



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
2. kvartal

N
O
1
O

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



KVARTALSOVERSIGT, 2. KVARTAL 2010

Det lille billede på forsiden viser Arne Jacobsens ur, "Banker's clock", der blev tegnet til Nationalbank-byggeriet.

Det er tilladt at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Kvartalsoversigten er tilgængelig på Nationalbankens websted: www.nationalbanken.dk under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Peter Birch Sørensen

Redaktionen er afsluttet den 4. juni 2010.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,
Kommunikation,
Havnegade 5,
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63

Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00

E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2010 planlægges offentliggjort 15. september 2010.

Rosendahls - Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
--	---

DANSK OG INTERNATIONAL ØKONOMI

Kan kriser forudsiges?	35
------------------------------	----

Morten Spange, Økonomisk Afdeling

I løbet af 2008 blev verdensøkonomien ramt af en krise, som kom bag på næsten alle økonomer, både herhjemme og i udlandet. På den baggrund diskuteres, hvorfor man ikke kunne forudsige den pludselige vending i økonomien, som var fremkaldt af nogle underliggende ubalancer. Fremadrettet samler interessen sig om, hvordan man bliver bedre til at identificere økonomiske ubalancer med negative konsekvenser for vækst og beskæftigelse. I den forbindelse har eksempelvis Den Internationale Betalingsbank, BIS, og Den Internationale Valutafond, IMF, konstrueret indikatorer for økonomiske ubalancer.

Finansiering, investering og forbrug i Danmark og euroområdet ...	51
---	----

Agnethe Christensen, Carina Kjersgaard Friis og Elena Kabatchenko, Statistisk Afdeling

Med udgivelsen af kvartalsvise finansielle sektorkonti i januar 2010 er der skabt sammenhæng mellem den reale og den finansielle del af det kvartalsvise sektoropdelte nationalregnskab. Dermed er grundlaget skabt for, at man i én konsistent ramme kan analysere udviklingen i vigtige finansielle og reale makroøkonomiske størrelser. Det kan bidrage til en bedre forståelse af samspillet mellem den finansielle sektor og realøkonomien. Artiklen belyser danske husholdningers og virksomheders erhvervelse af finansielle og reale aktiver og den dermed forbundne markante udvikling i forbrug og investering under den seneste konjunkturcyklus og sammenligner med udviklingen i euroområdet.

Rederiernes valutaindtjening	67
------------------------------------	----

Anders Ejstrup og Caroline Bindslev, Statistisk Afdeling

Søtransport har spillet en stigende rolle for Danmarks eksport og import. Artiklen fokuserer på rederiernes indtægter og udgifter i valuta. Både indtægter og udgifter for søtransport figurerer i Danmarks betalingsbalance, men er spredt ud på flere poster. Artiklen giver et samlet overblik og belyser, hvilke poster der er afgørende for valutaindtjeningen.

Finanspolitiske udfordringer i industrilandene 77

Jakob Ekholdt Christensen og Rasmus Tommerup, Økonomisk Afdeling

Den globale økonomiske krise har ført til en historisk forværring i de offentlige finanser i industrilandene. I de værst ramte lande har udviklingen givet anledning til frygt for en egentlig gældskrise. Konsolideres finanspolitikken ikke i de kommende år, vil den offentlige gæld i forhold til bruttonationalproduktet overstige 100 pct. i en lang række industrilande og vil som følge af stigende renteutgifter gøre en senere konsolidering sværere. Ny forskning viser endvidere, at en stor gæld hæmmer den økonomiske vækst, bl.a. gennem højere realrenter. Størrelsen og længden af den nødvendige finanspolitiske konsolidering er af et omfang sjældent set i nyere tid. Konsolideringsbehovet er størst i Japan, Grækenland, USA, Irland og Storbritannien.

Bruttonationalprodukt og velfærd 93

Paul Lassenius Kramp, Økonomisk Afdeling

Bruttonationalproduktet, BNP, bliver med mellemrum kritiseret for ikke at give et reelt billede af velfærden, og at bæredygtighed ikke inkluderes. I artiklen gennemgås styrkerne og svaghederne ved BNP som mål for den økonomiske velstand. Endvidere diskuteres sammenhængen mellem velstand og velfærd, og alternative indikatorer for velfærd og bæredygtighed beskrives.

FINANSIELLE FORHOLD**Giver lange obligationer et højere afkast end korte? 109**

Søren Schrøder og Christian Stampe Sørensen, Kapitalmarkedsafdelingen

Lange obligationer har i gennemsnit givet et højere afkast end korte siden 1975. Der har derfor været et merafkast ved at tage renterisiko. Merafkastet har imidlertid varieret betydeligt over tid. Det er ikke givet, at lange obligationer altid vil give et højere afkast end korte. Artiklen beskriver sammenhængen mellem den aktuelle rentekurve og det forventede merafkast, og hvorfor merafkastet har varieret over tid.

Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken 121

Astrid Henneberg Poffet, Betalingsformidlingskontoret

I kølvandet på den finansielle krise er der kommet øget fokus på reglerne for sikkerhedsstillelse, når centralbanker yder kredit. Den større opmærksomhed om centralbankers belåningsregler medfører et behov for at redegøre for de overvejelser, der ligger til grund for Nationalbankens fastlæggelse af, hvilke aktiver de pengepolitiske modparter kan stille som sikkerhed for kredit, belåningsgrundlaget. Artiklen redegør for baggrunden for, at centralbanker stiller krav om sikkerhedsstillelse, samt de hensyn der lægges til grund ved fastlæggelse af belåningsgrundlaget, herunder i Nationalbanken. Dernæst gennemgås Nationalbankens belåningsregler og de midlertidige tiltag under den finansielle krise.

Inkonverterbare lån til andelsboligforeninger 135

Ib Hansen og Hans Henrik Knudsen, Handelsafdelingen

De seneste år er der sket en kraftig udvikling af nye produkter til boliglån. De indeholder bl.a. instrumenter, som kan være svære at gennemskue konsekvenserne af. Nogle, især nye, andelsboligforeninger har optaget ganske risikable inkonverterbare lån med stigende rentebetalinger. De økonomiske konsekvenser, fx af kurstab ved rentefald, og effekten af stigende rente- og afdragsbetalinger, er svære at gennemskue i sådanne lånekonstruktioner.

DOKUMENTATION

Ny beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks 143

Erik Haller Pedersen og Mikkel Plagborg-Møller, Økonomisk Afdeling

Ændringer i handelsmønstrene gør det nødvendigt med mellemrum at revidere vægtgrundlaget bag beregning af den effektive kronekurs og de reale effektive kronekurser, som offentliggøres af Nationalbanken. I artiklen præsenteres 2009-vægtsættene. De væsentligste ændringer er, at Kinas vægt er øget, mens vægten til Storbritannien er faldet markant.

Nils Bernsteins tale på Realkreditforeningens årsmøde

24. marts 2010 149

Nils Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 22. april 2010 155

Pressemeddelelser 163

Tabelafsnit

Seneste økonomiske og monetære udvikling

SAMMENFATNING

Det globale økonomiske opsving er taget til i styrke, specielt i de asiatiske vækstøkonomier. Fremgangen i OECD-landene er mere beskedent, og opsvinget er fortsat skrøbeligt og usikkert.

De finansielle markeder har i foråret været præget af nervøsitet på grund af stigende statsgældsproblemer i en række sydeuropæiske lande. Stigende usikkerhed om Grækenlands offentlige finanser spredte sig i foråret i de finansielle markeder. Den 9. maj godkendte Den Internationale Valutafond, IMF, og eurolandene en græsk lånepakke, baseret på en omfattende konsolideringsplan for den græske økonomiske politik. Samme dag besluttede EU's finansministre på et ekstraordinært Ecofin-møde at oprette en finansiell stabiliseringsmekanisme. Det skete af frygt for, at gældskrisen i Grækenland ville smitte af på andre EU-lande, i første omgang Portugal og Spanien.

Finanspolitisk konsolidering vil være påkrævet de kommende år overalt i OECD-området for at sikre den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Konsolideringen har størst chance for at fremkalde positive tillidsreaktioner og deraf følgende fald i de lange markedsrenter, hvis den indgår som led i en troværdig mellemfristet genopretningsplan, der også indeholder relevante strukturreformer, som øger produktionspotentialet på længere sigt.

I Danmark har væksten været positiv de seneste tre kvartaler. Det skal ses i lyset af et forudgående fald i produktionen på godt 7 pct. Det private forbrug er også i fremgang, og boligmarkedet synes at være stabiliseret oven på en kraftig korrektion. Tillidsindikatorerne for både erhverv og husholdninger understøtter billedet af, at væksten er vendt tilbage. Der er dog stor ledig kapacitet i økonomien, og vi skal formentligt helt frem til 2013, før produktionen er tilbage på samme niveau som ved krisens udbrud.

Ledigheden har ligget stort set fladt gennem de seneste måneder. Det er usædvanligt, at ledigheden stabiliseres så tidligt i et konjunkturtilbageslag, men de seneste måneders ledighedsudvikling er ikke nødvendigvis en indikation af, at udviklingen på arbejdsmarkedet er vendt. Den relativt beskedne stigning i ledigheden skal bl.a. ses i sammenhæng med, at arbejdsstyrken er blevet reduceret med omtrent 100.000 personer.

Krisen har forværret de offentlige finanser betydeligt, og budgetunderskuddet for 2010 forventes at blive op mod 100 mia. kr. svarende til over 5 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. På den baggrund er der indgået et politisk forlig om at konsolidere de offentlige finanser med i alt 24 mia. kr. over perioden fra 2011 til og med 2013. Tendensen til fremgang i den private indenlandske efterspørgsel og eksporten betyder, at en gradvis konsolidering af de offentlige finanser fra 2011 ikke vil slå det spirende opsving ihjel.

I en situation, hvor de internationale investorers opmærksomhed i stigende grad rettes mod de offentlige budgetproblemer, er det vigtigt for tilliden til dansk økonomi og til fastkurspolitikken, at Danmark signalerer vilje og evne til at gennemføre en konsolidering, der bringer det offentlige budgetunderskud ud af verden i løbet af få år.

