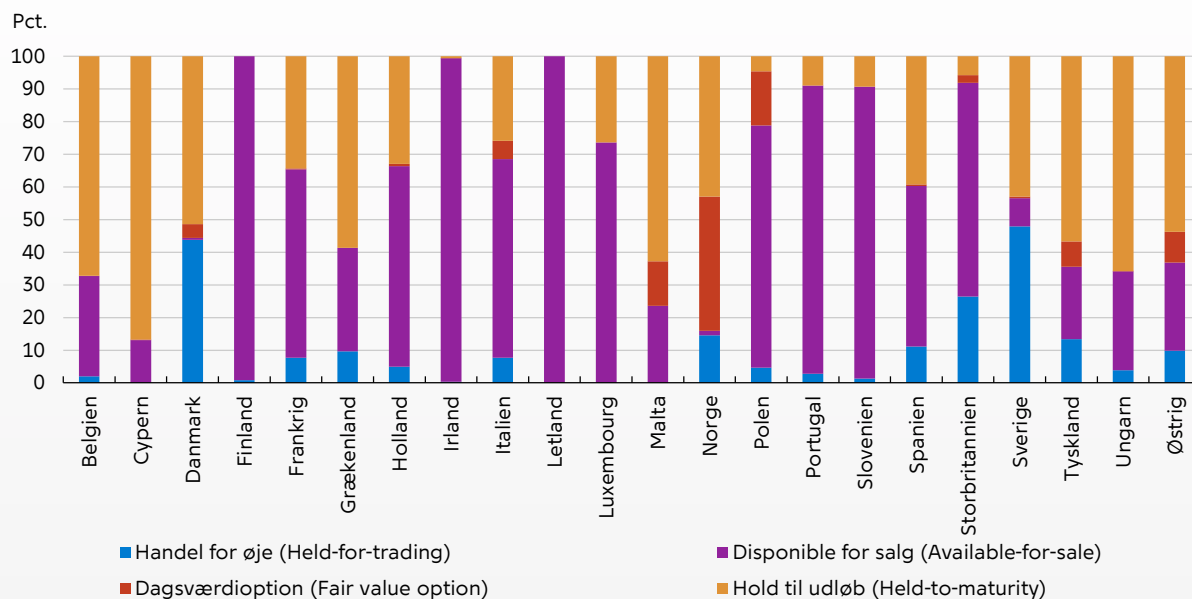
Boks 3
fortsættes næste side

De internationale regnskabsstandarder, IFRS, indeholder ingen særlige regler for eksponeringer mod stater. I regnskabet skal statseksponeringer derfor behandles på samme måde som andre finansielle aktiver. Værdiansættelsen vil afhænge af den regnskabsmæssige klassifikation, der bl.a. bestemmes af bankens intention, herunder fx om obligationen er erhvervet med handel for øje, eller om det er hensigten at holde den til udløb.¹

Der er store forskelle i den regnskabsmæssige klassifikation mellem de europæiske lande, jf. figuren. I de fleste lande klassificeres størstedelen af beholdningerne enten som Hold til udløb eller Disponible for salg. Danske banker kan ikke anvende klassifikationen Disponible for salg, når de indberetter regnskabsdata til Finanstilsynet. Det kan forklare, at anvendelsen af klassifikationen Handel for øje er større for danske banker, end for banker i andre EU-lande.

¹ International Accounting Standards Board, IASB, vedtog i juli 2014 en ny regnskabsstandard, IFRS 9, der indeholder en ny model for klassifikation og værdiansættelse af finansielle aktiver. Standarden træder som udgangspunkt i kraft fra 2018, men er endnu ikke godkendt af EU-Kommissionen.

Klassifikation af statseksponeringer



Anm.: Der indgår 123 banker fra 22 lande. Data er pr. ultimo 2013.
 Kilde: EBA.

Klassifikationen Hold til udløb indebærer, at obligationerne værdiansættes til amortiseret kostpris, hvor den regnskabsmæssige værdiansættelse ikke påvirkes af løbende ændringer i obligationernes kursværdi. Banken vil dog skulle nedskrive værdien af obligationen, hvis der opstår en situation med "objektiv indikation for værdiforringelse", som det fx var tilfældet for græske statsobligationer i 2011.

Klassifikationen Handel for øje indebærer ligesom Dagsværdioption, at obligationerne værdiansættes til den aktuelle dagsværdi (mark-to-market), hvor de løbende værdiændringer indregnes på egenkapitalen via periodens

resultat. Klassifikationen Disponible for salg indebærer ligeledes, at obligationerne løbende værdiansættes til dagsværdi, men her indregnes værdiændringerne i egenkapitalen uden at påvirke periodens resultat. En række lande har indført "prudential filters" for Disponible for salg-aktiver i deres nationale regulering, som betyder, at effekten af urealiserede værdiændringer neutraliseres gennem særlige fradrag eller tillæg ved opgørelsen af bankens regulatoriske kapital. Disse filtre udfases i forbindelse med implementeringen af CRR/CRD IV.2

2. EBA har i december 2013 udarbejdet et såkaldt "technical advice" til Kommissionen om mulig behandling af urealiserede gevinster opgjort til dagsværdi ud over indregning i den egentlige kernekapital uden justering. Heri beskrives mulighederne for at indføre et ensidet filter for urealiserede gevinster (dvs. urealiserede tab neutraliseres ikke). EBA har i december 2013 udarbejdet et såkaldt "technical advice" til Kommissionen om mulig behandling af urealiserede gevinster opgjort til dagsværdi ud over indregning i den egentlige kernekapital uden justering. Heri beskrives mulighederne for at indføre et ensidet filter for urealiserede gevinster (dvs. urealiserede tab neutraliseres ikke).

RISIKOVÆGTE

De risikovægtede eksponeringer udgør grundlaget for at udmåle kravet til bankernes kapital. For eksponeringer uden for handelsbeholdningen

(dvs. eksponeringer i "banking book") kan bankerne vælge mellem en standardmetode og de såkaldte interne ratingbaserede metoder (IRB-metoder).¹

1 For statsobligationer, der er del af bankernes handelsbeholdning, opgøres risikovægtene efter reglerne om markedsrisiko. Her beregnes kapitalkravet på baggrund af to forskellige risikokomponenter, henholdsvis generel risiko (renterisiko) og specifik risiko (kreditrisiko). Kapitalkravet for specifik risiko tager udgangspunkt i risikovægtningen af eksponeringer uden for handelsbeholdningen. Gældsinstrumenter, der ville blive tillagt en risikovægt på 0 pct. efter standardmetoden, vil tilsvarende blive tillagt en nulvægt for specifik risiko.

Efter standardmetoden skal statseksponeringer som udgangspunkt tildeles en risikovægt mellem 0 pct. (hvis udstederlandets kreditvurdering er AA- eller bedre) og 150 pct. (hvis kreditvurderingen er lavere end B-). I EU gælder der dog to væsentlige undtagelser. Statseksponeringer mod EU-lande, der er udstedt i udstederlandets egen valuta, skal tildeles en risikovægt på 0 pct., uanset udstederlandets kreditvurdering.² I praksis betyder det, at statseksponeringer inden for EU som hovedregel skal vægtes med 0 pct. efter standardmetoden. For det andet kan statseksponeringer mod tredjelande, der har indført en tilsvarende regulering, og hvor tilsynsmyndighederne i det pågældende land tillægger eksponeringerne nulvægt, tilsvarende vægtes med 0 pct.

Banker, der anvender IRB-metoden, skal som udgangspunkt også anvende IRB-metoden i forhold til deres statseksponeringer. I EU gælder dog en undtagelse, "permanent partial use", hvorefter banker på IRB-metoden kan tillægge statseksponeringer mod EU-lande en risikovægt på 0 pct. efter standardmetoden.³ Som følge af undtagelsen er det kun en mindre del af europæiske banker, der risikovægter deres statseksponeringer efter IRB-metoden, herunder ingen danske banker. IRB-metoden indebærer, at banken skal benytte egne estimater for sandsynligheden for misligholdelse (PD) og – for banker på den avancerede metode – også egne estimater for tabsprocenten i tilfælde af en eventuel misligholdelse (LGD). PD-estimaterne baseres typisk på historiske data, og da hyppigheden af statslige misligholdelser er meget lav, vil de beregnede risikovægte være tilsvarende lave. For en statsobligation med en restløbetid på 2,5 år, hvor PD og LGD estimeres til henholdsvis 0,01 pct. og 45 pct., vil risikovægten

udgøre 7,5 pct. Ved en højere PD, fx 0,10 pct., vil risikovægten udgøre 29,7 pct.⁴

GEARINGSRATIO

Mens risikovægtningen af statseksponeringer må betragtes som meget lempelig, gælder der ingen særlige undtagelser i forhold til den kommende gearingsratio.⁵ Den måler forholdet mellem en banks kernekapital og dens ikke-risikovægtede eksponeringer. Under Basel III bør kernekapitalen som udgangspunkt udgøre mindst 3 pct. af de ikke-risikovægtede eksponeringer. Gearingsratioen kan således betragtes som en form for "backstop" til de risikobaserede kapitalkrav. Da statseksponeringer medregnes i nævneren i fuldt omfang, vil den således også fungere som "backstop" i forhold til banker, der foretager betydelige investeringer i statsobligationer.

Om gearingsratioen i praksis vil udgøre en begrænsning for den enkelte bank, vil afhænge af den konkrete aktivsammensætning. Hvis banken har investeret størstedelen af balancen i aktiver med høj risiko og kun en mindre del i statsobligationer, kan de risikobaserede kapitalkrav forventes at udgøre den bindende begrænsning. Har banken omvendt primært investeret i aktiver med lave (eller ingen) risikovægte, kan gearingsratioen forventes at udgøre den bindende begrænsning.⁶

STORE EKSPONERINGER

I EU stiller kapitalkravsforordningen krav til bankernes overvågning og styring af store eksponeringer for at sikre diversifikation og undgå, at den enkelte bank bliver afhængig af udviklingen hos enkelte modparter. En stor eksponering defineres som en eksponering, der udgør 10 pct. eller

2 Frem til udgangen af 2017 gælder en tilsvarende undtagelse (dvs. en risikovægt på 0 pct.) for eksponeringer mod EU-medlemsstater, der er udstedt i en anden EU-valuta end udstederlandets egen. Undtagelsen udfases gradvist fra 2018 til 2020.

3 Baselkomiteen har i december 2014 offentliggjort en rapport om EU's implementering af Basel III, hvor det vurderes, at EU-reguleringen er "materially non-compliant" med Basels retningslinjer på IRB-området. Det begrundes bl.a. med, at undtagelserne om "permanent partial use" i CRR kan anvendes bredere, end retningslinjerne giver mulighed for. Basels retningslinjer tillader, at banker på IRB-metoden kan anvende standardmetoden på eksponeringstyper, der er ubetydelige i forhold til både størrelse og vurderet risikoprofil, men indeholder ingen særlige undtagelser for statseksponeringer.

4 For eksponeringer mod virksomheder og banker er der i reguleringen indsat et "gulv", hvorefter PD mindst skal udgøre 0,03 pct. Et tilsvarende "gulv" gælder ikke for statseksponeringer.

5 I EU indføres gearingsratioen i første omgang som et oplysningskrav fra 2015, men der kan evt. blive tale om et bindende krav (søjle 1) fra 2018.

6 Se Danmarks Nationalbank (2014).

mere af det justerede kapitalgrundlag.⁷ For hver stor eksponering skal banken indberette en række oplysninger til tilsynsmyndighederne. Et centralt element i reguleringen er maksimumgrænsen, hvorefter værdien af en banks eksponering mod en enkelt modpart højst må udgøre 25 pct. af dens justerede kapitalgrundlag. For danske banker suppleres maksimumsgrænsen af tilsynsdiamantens grænseværdier, hvorefter summen af store engagementer højst må udgøre 125 pct. af det justerede kapitalgrundlag. I forhold til begge grænser gælder, at statseksponeringer er undtaget herfra, forudsat at de tillægges en risikovægt på 0 pct. efter standardmetoden for kreditrisiko, jf. ovenfor. Det betyder, at bankerne i princippet kan forøge deres investeringer i statsobligationer uden at støde mod nogen regulatoriske grænser for størrelsen af den enkelte eksponering. Den relevante tilsynsmyndighed vil dog skulle forholde sig til, hvor koncentrerede eksponeringerne er over for et enkelt land, herunder statseksponeringer, i forbindelse med tilsynsprocessen under søjle 2.⁸

LIKVIDITETSREGULERING

Det nye likviditetskrav, Liquidity Coverage Ratio, LCR, træder i kraft 1. oktober 2015. LCR-kravet skal sikre, at bankerne har tilstrækkelige likvide

aktiver af høj kvalitet til at kunne dække udstrømningen af likviditet i et 30-dages intensivt likviditetsstress. Statsobligationer udstedt af EU-lande tillægges i den forbindelse nogle særlige egenskaber. De kan uanset deres faktiske likviditet – og uden begrænsninger eller haircut – medregnes ved opgørelsen af højt likvide aktiver (level 1-aktiver), der mindst skal udgøre 60 pct. af den samlede likviditetsbuffer. Det samme gælder for statsobligationer udstedt af tredjelande med en kreditvurdering på mindst AA-.

ESRB'S RAPPORT OM POTENTIELLE POLITIKTILTAG

En ekspertgruppe nedsat af ESRB har i marts 2015 fremlagt en rapport, der belyser forskellige uhensigtsmæssigheder ved behandlingen af statseksponeringer i den gældende regulering. Rapporten beskriver behandlingen af statseksponeringer i bl.a. Basel III og CRD IV/CRR og diskuterer dernæst en række potentielle politiktiltag, jf. boks 4. Tiltagene er alle meget løst skitserede. Ekspertgruppen lægger op til diskussioner og analyser, og rapporten danner således ikke grundlag for en anbefaling fra ESRB.