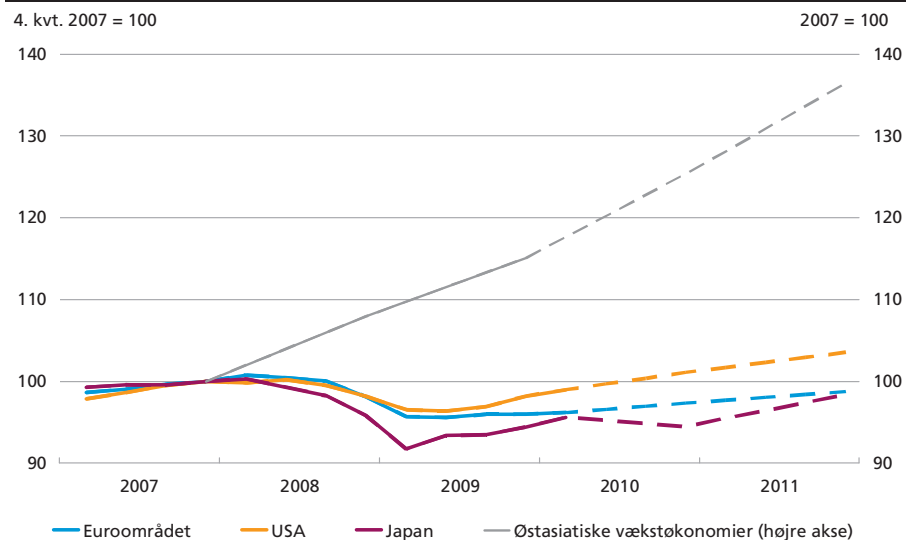
INTERNATIONAL ØKONOMI

Verdensøkonomien har i foråret været præget af betydelig finansiell uro som følge af stigende statsgældsproblemer i en række europæiske lande. Ikke desto mindre har det globale økonomiske opsving indtil videre været stærkere end tidligere ventet.

Det økonomiske opsving finder særligt sted i de asiatiske vækstøkonomier, jf. figur 1. På linje med tidligere konjunkturopgange efter finan-

DET REALE BRUTTONATIONALPRODUKT

Figur 1



Anm.: BNP i de østasiatiske vækstøkonomier er sammenvæjede årlige BNP-data (2007-vægte) for Filippinerne, Indien, Indonesien, Kina, Malaysia, Thailand og Vietnam. På grund af den årlige frekvens i de offentliggjorte data er forløbet udglattet henover krisen. Stiplede linjer angiver skøn.

Kilde: Reuters EcoWin, UNStat og IMF, *World Economic Outlook*, april 2010.

sielle kriser oplever OECD-landene en mere beskeden økonomisk fremgang. Opsvinget er fortsat skrøbeligt og usikkert, især i Europa og Japan. Flere af Danmarks største handelspartnere, såsom Tyskland og Storbritannien, befinder sig endnu i et meget svagt opsving.

De internationale organisationer har i de seneste prognoser opjusteret deres skøn for BNP-væksten over en bred kam. IMF forventer, at den globale BNP stiger med mere end 4 pct. i 2010 og 2011, jf. tabel 1. De asiatiske vækstøkonomier er i front med vækstrater på knap 9 pct. i 2010 og 2011, mens BNP i OECD-landene under ét ventes at stige godt 2 pct. Generelt ventes en højere vækst i USA end i Europa og Japan.

Der er betydelige nedadrettede risici for det økonomiske opsving i OECD-landene, hvor den offentlige gæld vokser hastigt og mindsker det finanspolitiske råderum til at modgå fremtidige negative stød til økonomierne. De nedadrettede risici er særligt store i euroområdet, hvor store overskridelser af stabilitets- og vækstpaktens grænser for budgetunderskud og gæld har svækket de finansielle markeders tillid til den økonomiske politik. Gældsproblemerne tvinger en lang række lande til at stramme finanspolitikken, hvilket kan lægge en dæmper på konjunkturen. Samtidig arbejdes der på en stramning af rammevilkårene for den finansielle sektor, og det kan ligeledes i en periode reducere den globale BNP-vækst.

Den økonomiske fremgang i OECD-landene har indtil videre især været drevet af den lempelige økonomiske politik og lagertilpasninger. Lagrene bygges fortsat op eller nedbringes i lavere hastighed end tidligere oven på massive lagerreduktioner under recessionen, og det giver sig udslag i (midlertidige) positive vækstbidrag. I USA bidrog privatforbruget dog væsentligt til BNP-væksten i 1. kvartal, samtidig med at de positive vækstbidrag fra lagrene stadig var betydelige, jf. figur 2. Euro-

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE OMRÅDER OG LANDE

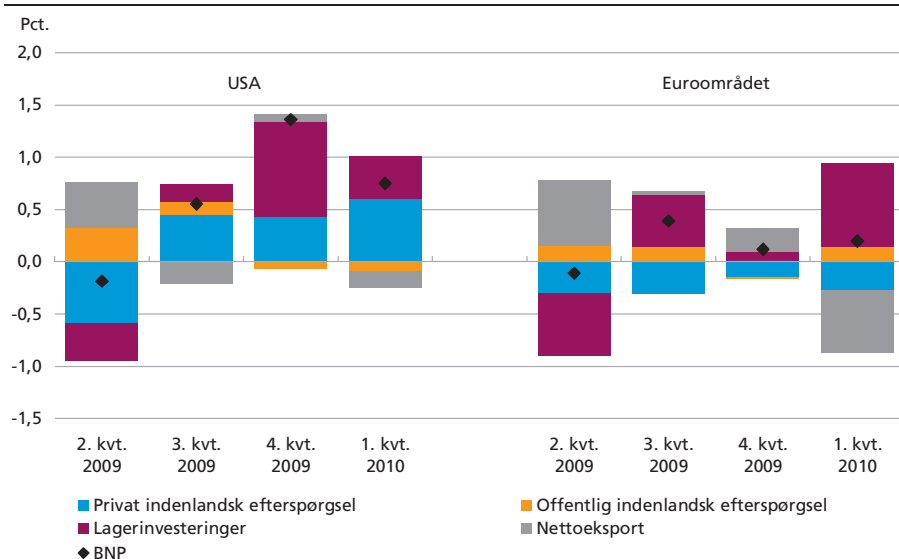
Tabel 1

Pct.	2010			2011		
	IMF	EU	OECD	IMF	EU	OECD
USA	3,1	2,8	3,2	2,6	2,5	3,2
Euroområdet	1,0	0,9	1,2	1,5	1,5	1,8
Tyskland	1,2	1,2	1,9	1,7	1,6	2,1
Storbritannien	1,3	1,2	1,3	2,5	2,1	2,5
Sverige	1,2	1,8	1,6	2,5	2,5	3,2
Japan	1,9	2,1	3,0	2,0	1,5	2,0
Kina	10,0	10,3	11,1	9,9	9,4	9,7
Indien	8,8	8,1	8,3	8,4	8,0	8,5
Verden	4,2	4,0	n.a.	4,3	4,0	n.a.

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, april 2010, Europa-Kommissionens forårsprognose, maj 2010, OECD, *Economic Outlook*, nr. 87, maj 2010.

VÆKSTBIDRAG I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 2



Anm.: Vækstbidrag i procentpoint til den kvartalsvise BNP-vækst. Indenlandsk efterspørgsel er summen af investeringer og forbrug.

Kilde: Reuters EcoWin og Eurostat.

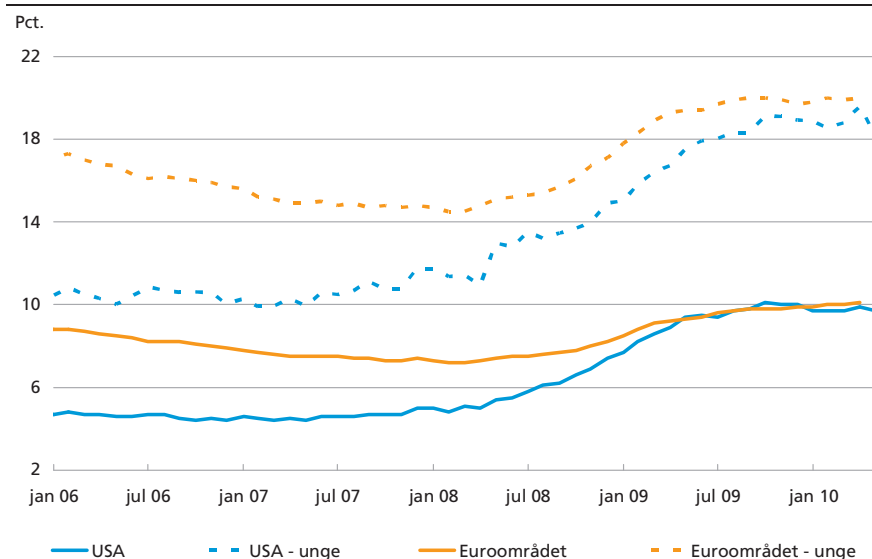
områdets BNP-vækst blev i 1. kvartal udelukkende drevet af lagerinvesteringer og offentlig indenlandsk efterspørgsel.

Det amerikanske arbejdsmarked har vist tegn på bedring i form af stigende beskæftigelse siden årsskiftet, men arbejdsløsheden er forblevet høj, omkring 10 pct. både i USA og euroområdet, jf. figur 3. I USA modvirkes tendensen til fald i arbejdsløsheden af en massiv tilbagestrømning til arbejdsstyrken, efter at arbejdsstyrken var faldet markant under krisen. Særligt i Europa kan det reelle arbejdsløshedsniveau være højere end det registrerede på grund af ufrivilligt nedsat arbejdstid, specielt i Tyskland og Italien. Høj ungdomsarbejdsløshed er et stigende problem både i euroområdet og USA, hvor ca. 20 pct. af de unge under 25 år er uden job. I Spanien er denne andel helt oppe på ca. 40 pct.

Under opløbet til krisen i 2008-09 blev der opbygget store globale ubalancer, der bl.a. kom til udtryk i store betalingsbalanceunderskud i lande som USA, Storbritannien og flere sydeuropæiske medlemmer af eurozonen, modsvaret af store betalingsbalanceoverskud i lande som Kina, Japan og Tyskland. Ubalancerne kan i høj grad tilskrives den økonomiske politik, der blev ført i såvel underskuds- som overskudslande. Efter en midlertidig konjunkturbetinget formindskelse er der udsigt til, at de globale ubalancer igen forøges, selv om Kina har taget visse skridt til at stimulere den indenlandske efterspørgsel. Store globale ubalancer vil typisk indikere, at underskudslandene opbygger gæld i et hastigere

ARBEJDSLØSHED I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 3



Anm.: Ungdomsarbejdsløsheden er for aldersgruppen 16-24 år i USA, og for aldersgruppen under 25 år i euroområdet. Seneste observation er maj for USA og april for euroområdet.

Kilde: Reuters EcoWin.

tempo, end deres indkomster stiger. En sådan periode med gældsopbygning må før eller siden afløses af en periode, hvor gælden stabiliseres eller nedbringes i forhold til indkomsten. De historiske erfaringer er, at et sådant omsving ofte udløses af et brat fald i den udenlandske kapitaltilførsel til underskudslandene, fordi de internationale investorer pludselig mister tilliden til udviklingens holdbarhed. Som følge heraf kan der opstå finansielle kriser og gældskriser i underskudslandene, hvilket kan udløse et internationalt økonomisk tilbageslag.