Oversigt over potentielle politiktiltag i ESRB-rapporten¹

Boks 4

1. Højere kapitalkrav for statseksponeringer (søjle 1)
 - a. Fjernelse af undtagelsen for statseksponeringer mod hjemlandet (og andre EU-lande) under standardmetoden.
 - b. Indførelse af et "ikke-nulvægt-gulv" for statseksponeringer under standardmetoden.
 - c. Reduktion af den mekaniske afhængighed af eksterne kreditvurderinger under standardmetoden.
 - d. Fastsættelse af et regulatorisk "gulv" under IRB-metoden.
2. Diversifikationskrav
 - a. Hel eller delvis fjernelse af undtagelsen vedr. statseksponeringer fra reglerne om store eksponeringer.
 - b. Indførelse af kapitalkrav for koncentrationsrisiko.
3. Makroprudentiel regulering af statseksponeringer, fx ved at lade kapitalkravene variere over den finansielle cykel.
4. Øgede søjle 2-krav, fx retningslinjer for stresstest og/eller kvalitative retningslinjer for diversifikation.
5. Øgede oplysningskrav om bankernes statseksponeringer, fx gennem indførelse af obligatoriske skemaer til brug for offentliggørelse (søjle 3).
6. Overvejelse af alternative tilgange til behandlingen af statsobligationer i likviditetsreguleringen.

¹ For en grundigere gennemgang af ændringsforslagene se ESRB (2015).

⁷ Det justerede kapitalgrundlag opgøres som summen af kernekapital og supplerende kapital, hvor sidstnævnte højst kan medregnes med op til en tredjedel af førstnævnte.

⁸ Jf. EBA (2014).

RISIKOVÆGTE

Rapporten beskriver muligheden for at fjerne undtagelsen for statseksponeringer mod hjemlandet (og andre EU-lande) under standardmetoden. En statseksponerings mod et EU-land, der er udstedt i landets egen valuta, vil således ikke længere automatisk skulle tillægges en risikovægt på nul, men vil i stedet blive behandlet efter de generelle regler for statseksponeringer, hvor risikovægten afhænger af statens kreditvurdering. Det kan reducere bankernes incitament til at investere i statsobligationer med lav kreditvurdering og samtidig øge deres evne til at absorbere tab fra statseksponeringer.

Baseret på data fra 2011 har ekspertgruppen estimeret, at kravet til bankernes kapital ville have været 9 mia. euro højere, svarende til 0,7 pct. af deres samlede egenkapital, hvis undtagelsen for statseksponeringer mod hjemlandet ikke havde været gældende. Der er dog stor forskel på, hvor stort behovet for ekstra kapital ville være i de enkelte lande, jf. figur 4. De cypriotiske banker ville have haft det største behov, hvilket afspejler, at de i 2011 var meget eksponerede over for den græske stat. Gældsstruktureringen i Grækenland,

jf. boks 2, medvirkede til at skabe en større bankkrise i Cypern i 2012.

Rapporten beskriver desuden muligheden for at indføre en nedre grænse for statseksponeringers risikovægte. Ekspertgruppen argumenterer for, at eksponeringer altid involverer en form for risiko og derfor altid bør tildeles en positiv risikovægt.

Baseret på tal fra 2011 har ekspertgruppen estimeret, at kravet til bankernes kapital ville stige med 11 mia. euro, svarende til 0,8 pct. af deres samlede egenkapital, hvis EU-statseksponeringer blev pålagt en risikovægt på 10 pct. For de fire danske banker i EBA-populationen ville ændringen betyde, at deres kapitalkrav samlet ville vokse med ca. 0,5 mia. kr., hvilket svarer til 0,3 pct. af deres samlede egenkapital, jf. figur 5.

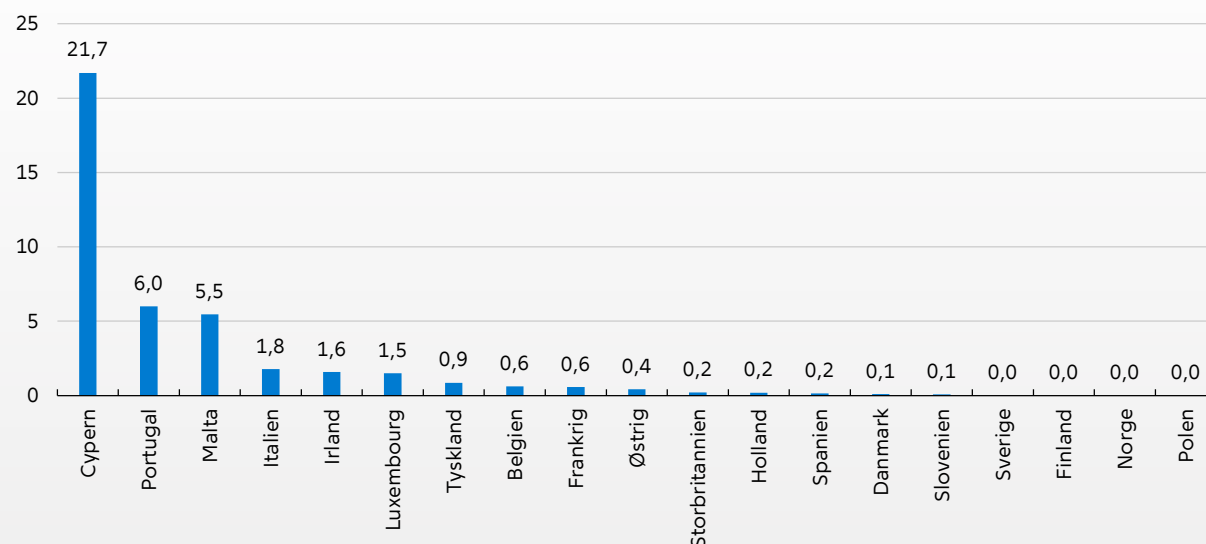
STORE EKSPONERINGER

Rapporten diskuterer også muligheden for at indføre en øvre grænse for størrelsen af statseksponeringer. Ekspertgruppen lægger sig ikke fast på en bestemt grænse, da der skal tages flere modsatrettede hensyn med i overvejelserne. Fx skal bankerne holde tilstrækkeligt likvide aktiver

Ændringer i bankernes kapitalkrav, hvis statseksponeringer risikovægtes efter standardmetoden (uden undtagelser for hjemlandet/EU)

Figur 4

Pct. af bankernes samlede egenkapital



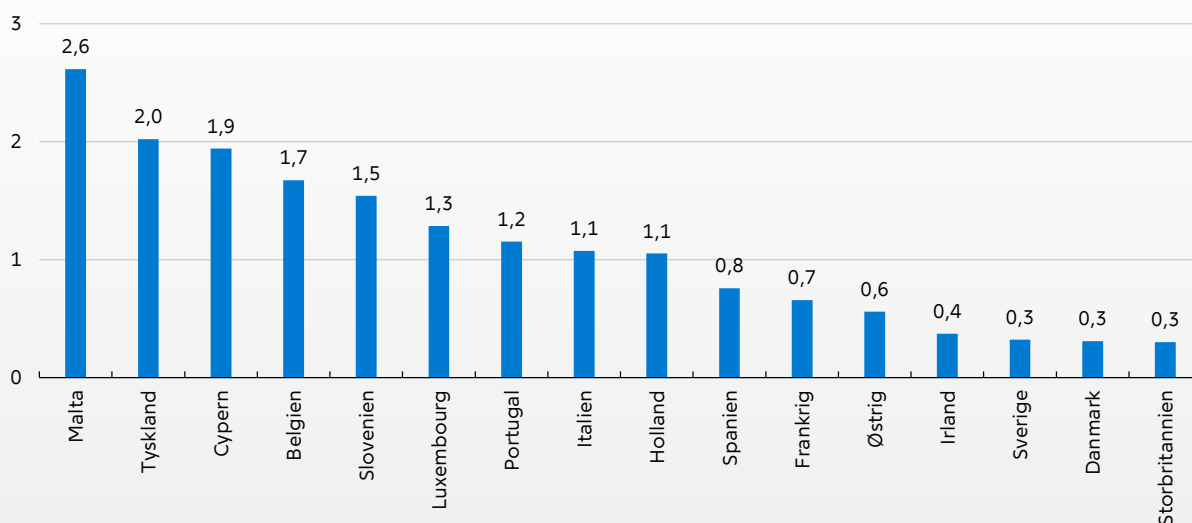
Anm.: Den samlede ændring i bankernes kapitalbehov i procent af deres samlede egenkapital, hvis risikovægtene fra standardmetoden anvendes. Der anvendes tal fra 2011.

Kilde: ESRB (2015).

Ændringer i bankernes kapitalkrav, hvis statseksponeringer pålægges en risikovægt på 10 pct.

Figur 5

Pct. af bankernes samlede egenkapital



Anm.: Den samlede ændring i bankernes kapitalbehov i procent af deres samlede egenkapital, hvis der indføres en nedre grænse for risikovægte på 10 pct. for EU-statseksponeringer. Der anvendes tal fra 2011.

Kilde: ESRB (2015).

i den valuta, hvor de har deres største likviditetsrisiko. For ikke-eurolandes banker kan det blive vanskeligt at finde tilstrækkeligt likvide aktiver i egen valuta, hvis der indføres grænser for eksponeringen mod hjemlandets stat.

Hvis eksponeringen mod en enkelt stat maksimalt måtte udgøre 25 pct. af en banks justerede kapitalgrundlag – i lighed med andre eksponeringer – estimerer ekspertgruppen, at bankerne i EU samlet skulle have omlagt 43 pct. af deres beholdninger af statsobligationer i 2011.

Ultimo 2013 havde 106 af de 123 banker i EBA's stresstestpopulation mindst én statseksponering, der udgjorde mere end 25 pct. af kapitalgrundlaget. Blandt de ti største banker var det kun BNP Paribas og Royal Bank of Scotland, der ikke havde nogen statseksponeringer, der udgjorde mere end 25 pct. af kapitalgrundlaget, jf. tabel 1. To af de fire danske banker i stresstestpopulationen havde det heller ikke.

LIKVIDITETSREGULERING

Som et alternativ til den nuværende definition af likviditetsbufferen i LCR, hvor statsobligationer altid medregnes som højt likvide aktiver, peger rapporten på muligheden for at definere højt

likvide aktiver på baggrund af markedsindikatorer. Tilgangen kan enten erstatte eller komplementere den nuværende definition. På samme tid kan haircuts differentieres på basis af aktuel markedslikviditet. Det vil ifølge ekspertgruppen adressere det forhold, at den nuværende likviditetsregulering understøtter bankernes "home bias", og give bedre mulighed for at diversificere likvide beholdninger, i forhold til både likviditets- og kreditrisici. Rapporten nævner desuden muligheden for, at likviditetsreguleringen i højere grad skal tage centralbankernes sikkerhedsgrundlag i betragtning, fx i forhold til haircuts.

REGULERINGEN BØR ADRESSERE RISICI VED STATSEKSPOSITIONER

Ekspertgruppen påpeger, at de potentielle politiktiltag kræver yderligere overvejelser og kalibrering. Fx er der ikke set på, hvordan tiltagene eventuelt vil kunne spille sammen. De skitserede tiltag tænkes ikke gennemført i den aktuelle økonomiske situation, men sigter derimod på at sikre den finansielle stabilitet på længere sigt. Desuden vil en række af dem kræve en indfasningsperiode, da de vil medføre behov for betydelige justeringer af bankernes balance.

De ti største europæiske bankers tre største statseksponeringer i pct. af kapitalgrundlag

Tabel 1

Bank	Hjemland	Største ekspone- ring, pct.	Ekspone- ring mod	Næststørste ekspone- ring, pct.	Ekspone- ring mod	Tredjestørste ekspone- ring, pct.	Ekspone- ring mod
HSBC	Stor- britannien	45	USA	31	Hongkong	27	Frankrig
BNP Paribas	Frankrig	24	Belgien	17	Italien	13	USA
Crédit Agricole	Frankrig	52	Frankrig	7	Italien	4	USA
Barclays	Stor- britannien	52	Stor- britannien	24	USA	10	Frankrig
Deutsche Bank	Tyskland	49	Tyskland	48	USA	14	Holland
Royal Bank of Scotland	Stor- britannien	21	Stor- britannien	20	USA	16	Tyskland
Société Générale	Frankrig	32	Frankrig	24	USA	10	Tyskland
Groupe BPCE	Frankrig	131	Frankrig	11	Italien	4	USA
Banco Santander	Spanien	61	Spanien	44	Latin- amerika ¹	8	Polen
Lloyds Banking Group	Stor- britannien	81	Stor- britannien	14	USA	3	Polen

Anm.: De ti største europæiske bankers aktiver udgør ca. halvdelen af samlede aktiver for de 123 banker. Bankernes justerede kapitalgrundlag vil være mindre end deres kapitalgrundlag i de tilfælde, hvor bankens supplerende kapital udgør mere end 50 pct. af dens kernekapital.

Kilde: EBA.

1. Datagrundlaget gør det ikke muligt at opdele eksponeringer mod "Latinamerika" på enkelte lande.

Den regulatoriske behandling af statseksponeringer er også på Baselkomiteens arbejdsprogram for 2015 og 2016. Komiteen vil ligesom ESRB overveje forskellige potentielle politiktiltag. Behovet for at tilpasse reguleringen er desuden blevet påpeget af medlemmer af Tilsynsrådet for den fælles tilsynsmekanisme i bankunionen.

Nationalbanken finder det positivt, at man internationalt genovervejer, hvordan statseksponeringer skal behandles i den finansielle regulering. Statseksponeringer er som alle andre eksponeringer forbundet med risici, og disse risici bør adresseres i reguleringen. Statseksponeringer bør ikke pr. automatik tillægges en nulrisikovægt ved opgørelsen af bankernes kapitalkrav. Samtidig bør værdiansættelsen af statsobligationer i højere grad afspejle de aktuelle markedsværdier, også selv om banken har til hensigt at beholde obligationerne til udløb. Desuden bør definitionen af højt likvide aktiver baseres på indikatorer for aktivernes faktiske likviditet og ikke generelle antagelser, såsom at statsobligationer altid er højlikvide.