En tilbagevenden til store globale ubalancer vil således udgøre en trussel mod den internationale økonomiske stabilitet. De internationale økonomiske organisationer har derfor gentagne gange påpeget, at der er behov for at skabe en bedre balance mellem opsparing og investering i de forskellige dele af verdensøkonomien. I lande med opsparingsunderskud kan dette kræve en forøgelse af den offentlige opsparing gennem en finanspolitisk stramning, evt. kombineret med strukturreformer, der øger den potentielle indkomst og dermed det samlede opsparingspotentiale på længere sigt. En reduktion af underskudslandenes betalingsbalanceunderskud (opsparingsunderskud) kan imidlertid kun realiseres, hvis de nuværende overskudslande får et lavere betalingsbalanceoverskud, dvs. at de øger den indenlandske efterspørgsel i forhold til deres produktionspotentiale. I den sammenhæng spiller ikke mindst Kina en nøglerolle, fordi landet gennem en lang periode har haft et

betydeligt strukturelt betalingsbalanceoverskud som følge af en i international sammenhæng meget høj privat opsparingstilbøjelighed. En real opskrivning af den kinesiske valutakurs kan ved at billiggøre importen bidrage til at øge det kinesiske forbrug i forhold til produktionen. Det er på den baggrund, omverdenens politiske pres for en opskrivning af renminbien skal ses.

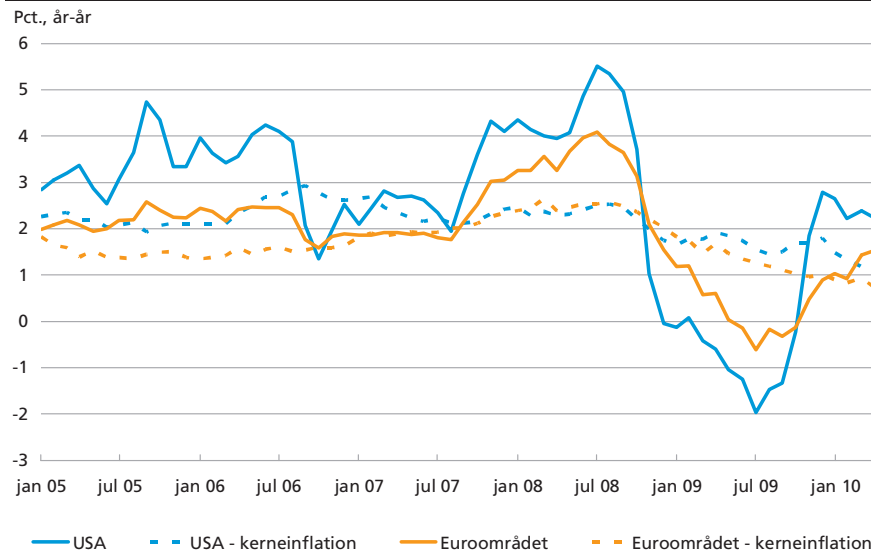
Prisudvikling

Forbrugerprisinflationen i OECD-landene er steget siden slutningen af 2009, men der er tale om afdæmpede prisstigninger. I USA og euroområdet steg forbrugerpriserne i april henholdsvis 2,2 pct. og 1,5 pct. i forhold til samme måned året før, jf. figur 4. Opgjort uden de volatile energi- og fødevarerpriser var inflationen henholdsvis 0,9 og 0,8 pct., og den har haft en aftagende tendens siden sommeren 2008. En fortsat lav kapacitetsudnyttelse i fremstillingssektorerne og på arbejdsmarkedet samt moderate inflationsforventninger dæmper inflationspresset.

Råvarepriserne, især olieprisen, steg gradvis i foråret, men uroen udløst af Grækenlands budgetproblemer førte til kraftige prisfald i begyndelsen af maj. Prisen på en tønde råolie af Brent-kvalitet var i begyndelsen af juni omkring 73 dollar mod godt 88 dollar primo maj.

FORBRUGERPRISINFLATION

Figur 4



Anm.: Kerneinflationen er forbrugerprisinflationen ekskl. energi- og fødevarerpriser. Seneste observation er april 2010.
Kilde: Reuters EcoWin.

Finansielle markeder

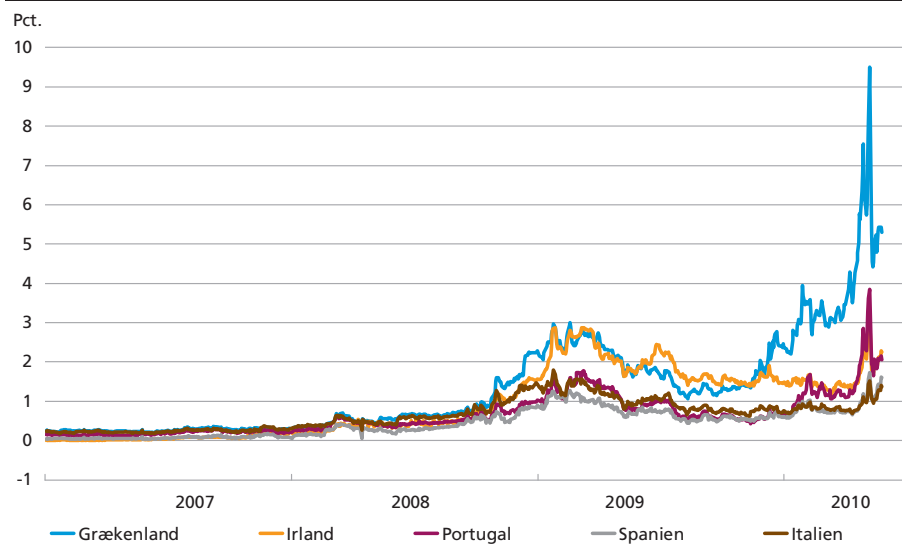
Fokus i de finansielle markeder har i stigende grad rettet sig imod ubalancerne i de offentlige finanser og risikoen forbundet med køb af statspapirer. Udviklingen i Grækenland er en tydelig illustration heraf, idet den eskalerende græske gældskrise i løbet af foråret førte til massive udvidelser af rentespændet til Tyskland. Rentespændet steg dog også i andre sydeuropæiske lande og i Irland af frygt for lignende gældsproblemer i disse lande, jf. figur 5.

Grækenland ansøgte den 23. april eurolandene og IMF om økonomisk hjælp inden for rammerne af et aftalt økonomisk stabiliseringsprogram. I første omgang fortsatte rentespændene dog med at stige, og fokus rettede sig i stigende grad mod andre lande med en bekymrende gældsudvikling, særligt Portugal og Spanien. Nervøsiteten bredte sig fra de europæiske til de globale finansielle markeder i form af faldende risikoappetit og kraftigt stigende volatilitet. Da EU den 9. maj annoncerede en ambitiøs finansiell stabiliseringspakke, jf. boks 1, og Den Europæiske centralbank, ECB, annoncerede ekstraordinære pengepolitiske tiltag, herunder opkøb af statsobligationer i det sekundære marked, faldt der kun kortvarigt mere ro over markederne.

I takt med bedre vækstudsigter og øget risikoappetit steg de toneangivende aktieindeks i årets første måneder, men gældskrisen i Grækenland og øget usikkerhed om budgetproblemernes omfang gav anledning til globale aktiekursfald i maj. Stabiliseringspakken, der blev annon-

10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONERS RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 5



Anm.: 10-årige benchmark-statsobligationer. Seneste observation er 3. juni 2010.

Kilde: Reuters EcoWin.

GRÆKENLANDS LÅNEPROGRAM OG EU'S STABILISERINGSPAKKE

Boks 1

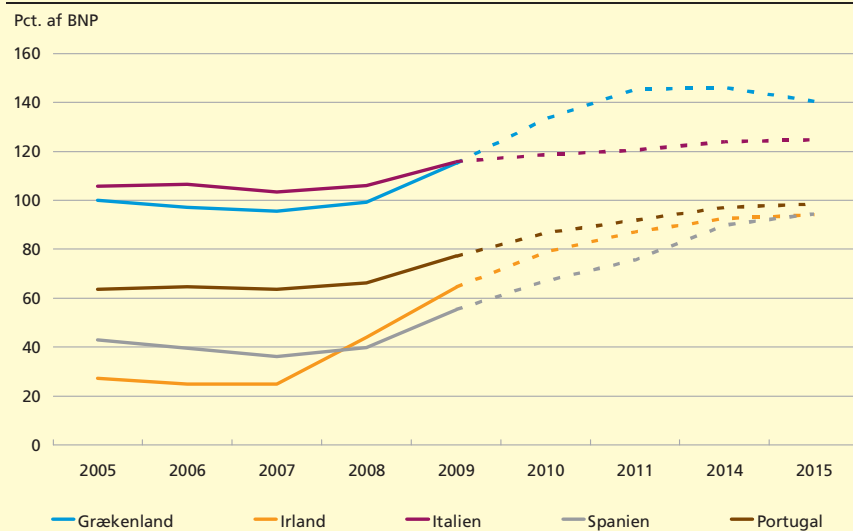
Stigende usikkerhed om de græske offentlige finanser forplantede sig i foråret i de finansielle markeder i form af stigende rentespænd til Tyskland og dermed voldsomt stigende refinansieringsomkostninger (samt globalt øget volatilitet). Det medvirkede til, at Grækenland den 23. april ansøgte eurolandene og IMF om et låneprogram. Ansøgningen og offentliggørelsen af låneprogrammet beroligede dog ikke de finansielle markeder, som stadig anså en gældsomstrukturering for en reel risiko og så betydelige risici for lignende problemer i øvrige eurolande, specielt i Portugal og Spanien. Den 9. maj, da EU annoncerede en større finansiell stabiliseringspakke (og ECB lagde op til at købe statsobligationer), faldt volatiliteten på de finansielle markeder, og rentespændene til Tyskland indsnævredes, om end en vis nervøsitet hurtigt vendte tilbage.

Grækenlands låneprogram

Det græske låneprogram er 3-årigt og bliver på i alt 110 mia. euro, hvoraf 80 mia. euro finansieres af eurolandene og 30 mia. euro af IMF. Programmets tre indsatsområder er sikring af holdbare offentlige finanser, styrkelse af banksektoren og styrkelse af økonomiens konkurrenceevne og vækstpotentiale via strukturpolitiske reformer. Grækenland forpligter sig til en massiv konsolidering af finanspolitikken på i alt 11 pct. af BNP over den 3-årige periode. Dertil kommer de i foråret præsenterede spareplaner på 5,5 pct. af BNP. Gælden ventes at fortsætte med at stige fra 115 pct. af BNP i 2009 til 146 pct. i 2014, hvorefter den aftager til 140 pct. i 2015, jf. figur 6.