LITTERATUR

Acharya, Viral V. og Sascha Steffen (2013), The "greatest" carry trade ever? Understanding euro-zone bank risks.

Basel Committee on Banking Supervision (2014), Assessment of Basel III regulations – European Union (RCAP).

Battistini, Niccolò, Marco Pagano og Saverio Simonelli (2013), Systemic risk and home bias in the euro area, *Economic Papers* 494.

De Marco, Filippo og Marco Macchiavelli (2014), The Political origin of home bias: the case of Europe.

EBA (2013), EU-wide transparency exercise 2013, Summary report.

EBA (2014), Guidelines on common procedures and methodology for SREP.

ESRB (2015), Regulatory treatment of sovereign exposures.

Danmarks Nationalbank (2013), *Finansiel stabilitet*, 2. halvår.

Danmarks Nationalbank (2014), *Finansiel stabilitet*, 1. halvår.

Mikkelsen, Uffe og Søren Vester Sørensen (2012), Nedskrivning af Grækenlands gæld og nyt låneprogram med EU og IMF, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, del 1.

Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

DE FØRSTE ERFARINGER MED STRAKSOVERFØRSLER

Af Anders Tofthøj Andersen, Betalingsformidlingsafdelingen og Tommy Meng Gladov, Administrationsafdelingen.

INDLEDNING

I november 2014 blev det muligt for borgere og virksomheder i Danmark at overføre penge på få sekunder. Overførsler foretaget via netbank, mobilbank, MobilePay eller Swipp kan være modtageren i hænde umiddelbart efter, at overførslen er foretaget, døgnet rundt alle årets dage. Overførslerne kaldes for straksoverførsler og er konto til konto-overførsler på op til 500.000 kr. Muligheden for straksoverførsler er udviklet i et samarbejde mellem den finansielle sektor og Nationalbanken og er det sidste tiltag i en større modernisering af den danske betalingsinfrastruktur¹. Der er tale om et markant løft af infrastrukturen, hvor de fleste typer af elektroniske betalinger nu gennemføres øjeblikkeligt. Den danske betalingsinfrastruktur er dermed fuldt på højde med de lande, Danmark normalt sammenlignes med.

Fra lanceringen og frem til udgangen af januar 2015 blev der gennemført overførsler for en samlet værdi på lidt over 22 mia. kr. fordelt på i gennemsnit 130.000 overførsler om dagen. Der foretages færre straksoverførsler i weekender og på helligdage, mens der omkring måneds-skift foretages flere. Der gennemføres flest betalinger fra midt på dagen til først på aftenen. En betydelig del af brugen kan tilskrives mobilbetalingsløsninger som MobilePay og Swipp, der alle gennemføres som straksoverførsler. De mange mobilbetalinger medvirker til, at 80 pct. af straksoverførslerne er på under 1.000 kr.

Artiklen beskriver de første erfaringer med brugen af straksoverførsler. Indledningsvist beskrives, hvordan straksoverførsler bliver brugt af borgere og virksomheder. Derefter er der en kort gennemgang af systemet Straksclearingen, herunder hvordan endelighed for straksoverførsler er sikret. Sidst i artiklen beskrives straksoverførsler og øvrige konto til konto-overførsler.

BRUG AF STRAKSOVERFØRSLER

Borgere og virksomheder kan foretage straksoverførsler via netbank, mobilbank eller mobilbetalingsløsningerne MobilePay og Swipp. Andre betalingsløsninger, som fx dankortbetalinger, gennemføres ikke som straksoverførsler, men vil være på modtagerens konto den førstkomende bankdag.

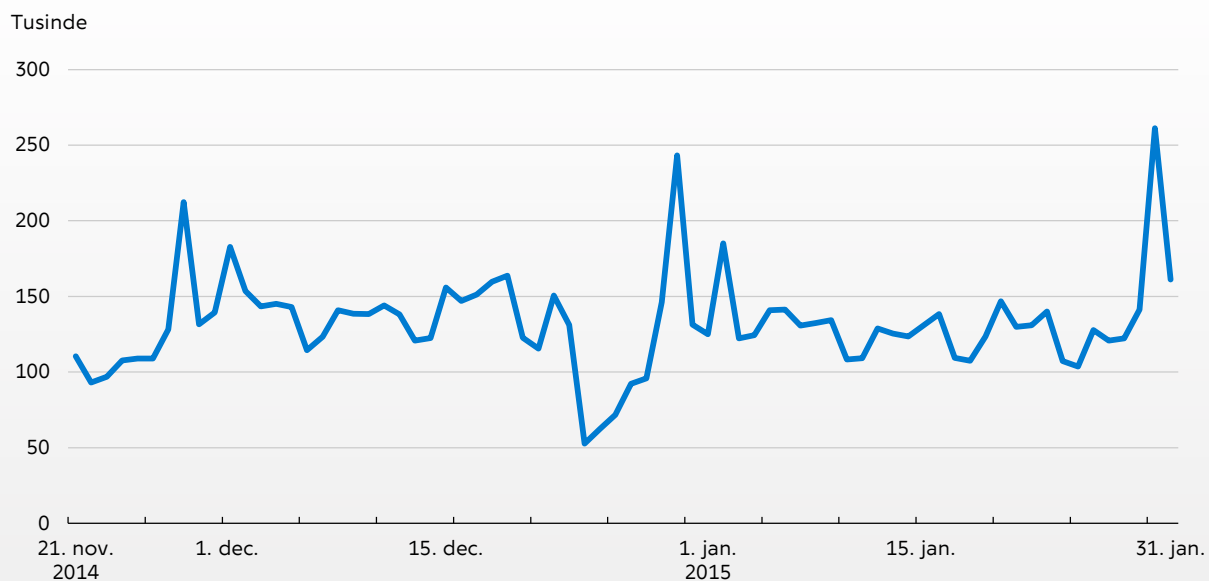
Allerede på lanceringsdagen, 21. november 2014, blev der gennemført over 100.000 straksoverførsler, og antallet er siden steget, jf. figur 1. Frem til udgangen af januar 2015 blev der i gennemsnit foretaget omkring 130.000 straksoverførsler om dagen. Der gennemføres flest straksoverførsler på dage omkring måneds-skift, hvor mange borgere netop har fået udbetalt løn. På helligdage og i weekender foretages færre end på hverdage.