GÆLDSKVOTE I GIISP-LANDENE¹

Figur 6



Anm.: Offentlig bruttogæld. Stiplede linjer angiver skøn. IMF offentliggør ikke skøn for 2012 og 2013. Tallene afspejler ikke de ekstra konsolideringstiltag i Spanien og Portugal, der blev annonceret 9. maj.

Kilde: IMF Fiscal Monitor, maj 2010.

Det økonomiske tilpasningsprogram er ambitiøst og stiller store krav til grækernes evne til at gennemføre smertefulde reformer. Der er også risiko for, at gælds dynamikken bliver værre end ventet på grund af lavere vækst og inflation eller højere realrenter.

¹ GIISP står for Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal.

FORTSAT

Boks 1

EU's finansielle stabiliseringspakke

EU's finansministre besluttede på det ekstraordinære Ecofin-møde 9. maj at oprette en europæisk finansiell stabiliseringspakke i form af lånemuligheder for medlemslandene på mere end 500 mia. euro. Det skete af frygt for, at budgetkrisen i Grækenland ville smitte af på andre EU-lande, i første omgang Portugal og Spanien.

Pakken består dels af en permanent finansiell stabiliseringsmekanisme, hvor der kan ydes lån og kreditter på op til 60 mia. euro finansieret gennem Europa-Kommissionens direkte lånoptagelse. Kommissionens lånoptagelse garanteres inden for den disponible margin i EU-budgettet og i sidste ende af EU-landene. Herudover kommer en større del af stabiliseringspakken til at bestå af en pulje på 440 mia. euro, som finansieres gennem en midlertidig speciel finansieringsenhed, der garanteres af eurolandene baseret på landenes fordeling af kapitalindskud i ECB. IMF vil deltage i finansieringsarrangementer og forventes ifølge Ecofin-konklusionerne at bidrage med mindst halvdelen af EU's bidrag gennem de normale udlånsfaciliteter i IMF på linje med de seneste europæiske låneprogrammer i IMF.

Danmarks del i den samlede finansiering tager form af en implicit garanti relateret til den mindre lånefacilitet på 60 mia. euro, hvor Danmarks andel kan blive op til ca. 1,2 mia. euro.

EU's vedtagelse af stabiliseringspakken blev fulgt op af en meddelelse om yderligere finanspolitiske stramninger i Spanien og Portugal.

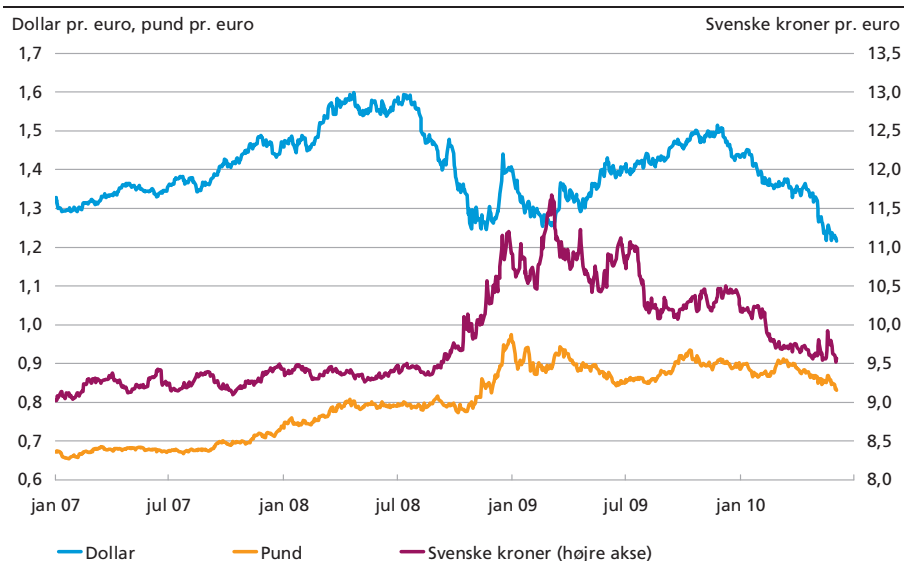
nonceret den 9. maj, bremsede kun kortvarigt aktiekursfaldene. De toneangivende aktieindeks i USA og Europa rettede sig lidt fra slutningen af maj, men var i begyndelsen af juni ca. 3 pct. lavere end ved årsskiftet. De 10-årige statsobligationsrenter er efter en del udsving faldet ca. 0,5 pct. i USA og ca. 0,4 pct. i Storbritannien til henholdsvis 3,4 og 3,6 pct. i begyndelsen af juni. De tyske statsobligationsrenter er i kraft af deres status som "sikker havn" i Europa faldet ca. 0,7 pct. siden årsskiftet til 2,7 pct. i begyndelsen af juni.

Et stigende rentespænd i amerikansk favør samt usikkerhed om den græske økonomi og frygt for spredning til andre eurolande har fra januar til begyndelsen af juni svækket euroen med ca. 15 pct. over for dollar, jf. figur 7. Efter eurolandenes og IMF's aftale om et låneprogram til Grækenland og igen efter annonceringen af den europæiske stabiliseringspakke den 9. maj blev euroen kun kortvarigt styrket, men er siden faldet til det laveste niveau over for dollar siden foråret 2006. Siden årsskiftet er euroen svækket ca. 6 pct. over for pund og svenske kroner.

De seneste udlånsundersøgelser for 1. kvartal 2010 fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og ECB peger på, at bankerne stort set er ophørt med at stramme kreditvilkårene for erhvervslivet, specielt for de store virksomheder, men at husholdningernes kreditvilkår stadig

VALUTAKURSER

Figur 7



Anm.: En lavere værdi indebærer en styrkelse af valutaerne over for euro. Seneste observation er 3. juni 2010.
Kilde: Reuters EcoWin.

strammes. Kreditvilkårene er fortsat restriktive efter to års akkumulerede stramninger, der endnu ikke er reverseret. Trods vendingen i konjunkturerne er der altså ikke sket erklærede lempelser i kreditpolitikken. Amerikanske data tyder dog på en tendens til, at kreditpolitikken gennem almindelig udlånsvirksomhed bliver lempet, selv om der ikke bliver foretaget en aktiv beslutning herom. Dermed kan kreditpolitikken i tallene fremtræde mere restriktiv, end den faktisk er. Låneefterspørgslen fra erhvervslivet og husholdningerne falder fortsat.

Det globale økonomiske opsving har medvirket til, at IMF har reduceret sit skøn for bankernes faktiske og potentielle nedskrivninger i perioden 2007-10 fra ca. 2.800 mia. dollar i oktober til 2.300 mia. dollar i april. To tredjedele af tabene vurderes allerede at være realiseret, heraf størstedelen i USA. Forudsat den ventede konjunkturudvikling må både amerikanske og europæiske banker forventes fortsat at have engagementer, der vil give anledning til betydelige nedskrivninger. Amerikanske banker risikerer yderligere nedskrivninger, idet hver fjerde boligejer er teknisk insolvent. Nedadrettede risici for den finansielle stabilitet generelt knytter sig også til de stigende ubalancer i de offentlige finanser.

I USA har myndighederne engageret sig i den finansielle sektor som svar på finanskrisen, både via Federal Reserves pengepolitiske lempelser og tiltag og via finansministeriets ekstraordinære tilførsel af kapital til banker i problemer (TARP, Troubled Asset Relief Program). Nu er tilba-

getrækningen godt i gang. Exit fra TARP har været hurtigere end forventet, særligt på grund af tilbagebetalinger fra mange banker og finansministeriets fortjeneste på salg af bankernes værdipapirer. Bankerne havde i april tilbagebetalt 70 pct. af de TARP-midler, de i alt har modtaget. Tilbageutrækningen fra statens engagementer i realkreditobligationsudstederne Freddie Mac og Fannie Mae samt forsikringsselskabet AIG er dog ikke kommet langt.

Den 16. april godkendte IMF's bestyrelse den anden programvurdering af lånearrangementet med Island med tilhørende udbetaling af lån. Forud for godkendelsen havde Island bekræftet sin vilje til at overholde sine forpligtelser over for de garanterede indskydere i de overtagne islandske banker og til at afslutte forhandlingerne med regeringerne i Storbritannien og Holland herom hurtigst muligt. Hermed var grundlaget på plads for at stille anden rate af lånene fra de øvrige nordiske lande til Island til rådighed.

Pengepolitikken

Pengepolitikken er stærkt ekspansiv i de fleste lande. I USA, euroområdet og Storbritannien er de pengepolitiske renter fortsat rekordlave på henholdsvis 0-0,25, 1,0 og 0,5 pct. På grund af ekstraordinært rigelig likviditet er de korte pengemarkedsrenter i euroområdet desuden betydeligt lavere end ECB's tonegivende pengepolitiske rente. Med udsigt til et moderat økonomisk opsving og afdæmpet inflation venter markedsdeltagere og internationale organisationer, at centralbankerne i de fleste OECD-lande fastholder den lempelige pengepolitik året ud.

Ud over historisk lave pengepolitiske renter har mange centralbanker gjort brug af kvantitative lempelser i form af rigelig likviditetstilførsel og køb af værdipapirer. I takt med normaliseringen af forholdene på de finansielle markeder er visse af tiltagene blevet udfaset – dels direkte af centralbankerne, dels indirekte gennem en mindre efterspørgsel. Den fornyede uro på de finansielle markeder i foråret som følge af eurolandenes budgetproblemer har dog ført til genindførelse af nogle af foranstaltningerne.

Federal Reserves opkøb af realkreditobligationer ophørte ultimo marts. Det havde stort set ingen markedseffekt. Federal Reserve har desuden lukket de fleste af sine ekstraordinære likviditetsfaciliteter og lukker efter planen den sidste ultimo juni.

ECB har hovedsageligt benyttet sig af ekstraordinære likviditetstildelinger under krisen og havde indledt en meget gradvis udfasning af dem. For at modvirke den stigende usikkerhed på de finansielle markeder vedrørende gældsproblemerne i flere eurolande besluttede ECB imidlertid den 10. maj at genindføre refinansieringsoperationer med længere løbe-

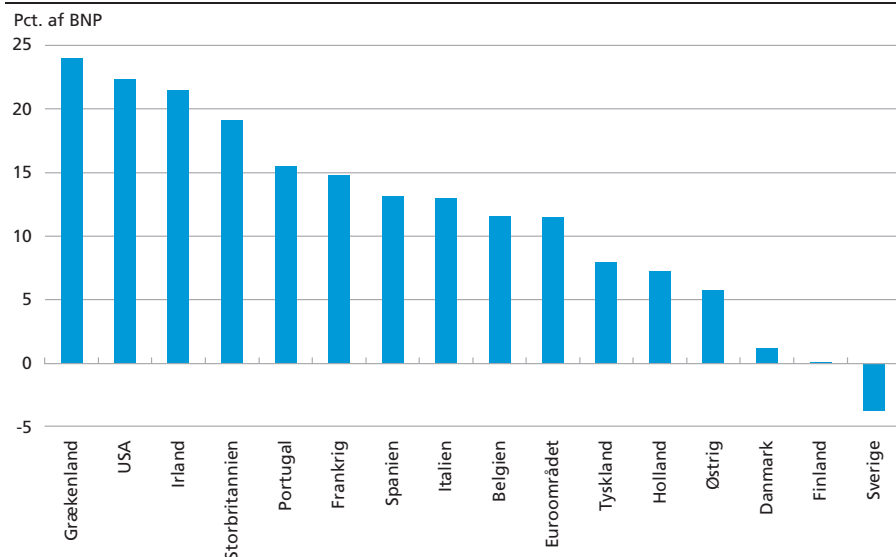
tid (3 og 6 måneder) og fuld tildeling af likviditet ved auktionerne 12. maj, 26. maj og 30. juni. Desuden har Federal Reserve på anmodning fra ECB (og den canadiske, engelske, schweiziske og japanske centralbank) genaktiveret midlertidige swapaftaler for at sikre rigelig dollarlikviditet. Hidtil har swapaftalerne, der udløber i januar 2011, kun været anvendt i begrænset omfang. Som noget nyt og ekstraordinært er Eurosystemet desuden begyndt at købe stats- og virksomhedsobligationer i det sekundære marked for at sikre dybde og likviditet i disse markedssegmenter. ECB vil ved særlige operationer genopsuge likviditeten for at neutralisere effekten på den overordnede pengepolitik.

Finanspolitikken

Tab af skatteindtægter og øgede offentlige udgifter i kølvandet på finanskrisen har sammen med massiv finanspolitisk stimulus medført stigende budgetunderskud og offentlig gæld i OECD-landene. Konsekvensen er, at OECD-landene stort set samtidig skal konsolidere finanspolitikken, om end behovet varierer en del landene imellem, jf. figur 8. Det langsigtede konsolideringsbehov er størst i lande som Grækenland, USA, Irland og Storbritannien. Som følge af sin aktuelle status som reservevæltaland og "sikker havn" for de internationale investorer har USA dog for nærværende et større finanspolitisk råderum end de øvrige lande.

FINANSPOLITISK KONSOLIDERINGSBEHOV I EN RÆKKE OECD-LANDE

Figur 8



Anm.: Krævet stramning af den strukturelle primære budgetsaldo 2012-20 for at nå ned på en offentlig gæld på 60 pct. af BNP i 2020. Frem til 2011 anvendes Europa-Kommissionens skøn fra maj for EU-landene og OECD data fra november 2009 for USA. Spaniens og Portugals ekstra konsolideringstiltag, der blev annonceret 9. maj, er ikke inkluderet i beregningerne.

Kilde: Se Jakob Ekholdt Christensen og Rasmus Tommerup, Finanspolitiske udfordringer i industrilandene, side 77.

Stabilitets- og vækstpagten, som udgør kernen i EU's overvågning af de offentlige finanser i medlemslandene, er for alvor kommet i spil. I 2009 kom langt de fleste landes budgetunderskud over de 3 pct. af BNP, der er tilladt ifølge pagten. Det indebærer, at de pågældende lande af Kommissionen er blevet eller vil blive pålagt at nedbringe underskuddet til under 3 pct. af BNP inden for en kort årrække.

Konvergens- og stabilitetsprogrammer er i foråret kommet på plads i de fleste EU-lande. Der er lagt op til finanspolitisk konsolidering fra 2011 i de fleste af dem, men allerede fra 2010 i de særligt hårdt ramte lande, hvor budgetkrise er blevet til tillidskrise i de finansielle markeder. Det gælder især Grækenland, men også Portugal og Spanien har fremrykket og øget deres planlagte finanspolitiske konsolidering.

For EU som helhed ventes budgetunderskuddet i gennemsnit at falde fra 7,2 pct. af BNP i 2010 til 6,5 pct. i 2011, mens gælden ventes at stige yderligere fra 75 pct. af BNP til 84 pct. I Danmark ventede finansministeriet umiddelbart før indgåelsen af den nylige politiske aftale om genopretning af dansk økonomi, at budgetunderskuddet vil aftage fra 5,1 pct. af BNP i 2010 til 4,4 pct. i 2011, mens gælden ventedes af stige fra 42 til 45 pct. af BNP.

Det er vanskeligt at vurdere, i hvilket omfang en stramning af finanspolitikken vil hæmme det økonomiske opsving. Flere studier peger på, at en finanspolitisk stramning kan virke mindre kontraktivt og i særlige tilfælde endog ekspansivt, når det fiskale udgangspunkt er meget svagt, jf. boks 2. Årsagen er, at der kan fremkomme et stort rentefald og en øget tillid til fremtiden, når et land med en hidtil uholdbar gældsudvikling får statsfinanserne under kontrol.

Under alle omstændigheder er gældsproblemerne i en lang række lande allerede så store, at de ikke har andet valg end at påbegynde en mærkbar opstramning af finanspolitikken. Betydelige opstramninger er allerede iværksat i bl.a. Grækenland, Irland, Portugal, Spanien og Letland, men også lande som Storbritannien og USA har så store budgetunderskud, at en snarlig og mærkbar opstramning af finanspolitikken trænger sig på, hvis gældsudviklingen skal holdes under kontrol. Offentlige budgetunderskud i den størrelsesorden, der er set i kølvandet på finanskrisen, kan kun opretholdes i en meget kort periode uden at sætte den finanspolitiske holdbarhed over styr.

Finanspolitisk konsolidering står således på dagsordenen for de kommende år overalt i OECD-området. De internationale økonomiske organisationer har fremhævet, at konsolideringen har størst chance for at fremkalde positive tillidsreaktioner og deraf følgende fald i de lange markedsrenter, hvis den indgår som led i en troværdig mellemfristet genopretningsplan, der også indeholder relevante strukturreformer, som øger produktionspotentiallet på længere sigt.

REALØKONOMISKE EFFEKTER AF FINANSPOLITISKE STRAMNINGER

Boks 2

Det udbredte internationale behov for finanspolitisk konsolidering rejser spørgsmålet om, hvordan realøkonomien vil blive påvirket i de kommende år. Mens der blandt økonomer er enighed om, at effekten er positiv på langt sigt, er meningerne mere delte vedrørende effekten på kort sigt. Alesina (2010), Alesina og Ardagna (2002) og Europa-Kommissionen (2007) peger på, at en finanspolitisk stramning kan virke mindre kontraktivt og i særlige tilfælde endog ekspansivt, når:

- konsolideringen sker efter en periode med stærke budgetforringelser og høj offentlig gæld (dvs. det fiskale udgangspunkt er meget svagt)
- konsolideringen især sker på udgiftssiden (og især på offentlige lønudgifter).

De ekspansive effekter af en finanspolitisk konsolidering, der modvirker den traditionelle efterspørgseldæmpende virkning, kan henføres til positive effekter på forventningsdannelsen og formuerne. Konsolideringen kan skabe tillid til, at der bliver et mindre konsolideringsbehov i fremtiden og dermed mindre behov for fremtidige økonomiske stramninger. Desuden kan der komme en gunstig virkning i form af lavere renter, fordi der opstår øget tillid til holdbarheden af de offentlige finanser, så risikopræmien på statsobligationer falder.

Irlands og Danmarks finanspolitiske stramninger i 1980'erne bliver ofte fremhævet som eksempler på, at finanspolitisk konsolidering kan virke positivt på realøkonomien. Renten er dog betydeligt lavere i dag, bl.a. i USA. Lande med lave renter og status som "sikker havn" kan alt andet lige kun opnå en mere beskedent positiv effekt af finanspolitisk konsolidering. Den potentielle gevinst ved konsolidering vil være større i lande, som betaler høje risikopræmier på grund af lav tillid i de finansielle markeder, eller hvor en manglende konsolidering vil indebære stigende risikopræmier.

Et andet interessant spørgsmål er, hvordan den samtidige globale finanspolitiske stramning påvirker væksten. Når mange lande strammer finanspolitikken på samme tid, vil det enkelte land ikke kunne opnå en gevinst ved real depreciering og deraf forbedret konkurrenceevne som ved en individuel stramning. Til gengæld kan en mere global finanspolitisk konsolidering føre til større gevinster i form af lavere realrenter. Samlet set kan det dog svække udviklingen i de internationale konjunkturer, at mange lande samtidigt strammer finanspolitikken, deriblandt lande uden tillidsproblemer, hvor renter og risikopræmier er lave.

Kilde: Alberto Alesina, Fiscal adjustments: lessons from recent history, baggrundspapir til Ecofin-møde i Madrid 15. april 2010. A. Alesina og S. Ardagna, Tales of Fiscal Adjustment, *Economic Policy*, vol.13, nr. 27, 2002, side 487-545. Europa-Kommissionen, Lessons from successful fiscal consolidations, Part IV, og Public Finances in EMU 2007, *European Economy*, nr. 3, 2007.

I en situation, hvor de internationale investorers opmærksomhed i stigende grad rettes mod de offentlige budgetproblemer, er det vigtigt for tilliden til dansk økonomi og til fastkurspolitikken, at Danmark signalerer vilje og evne til at gennemføre en konsolidering, der bringer det offentlige budgetunderskud ud af verden i løbet af få år.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen tæt på centralkursen i ERM2.

Nationalbanken har i flere omgange nedsat indskudsbevisrenten og foliorenten. Det skete 26. marts, 20. maj og 27. maj. For begge renter skete det hver gang med en nedsættelse på 0,10 procentpoint. Indskudsbevisrenten er nu 0,50 pct. og foliorenten 0,40 pct. Udlånsrenten og diskontoen er fastholdt på henholdsvis 1,05 og 0,75 pct.

Rentenedsættelserne er sket på baggrund af køb af valuta i markedet. Fra marts til og med maj købte Nationalbanken valuta for 42 mia. kr. i forbindelse med interventioner i valutamarkedet. Valutareserven var ved udgangen af maj på 441 mia. kr. Det er en stigning på 24 mia. kr. siden starten af marts.