Straksoverførsler kan foretages døgnet rundt alle ugens dage. Der gennemføres færrest om natten. I figur 2 vises tidsprofilen for brugen af straksoverførsler hen over et døgn. Om natten bliver der i gennemsnit foretaget lige over 800 overførsler i timen. Fra kl. 6 om morgenen stiger

1 Moderniseringen af betalingsinfrastrukturen er nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank (2012).

Udviklingen i antallet af straksoverførsler

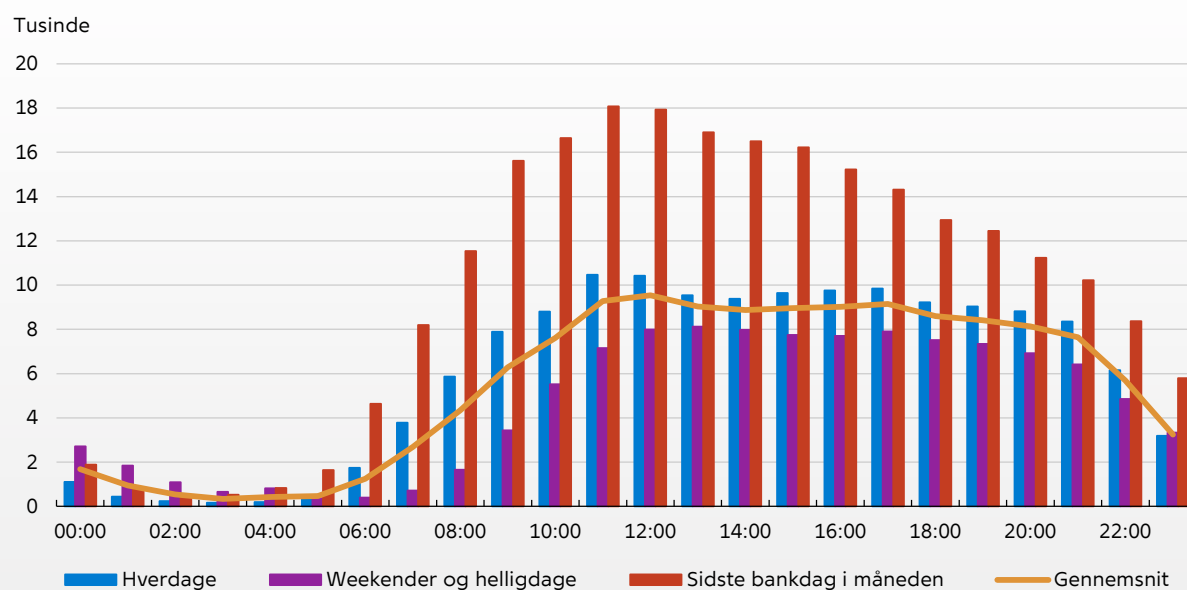
Figur 1



Kilde: Nets og Finansrådet.

Tidsprofil for straksoverførsler

Figur 2



Anm.: I figuren vises gennemsnitligt dagligt antal straksoverførsler for hver time i døgnet. Data for perioden 21. november 2014 og frem til 31. januar 2015.

Kilde: Nets og Finansrådet.

antallet frem til kl. 12, hvor der foretages tæt på 10.000 overførsler i timen. Mængden er stabil frem til kl. 21, hvorefter antallet falder.

Der er kun mindre forskelle i tidsprofilen mellem hverdage og weekender og helligdage, jf. figur 2. I weekender og på helligdage er antallet af over-

Værdien af straksoverførsler fordelt på dage og beløbsintervaller

Tabel 1

	Alle dage	Hverdage	Weekender og helligdage
Antal	130.137	142.158	108.018
Værdi i kr.	310.217.662	419.556.295	109.034.576
Gennemsnit i kr.	2.384	2.951	1.009
Antal overførsler i beløbsintervallet:			
Under 50 kr.	22.900	25.825	17.517
50-99,99 kr.	18.115	18.582	17.257
100-499,99 kr.	51.294	53.361	47.491
500-999,99 kr.	14.240	15.568	11.797
1.000-2.499,99 kr.	11.689	13.457	8.434
2.500-9.999,99 kr.	7.312	9.206	3.825
10.000-19.999,99 kr.	1.974	2.588	845
20.000-99.999,99 kr.	2.031	2.730	745
100.000-199.999,99 kr.	325	463	69
200.000-500.000 kr.	258	378	36

Anm.: Dagligt gennemsnit for antal, samlede værdi, beløbsstørrelse og antal i forskellige beløbsintervaller. Data for perioden 21. november 2014 og frem til 31. januar 2015. Tallene er afrundet til nærmeste hele tal.

Kilde: Nets og Finansrådet.

førsler generelt lavere, særligt om morgenen, til gengæld foretages der flere i de første timer efter midnat. På sidste bankdag i måneden foretages flere overførsler på alle tidspunkter af døgnet end på almindelige dage. Især først på dagen er antallet væsentligt over gennemsnittet.

Gennemsnitsbeløbet for en straksoverførsel er 2.384 kr., og over 80 pct. er på under 1.000 kr., jf. tabel 1. Til sammenligning er omkring 30 pct. af konto til konto-overførsler, der ikke gennemføres som straksoverførsler, på under 1.000 kr.

En væsentlig årsag til de mange mindre betalinger i Straksclearingen er, at MobilePay og Swipp gennemføres som straksoverførsler. De har en øvre beløbsgrænse på henholdsvis 2.000 kr.² og 10.000 kr. Der er ikke offentliggjort tal for, hvor stor en andel mobilbetalinger udgør af straksoverførsler, men det skønnes, at de udgør hovedparten. Mobilbetalingernes store andel medvirker til at trække gennemsnitsbeløbet ned

for straksoverførsler, da mobilbetalinger typisk bruges til at overføre mindre beløb.

På en gennemsnitlig dag foretages 582 straksoverførsler på 100.000-500.000 kr. Overførsler i det beløbsinterval kan være udtryk for, at straksoverførsler også anvendes ved køb af større forbrugsgoder, fx en bil. Straksoverførsler har her den fordel, at modtageren med det samme kan se beløbet på sin konto.

Der gennemføres som nævnt færre straksoverførsler i weekender og på helligdage end på hverdage. Samtidig er det gennemsnitlige beløb mindre, jf. tabel 1, fordi der foretages væsentligt færre overførsler på over 2.500 kr. Især er antallet af overførsler på over 100.000 kr. mindre i weekender og på helligdage. En forklaring kan være, at borgere og virksomheder typisk ikke foretager store straksoverførsler, når pengeinstitutter og andre virksomheder har lukket. De mindre straksoverførsler, hvoraf en stor andel er mobilbetalinger, er ikke i samme grad påvirket af weekender og helligdage.