Spændene mellem pengemarkedsrenterne i kroner og euro er mindsket de seneste måneder, jf. figur 9. Den seneste tids uro har betydet, at det implicitte rentespænd for valutaswaps mellem kroner og euro er faldet mere end de øvrige rentespænd.¹ Normalt er der et terminstillæg ved handel af euro mod kroner på termin, men i slutningen af maj var terminstillægget omkring nul. Det skal ses i lyset af en faldende efterspørgsel efter at afdække sig i euro. Fra 2. halvår 2007 til oktober 2008 var det implicitte rentespænd i perioder negativt. Det havde baggrund i knaphed på eurolikviditet.

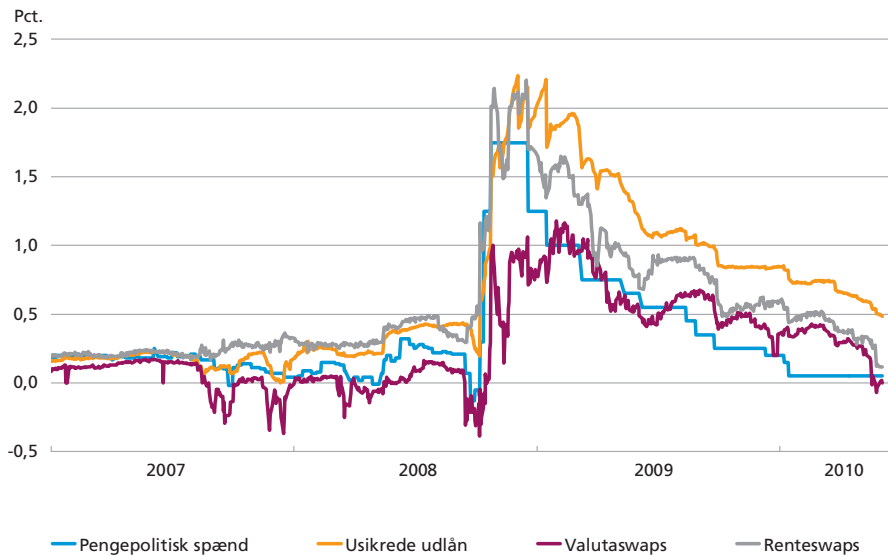
Selv om rentespændene mellem de sikrede udlån (renteswaps) samt de usikrede udlån i Danmark og euroområdet er faldet, er de dog fortsat højere end det tilsvarende pengepolitiske spænd, jf. figur 9. Det skyldes, at ECB siden efteråret 2008 har tilført euroområdets banker omfattende likviditet som reaktion på den stramme likviditetssituation, der opstod i forbindelse med den finansielle uro. De korte pengemarkedsrenter i euroområdet er derfor betydeligt lavere end ECB's udlånsrente ved de primære markedsoperationer. I takt med at likviditetssituationen bliver normaliseret, kan det føre til stigende pengemarkedsrenter i euroområdet og en indsnævring af spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet.

Uroen på de finansielle markeder har fået ECB til midlertidigt at stille sin normalisering af likviditetssituationen i euroområdet i bero. Det skete ved i maj at udføre en 6-måneders likviditetstildeling, selv om 6-månedersoperationen i marts skulle have været den sidste. Desuden besluttede ECB atter at give fuld tildeling til fast rente på 3-månedersoperationerne i maj og juni. Forinden havde ECB i april som et led i sin normalisering af likviditetssituationen nået at afholde en enkelt auktion med tildeling af 3-måneders likviditet til variabel rente.

¹ Boks 3 i Danmarks Nationalbank, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2008, forklarer nærmere, hvordan det implicitte rentespænd for valutaswaps bestemmes.

UDVALGTE RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 9



Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECB's skæringsrente ved de primære markedsoperationer. Rentespændet for usikrede renter er forskellen mellem 3-måneders Cibur og Euribor. Rentespændet for valutaswaps er bestemt ud fra terminstillægget i 3-måneders valutaterminforretninger mellem kroner og euro. Rentespændet for renteswaps er baseret på en 3-måneders renteswap med dag til dag-renten. Seneste observation er 4. juni 2010. Se Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2009, side 88-91 for en beskrivelse af renter på forskellige pengemarkedsprodukter.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

Ændringerne i de pengepolitiske renter har udvidet spændet mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten til 0,55 procentpoint. Rentemarginalen giver penge- og realkreditinstitutterne incitament til at udligne indbyrdes likviditetsforskelle gennem pengemarkedet i stedet for at benytte sig af Nationalbankens faciliteter.

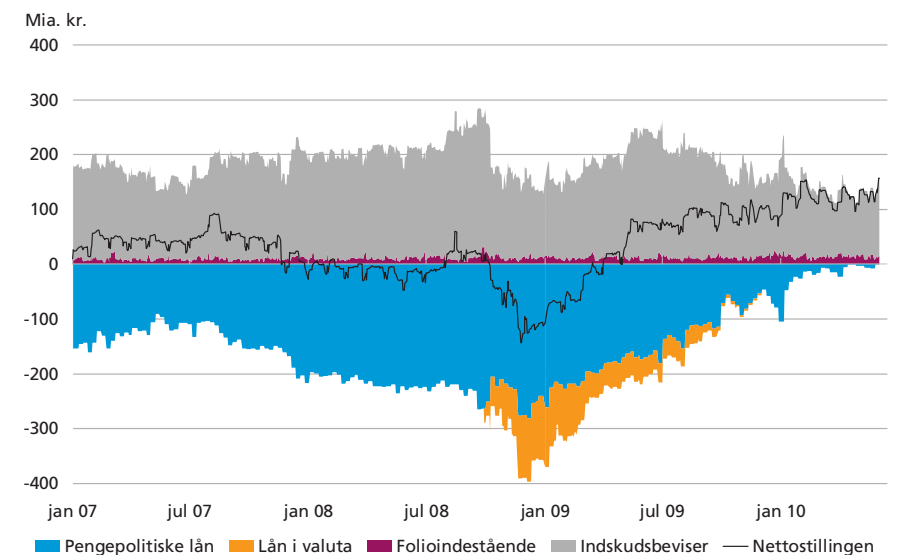
Rentemarginalen¹ har bidraget til at reducere bruttoopbygningen af Nationalbankens balance, og de pengepolitiske udlån er stort set reduceret til nul. Siden 8. juni 2009, hvor rentemarginalen blev introduceret, har penge- og realkreditinstitutterne nedbragt deres pengepolitiske lån i Nationalbanken med 170 mia. kr. Det er langt mere, end forøgelsen af nettostillingen på 81 mia. kr. i forbindelse med kapitalindstrømning ville tilsige. Det afspejler sig i en reduktion på 89 mia. kr. i institutternes beholdning af indskudsbeviser og indeståender på folio, jf. figur 10.

Den 8. april annoncerede Nationalbanken, at den midlertidige udvidelse af penge- og realkreditinstitutternes lånemuligheder i Nationalbanken bliver forlænget til 26. februar 2011. Det sker ved at forlænge

¹ Ved introduktionen 8. juni 2009 blev rentemarginalen 0,10 procentpoint, hvilket 29. september 2009 blev øget til 0,25 procentpoint. 26. marts blev rentemarginalen udvidet til 0,35 procentpoint, 20. maj til 0,45 procentpoint og 27. maj til 0,55 procentpoint.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES BRUG AF NATIONALBANKENS FACILITETER

Figur 10



Anm.: Penge- og realkreditinstitutternes lån i valuta i Nationalbanken indgår ikke i nettostillingen over for Nationalbanken. Lån i valuta er lån ydet til penge- og realkreditinstitutter af Nationalbanken på basis af swapaftaler med Federal Reserve og ECB. Swapaftalen med førstnævnte udløb 1. februar 2010, mens swapaftalen med ECB fortsat gælder. Seneste observation er 3. juni 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

institutternes mulighed for at låne på basis af deres overskydende lov-mæssige solvens, ligesom den midlertidige udvidelse af aktiver, der accepteres som sikkerhedsstillelse, bliver forlænget.

Nationalbanken vurderer løbende, hvilke regler for sikkerhedsstillelse der skal gælde, når Nationalbanken yder kredit. Nationalbankens belåningsregler og midlertidige tiltag under den finansielle krise gennemgås i artiklen side 121.

Udviklingen på penge- og kapitalmarkedet

Der indføres en ny ordning (Bankpakke 3) til håndtering af nødlidende pengeinstitutter med virkning fra 1. oktober 2010, hvor den generelle statsgaranti udløber. Finansiell Stabilitet A/S får adgang til fortsat at overtage nødlidende pengeinstitutter med henblik på afvikling. Herved vil der fortsat kunne gennemføres en kontrolleret afvikling af nødlidende pengeinstitutter. Ordningen indeholder ingen statsgaranti, idet grundlaget for ordningen er nedskrivning af egenkapital, efterstillet kapital og kreditortilgodehavender svarende til aktivernes værdi samt sektorbidrag via Indskydergarantifonden. Loven kræver, at det enkelte pengeinstitut skal kunne skaffe de nødvendige oversigter over konto-

forhold mv. i løbet af 24 timer. Herved kan der hurtigt tages hånd om en krisesituation. Indskydere med nettoindskud op til 100.000 euro, cirka 750.000 kr., vil ikke umiddelbart opleve nogen forandring i den praktiske del af deres daglige bankforretninger. Dankort og betalingsservice vil fortsat virke. Det enkelte pengeinstitut er ikke forpligtet til at anvende modellen i tilfælde af problemer, men skal dog ved første generalforsamling efter lovens ikrafttrædelse tage stilling til, hvorvidt man ønsker at oplyse, om pengeinstitutttet vil anvende modellen i tilfælde af krise.

Med virkning fra 1. oktober 2010 vil indskydere med almindelige indlån være dækket af Indskydergarantifonden med 100.000 euro netto. Der vil fortsat være fuld dækning på særlige indlån, herunder pensionsordninger. Indskydergarantien vil fjerne usikkerheden for langt størstedelen af indskyderne. Indskydere med større indskud må forventes at foretage en nøjere vurdering af pengeinstitutterne, så de, der bliver vurderet som usikre, vil få sværere ved at skaffe indlån.

Kreditpakken, også kendt som Bankpakke 2, giver under visse betingelser penge- og realkreditinstitutter mulighed for mod betaling af provision at opnå individuel statsgaranti på deres egne tidsbegrænsede obligationsudstedelser. Det letter overgangen til almindelige markedsvilkår for simple kreditorer. Pr. 20. maj 2010 er den foreløbige status, at der er indgået aftaler med 31 institutter, som har fået et samlet garanti-tilsagn på 260 mia. kr. 25 institutter havde foretaget udstedelser under ordningen for samlet 105 mia. kr. Garantiordningen omfatter obligationsudstedelser frem til 31. december 2010.