2 Beløbsgrænsen var frem til 20. februar 2015 1.500 kr. for MobilePay.

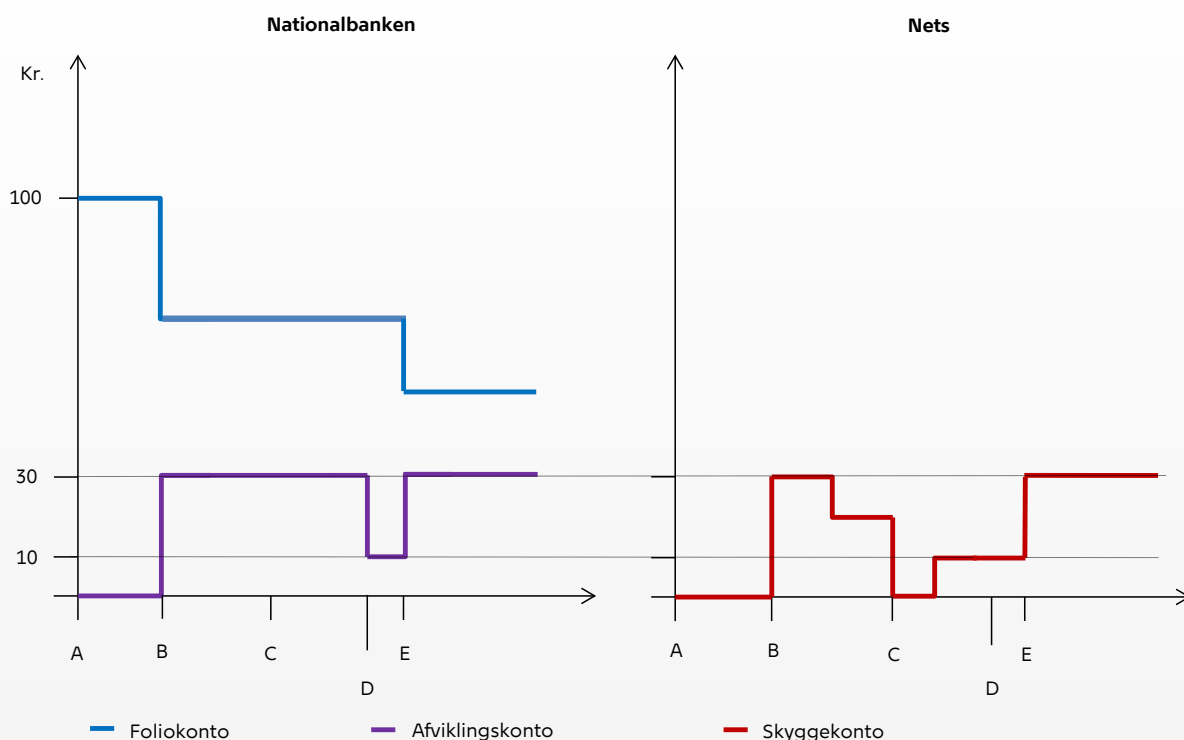
SYSTEMET BAG STRAKSOVERFØRSLER

En kontohavers indestående i et pengeinstitut er et tilgodehavende. Når kontohaveren foretager en overførsel til en kontohaver i et andet institut, skal tilgodehavendet indløses og erstattes med et tilsvarende tilgodehavende for modtageren i dennes institut. Derfor skal afsenders institut

overføre likviditet til modtagers institut. Det sker for straksoverførsler i systemet Straksclearingen. Systemet ejes af pengeinstitutternes brancheorganisation Finansrådet, og Nets er operatør. For at et pengeinstitut kan tilbyde sine kunder at gennemføre straksoverførsler, skal det deltage i Straksclearingen. Derudover skal instituttet deltage i Nationalbankens betalingssystem, Kronos, og føre en hovedkonto (foliokonto) samt en

Eksempel på et pengeinstituts kontobevægelser i Nationalbanken og Nets

Boks 1



Skyggekontoen hos Nets angiver det beløb, instituttet til enhver tid har til rådighed i Straksclearingen. Forløbet på tidslinjen:

- A: Pengeinstituttet har 100 kr. stående på foliokontoen og 0 kr. på afviklingskontoen. Instituttets kunder kan ikke foretage straksoverførsler.
- B: Instituttet overfører 30 kr. fra foliokontoen til afviklingskontoen. Herefter sender Nationalbanken besked til Nets, som opskriver instituttets skyggekonto til 30 kr. Instituttets kunder kan herefter foretage straksoverførsler for dette beløb.
- Mellem B og C: Nets gennemfører en straksoverførsel på 10 kr. for en af instituttets kunder. Nets nedskriver herefter skyggekontoen med 10 kr., så den nu er på 20 kr.
- C: En kunde gennemfører en straksoverførsel på 20 kr., og Nets nedskriver instituttets skyggekonto til 0 kr.
- Nets afviser alle udgående straksoverførsler fra instituttet, indtil der igen er likviditet på skyggekontoen. Kort

efter modtager instituttet likviditet gennem en overførsel på 10 kr. til dets kunder. Kunderne kan derfor igen foretage straksoverførsler på op til 10 kr.

- D: Nettopositionen afvikles på afviklingskontoen i Nationalbanken. Nets sender besked til Nationalbanken om, at instituttet har afgivet 20 kr. Afviklingskontoen i Nationalbanken nedskrives med 20 kr., så indestændet stemmer overens med skyggekontoen hos Nets.
- E: Instituttet reserverer ny likviditet og har på forhånd valgt, hvor meget der ønskes til brug for straksoverførsler. I eksemplet ønsker instituttet at have 30 kr. til Straksclearingen. Der overføres derfor 20 kr. fra foliokontoen til afviklingskontoen, så indestående på afviklingskontoen igen er 30 kr. Nationalbanken sender besked til Nets, som opskriver instituttets skyggekonto.

underkonto (afviklingskonto) til brug for Straksclearingen³.

Straksoverførsler er gennemført med endelighed inden for få sekunder. Det betyder, at de er betingelsesløst og uigenkaldeligt gennemført. I Straksclearingen er det sikret ved, at institutterne forfinansierer overførslerne. Det gør de ved at overføre penge til deres afviklingskonto i Nationalbanken. Nets får herefter meddelelse om de reservede beløb, som Nationalbanken indestår for, og registrerer dem på institutternes skyggekonti i Straksclearingen. Nets gennemfører kundernes straksoverførsler ved at op- og nedskrive de respektive institutters skyggekonti. Hvis en kunde i et pengeinstitut foretager en straksoverførsel, som overstiger beløbet på skyggekontoen, vil Nets afvise overførslen.

Når en kunde i et pengeinstitut foretager en straksoverførsel, kontrollerer Nets, at instituttet har tilstrækkelig likviditet på skyggekontoen, før overførslen sendes videre til modtageres institut, og modtager får beløbet sat ind på sin konto. Desuden op- og nedskriver Nets som nævnt de to institutters skyggekonti, så de til enhver tid afspejler, hvor meget likviditet hvert enkelt institut har til rådighed. Overførslerne er dermed valideret og gennemført med endelighed. Alt dette sker inden for få sekunder.

På faste tidspunkter i løbet af dagen afvikles deltagerens nettoposition på deres afviklingskonto i Nationalbanken. Det vil sige, at de institutter, der har været nettoafgivere af likviditet, får nedskrevet deres afviklingskonto og skal derfor overføre yderligere likviditet til afviklingskontoen og derved til skyggekontoen hos Nets. Institutter, der har været nettomodtagere, får frigivet likviditet på afviklingskontoen, som overføres automatisk til foliokontoen.

Institutterne kan se saldoen på skyggekontoen i Nets' system døgnet rundt alle ugens dage. Hvis et institut mangler likviditet på skyggekontoen, kan det, i Kronos' åbningstid, overføre yderligere likviditet fra foliokontoen til afviklingskontoen og derved få opskrevet saldoen på skyggekontoen⁴. I tilfælde af, at et institut går konkurs eller

tages under rekonstruktionsbehandling, stoppes straksoverførsler til og fra instituttet.

I boks 1 ses et eksempel, der viser bevægelserne på et instituts foliokonto og afviklingskonto i Nationalbanken og skyggekonto hos Nets.

STRAKSOVERFØRSLER OG ØVRIGE KONTTO-OVERFØRSLER

En stor del af konto til konto-overførslerne gennemføres fortsat i Intradagclearingen⁵, jf. figur 3. Intradagclearingen er et nettoafviklingssystem for konto til konto-overførsler. Overførslerne i Intradagclearingen består bl.a. af planlagte betalinger, som fx udbetaling af løn, der med fordel opsamles og afvikles samlet. Ved afvikling af mange overførsler samlet skal institutterne kun udveksle netobeløbet, hvilket letter deres likviditetsstyring. Straksoverførsler har en øvre grænse på 500.000 kr. for bl.a. at begrænse institutternes likviditetsbehov. Der vil derfor, på trods af Straksclearingens fordele, stadig være brug for et nettoafviklingssystem som Intradagclearingen.

Der gennemføres i gennemsnit 2.519 konto til konto-overførsler på over 500.000 kr. om dagen i Intradagclearingen. De udgør omkring 0,4 pct. af det samlede antal, men over halvdelen af den samlede gennemførte værdi, jf. figur 3.

Der gennemføres omkring fem gange så mange overførsler i Intradagclearingen som i Straksclearingen.

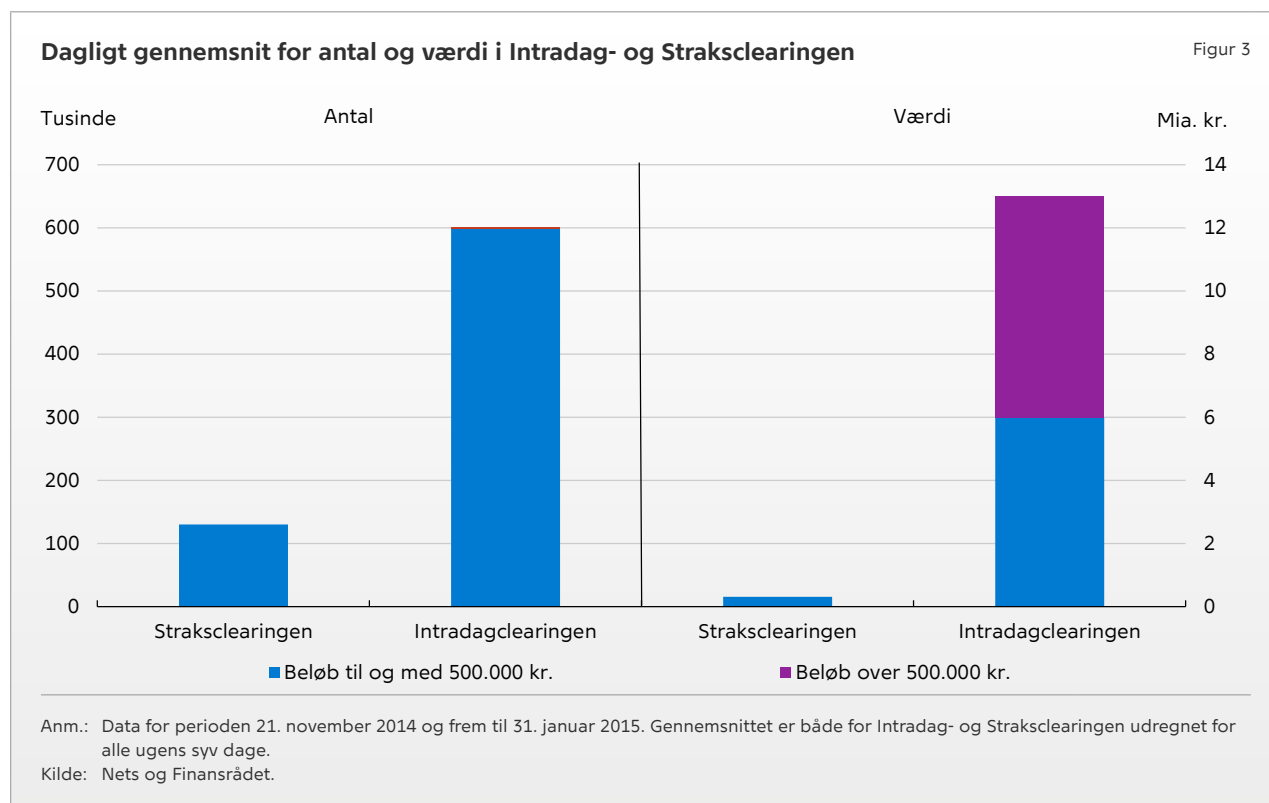
I nogle pengeinstitutter skal kunderne i deres netbank aktivt vælge, om de ønsker, at en konto til konto-overførsel skal være en straksoverførsel eller en normal overførsel. Nogle institutter har tilknyttet et gebyr til dette valg.

For virksomheder er muligheden for betaling med straksoverførsler en forbedring i forbindelse med salg af fx større forbrugsgoder. Virksomheden kan øjeblikkeligt få bekræftet, at overførslen er modtaget, og der er ingen risiko for, at beløbet efterfølgende tilbageføres, modsat dankortbetalinger, hvor der kun er garanti for de første 4.000 kr. af betalingen.

3 Alternativt kan pengeinstitutter indgå en aftale med en deltager, som fører både folio- og afviklingskonto i Nationalbanken, om, at instituttets kunder kan foretage straksoverførsler gennem denne deltager. Der skelnes derfor mellem direkte og indirekte deltagere.

4 For mere information om forløbet af en straksoverførsel og likviditetsstyringen i Straksclearingen henvises til Andresen (2014).

5 For mere information om Intradagclearingen henvises til Korsby (2012) og Jensen (2013).



Som beskrevet i afsnittet om brug af straksoverførsler bliver der især foretaget mange overførsler via mobilbetalingsløsningerne. Antallet af disse forventes at stige i takt med øget brug som betalingsmiddel ved såvel fysisk som ikke-fysisk handel.

LITTERATUR

Andresen, Morten Fremmich og Lars Egeberg Jensen (2014), Straksoverførsler af penge i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 1.

Danmarks Nationalbank (2012), Rapport om nationale betalingsoverførsler i Danmark.

Jensen, Lars Egeberg, Tommy Meng Gladov og Majbrit Nygaard Christensen (2013), Likviditetsstyring ved afvikling af detailbetalinger, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 1.

Korsby, Jakob Mygind og Peter Toubro-Christensen (2012), Hurtigere betalinger i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 1.