Regeringen vil øge den provision, som penge- og realkreditinstitutterne skal betale for at opnå statsgaranti på deres obligationsudstedelser. Det sker efter initiativ fra Kommissionen, som vurderer, at de finansielle markeder er stabiliseret så meget, at det er hensigtsmæssigt at forstærke de deltagende institutters tilskyndelse til at forlade statsgarantierne. Stigningen i provisionen afhænger af det enkelte instituts kreditvurdering. Institutterne med de bedste kreditvurderinger skal betale 0,2 procentpoint mere for nye garantier, mens institutter med de laveste vurderinger skal betale 0,4 procentpoint mere end i dag. Dermed bliver den maksimale provision 1,35 pct. Stigningen forventes at træde i kraft fra juli 2010. Pengeinstitutter, der er medlemmer af Det Private Beredskab, får indtil den generelle statsgarantis udløb 30. september 2010 fortsat en rabat på den del af garantien, der vedrører ikke-efterstillet, usikret gæld. Rabatten er beregnet på baggrund af instituttets bidrag til Det Private Beredskab.

Kommissionen har fremlagt en række forslag til ændringer af de nuværende regler for pengeinstitutters likviditet og kapitaldækning. Det

sker for at gøre den finansielle sektor mere modstandsdygtig over for fremtidige finansielle kriser. I forslagene om likviditetsregulering bliver der skelnet mellem aktiverne efter likviditetsgrad. Realkreditobligationer bliver i forslaget vurderet som mindre likvide end statsobligationer. Det kan svække det danske realkreditmarked. Nationalbanken har i et fælles høringssvar med Finanstilsynet påpeget, at danske realkreditobligationer bør kunne medregnes som fuldt likvide aktiver, da de i vid udstrækning tåler sammenligning med statsobligationer.¹

Et andet forslag stiller krav om, at finansieringen i de finansielle institutioner skal være mere stabil. Forslaget betyder, at realkreditobligationer med en restløbetid under 1 år ikke kan medregnes som stabil finansiering. Samtidig kræves det, at udlån med en løbetid over 1 år er dækket af stabil finansiering. Det kan umuliggøre rentetilpasningslån i den form, de har i dag.

Penge- og realkreditinstitutternes renter

Renten på de danske realkreditobligationer er fortsat med at falde de seneste måneder. De 1-årige rentetilpasningsobligationer havde den første uge af juni en gennemsnitlig rente på 1,06 pct., mens den lange rente var 4,36 pct. Det er for begges vedkommende meget lave niveauer, jf. figur 11.

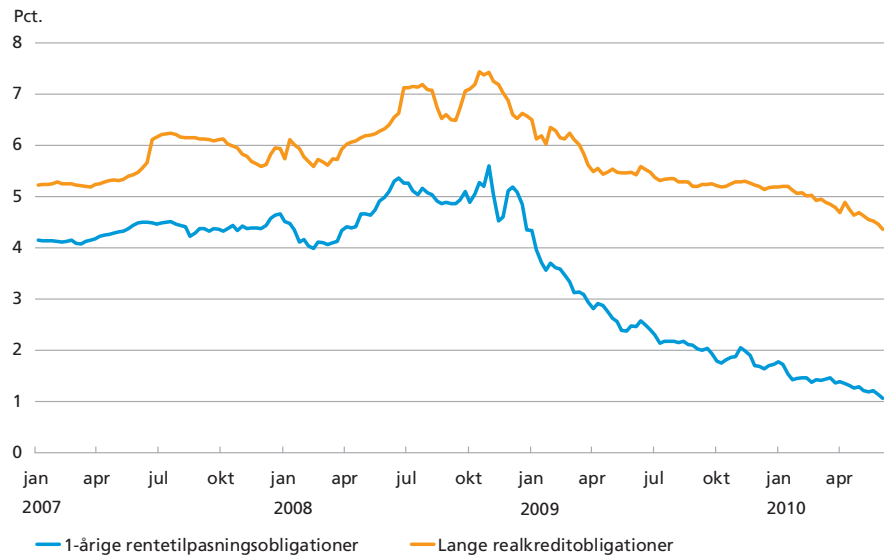
I foråret har der været afholdt auktioner over rentetilpasningsobligationer. Herved opnås en reduceret ophobning af refinansieringer op til årsskiftet, og der opnås en mere hensigtsmæssig og jævn fordeling af refinansiering af rentetilpasningslån end hidtil. I alt blev der ved auktionerne i marts solgt for omtrent 50 mia. kr. Rentetilpasningslån udgør nu to tredjedele af det samlede danske realkreditudlån. Heraf har de tre fjerdedele en restløbetid under 1 år.

Nationalbankens nedsættelser af de pengepolitiske renter har betydet, at pengeinstitutterne også har nedsat deres renter, men sammenhængen har ikke været én til én i perioden, jf. figur 12. Pengeinstitutterne fulgte kun i begrænset omfang Nationalbankens rentenedsættelser i månederne umiddelbart efter, at den finansielle krise brød ud i efteråret 2008. Her udviklede den finansielle uro sig hurtigt fra en likviditetskrise til en kreditkrise med større risiko for tab. Herved er der opstået større forskel mellem Nationalbankens pengepolitiske renter og

¹ Nationalbankens fælles høringssvar med Finanstilsynet kan findes på Nationalbankens hjemmeside under titlen Memorandum - Danish Mortgage Credit and International Regulation.

RENTER PÅ REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 11

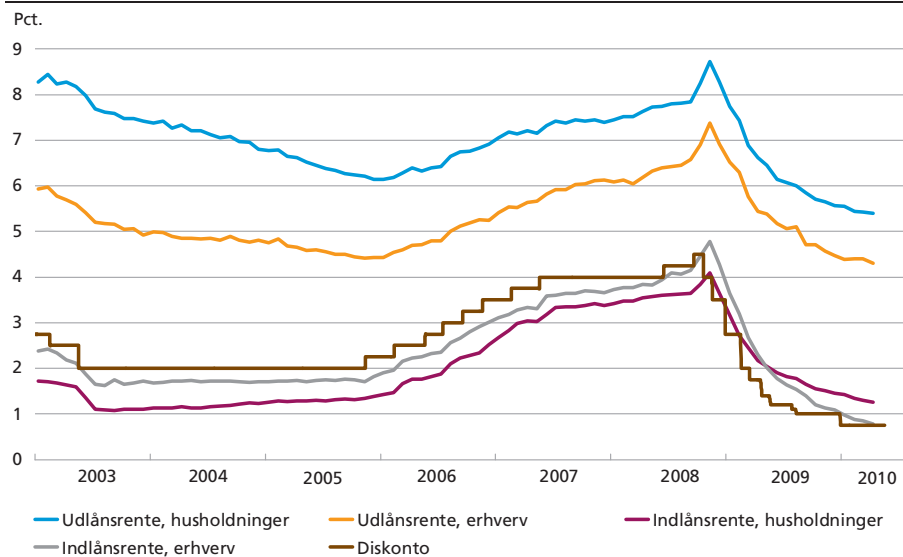


Anm.: Den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer er et ugentligt gennemsnit. Den lange realkreditobligationsrente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige konverterbare realkreditobligationer, opgjort ugentligt. Seneste observation er 4. juni 2010.

Kilde: Nordea Analytics og Realkreditrådet.

PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNITSRENTER OG DISKONTOEN

Figur 12

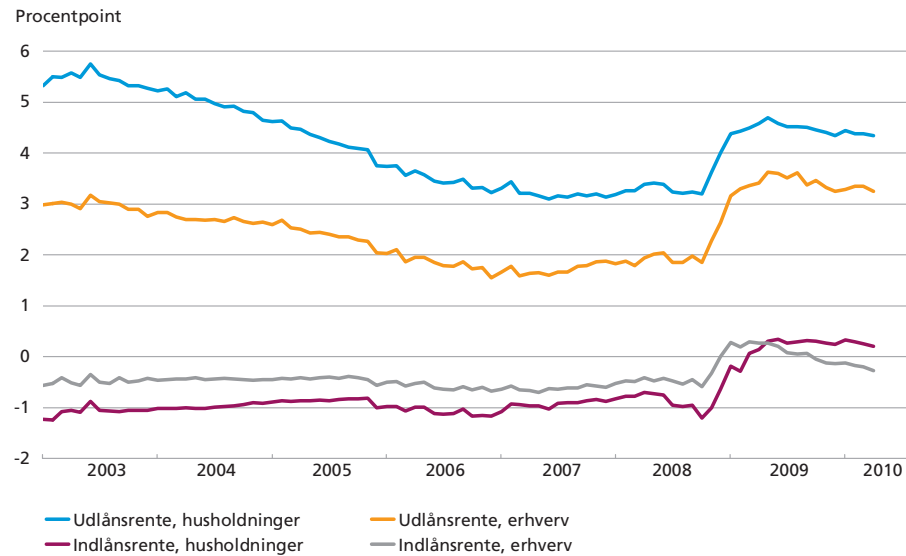


Anm.: Diskontoen er opgjort på daglig basis. Sidste observation er 4. juni 2010. Øvrige renter er månedsgennemsnit for udestående forretninger, hvor sidste observation er april 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**FORSKEL MELLEM PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNI TSRENTER OG
NATIONALBANKENS UDLÅNSRENTE**

Figur 13



Anm.: Forskellen er beregnet ud fra pengeinstitutternes renter, der er månedsgennemsnit for udestående forretninger. Sidste observation er april 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

pengeinstitutternes udlånsrenter. Forskellen er ikke blevet mindsket efterfølgende, jf. figur 13.

Pengeinstitutternes rentemarginal er steget siden efteråret 2008, hvilket skal ses i lyset af, at økonomien har været i lavkonjunktur. Historisk er rentemarginalen tidligere blevet udvidet under lavkonjunkturer, fx i 1993-94, jf. figur 14. Den seneste udvidelse dækker over, at rentemarginalen for erhverv er mere end 1 procentpoint højere end i sommeren 2008, mens rentemarginalen for husholdninger er faldet tilbage til samme niveau som i 2007. Det skal ses i sammenhæng med, at stigningen i pengeinstitutternes nedskrivninger primært berører erhvervskunder.

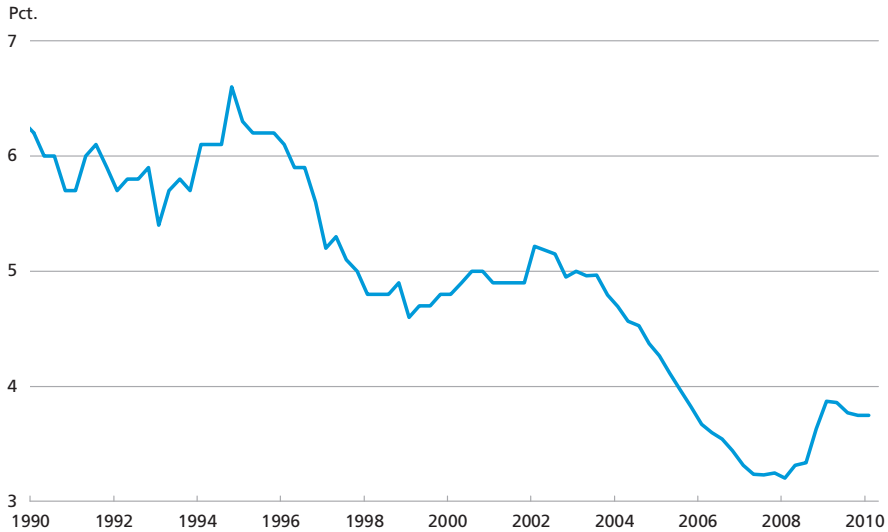
Kreditudviklingen

Faldet i pengeinstitutternes udlån er ophørt. Der har således været en svag, men positiv, vækst i udlånene til erhverv siden årsskiftet, mens udlånene til husholdningerne har ligget stort set fladt, jf. figur 15. Samtidig har realkreditinstitutterne fortsat stigende udlån til erhverv. Det samlede udlån til erhverv er steget siden årsskiftet, mens det for husholdningerne er omtrent uændret.

Ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse fastholder penge- og realkreditinstitutterne den opstramning af kreditpolitikken, som de indførte i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009. Dermed er der ifølge institutterne ikke sket erklærede lempelser i kreditpolitikken det seneste år.

PENGEINSTITUTTERNES RENTEMARGINAL

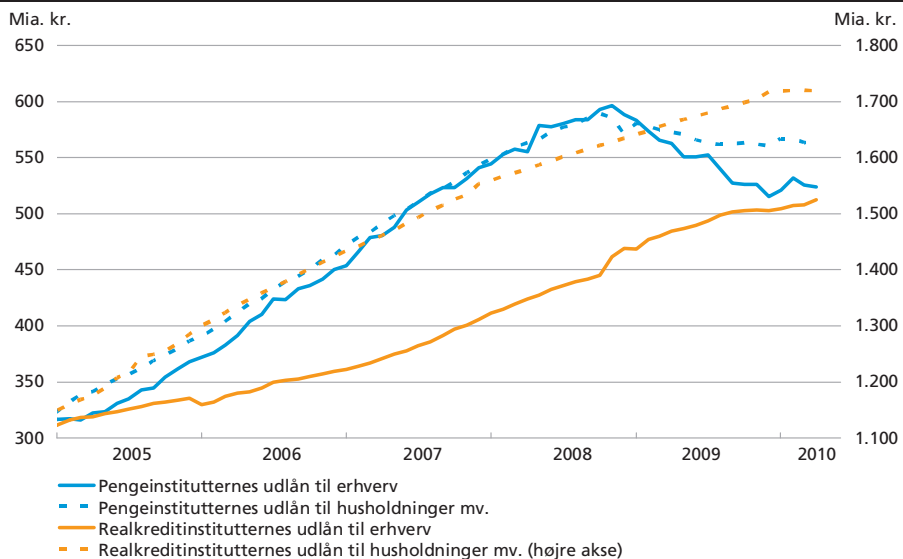
Figur 14



Anm.: Kvartalsdata. Rentemarginalen er beregnet ud fra pengeinstitutternes gennemsnitlige ind- og udlånsrenter, der er vægtede gennemsnit af renterne for udestående forretninger med offentlig forvaltning og service, ikke-finansielle selskaber og husholdninger. MFI-sektoren og andre finansielle selskaber er således ikke inkluderet. Der er korrigeret for databrud tilbage i tid. Seneste observation er 1. kvartal 2010. En diskussion af udviklingen i rentemarginalen over tid findes i Maria Carlsen og Charlotte Franck Fæste, Gennemslag fra Nationalbankens renter til pengeinstitutternes detailrenter, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2007.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV Figur 15



Anm.: Sæsonkorrigerede data. Udestående udlån fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark. Husholdninger mv. omfatter personligt ejede virksomheder, herunder landbrug. Erhverv er ikke-finansielle virksomheder. Seneste observation for udlån er april 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Udlånsundersøgelsen viser, at penge- og realkreditinstitutterne samlet set har oplevet lidt højere efterspørgsel på lån til både erhverv og private i 1. kvartal 2010 end i 4. kvartal 2009. Desuden forventer de generelt, at låneefterspørgslen fra både erhverv og private vil stige yderligere i 2. kvartal 2010. Det understøtter billedet af, at der er sket en vending i økonomien.

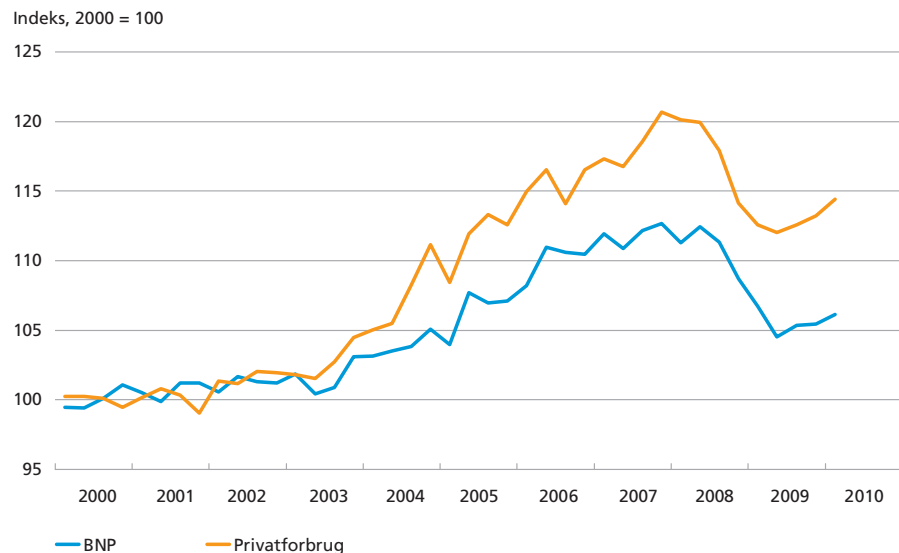
DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

Økonomisk aktivitet

Væksten i dansk økonomi fortsatte i 1. kvartal 2010, hvor BNP i mængder efter sæsonkorrektion var 0,6 pct. højere end i kvartalet før. Væksten har dermed været positiv i de seneste tre kvartaler, men kommer efter et fald i BNP på godt 7 pct., jf. figur 16. I lighed med produktionen har også det private forbrug været stigende siden midten af 2009 efter et kraftigt forudgående fald. På trods af, at økonomien nu er vendt, ligger både aktiviteten og privatforbruget dog stadig langt under niveauet fra før krisen. Vi skal formentligt helt frem til 2013, før produktionen er tilbage på samme niveau som ved krisens udbrud. I slutningen af maj 2010 er der indgået en politisk aftale om genopretning af dansk økonomi. Aftalen ventes kun at have begrænset indflydelse på den økonomiske aktivitet i 2011 og 2012, jf. boks 3.

BRUTTONATIONALPRODUKT OG PRIVATFORBRUG

Figur 16



Anm.: Kædede værdier. Seneste observation er 1. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik.

AKTIVITETSVIRKNINGER AF AFTALEN OM GENOPRETNING AF DANSK ØKONOMI

Boks 3

Regeringen og Dansk Folkeparti har i slutningen af maj 2010 indgået en aftale om genopretning af dansk økonomi. Målet med aftalen er at forbedre de offentlige finanser med 24 mia. kr. frem mod 2013. Hovedelementerne i konsolideringen er, at den samlede offentlige driftsøkonomi i 2011-13 alene må vokse med pris- og lønudviklingen, at beløbsgrænserne i skattesystemet fastholdes i perioden 2011-13, at den aftalte forhøjelse af topskattegrænsen udskydes til 2014, og endelig at den maksimale dagpengeperiode forkortes fra fire til to år. I aftalen indgår desuden en omprioritering af offentlige udgifter på 10 mia. kr. frem til 2013. Hvis planens snævre vækstramme for det offentlige forbrug overholdes, ventes realvæksten i det offentlige forbrug at blive omkring ½ pct. i 2011 og 2012 og svagt negativ i 2013.

Aktivitetsevirkningerne af aftalen vurderes i det følgende med udgangspunkt i en beregning på Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA. Grundforløbet er en opdatering af Nationalbankens prognose fra marts 2010 med den økonomiske og finansielle statistik offentliggjort frem til medio maj, idet der dog i grundforløbet forudsættes en offentlig forbrugsvækst på 1 pct. i 2011 og 2012 ligesom i regeringens 2015-plan. Grundforløbet tager højde for indfasningen af skattereformens finansieringselementer og den planlagte reduktion af de offentlige investeringer i de næste par år.

Med den samlede aftale om genopretning af dansk økonomi beregnes BNP-væksten til 1,7 og 1,9 pct. i henholdsvis 2011 og 2012, jf. tabel 2. Ledigheden når højere op og toppe lidt senere end i grundforløbet. De aftalte initiativer ændrer dog ikke ved, at ledigheden falder mærkbart fra 2011 til 2012. Underskuddet på den offentlige saldo mindskes i 2012 med 10 mia. kr. i forhold til grundforløbet.

MONA-beregningen indeholder ud over de direkte effekter af de aftalte ændringer også de afledte effekter på økonomien. Fx betyder højere indkomstskattebetalinger alt andet lige, at det private forbrug sænkes, hvilket giver lavere momsindtægter til staten. Saldoforbedringen i beregningen er derfor mindre end de direkte provenuvirkninger af aftalen. Modelberegningen indregner ikke en mulig ekspansiv virkning af, at det danske rentespænd over for udlandet kan blive lidt lavere end ellers som følge af en tillidskabende effekt af den finanspolitiske konsolidering.

Da Nationalbankens seneste prognose kun går frem til og med 2012, er de forventede virkninger af genopretningsplanen i 2013 ikke beregnet. Det må dog ventes, at planen vil virke mere kontraktivt i 2013 end i 2012, bl.a. fordi der planlægges en svagt negativ realvækst i det offentlige forbrug i 2013.

MAKROØKONOMISKE EFFEKTER
Tabel 2

	Grundforløb	Aftale om genopretning af dansk økonomi
2011		
BNP, pct. år-år	1,9	1,7
Ledige, 1.000 personer	146	151
Offentlig saldo, mia. kr.	-83	-76
2012		
BNP, pct. år-år	2,1	1,9
Ledige, 1.000 personer	118	129
Offentlig saldo, mia. kr.	-68	-58

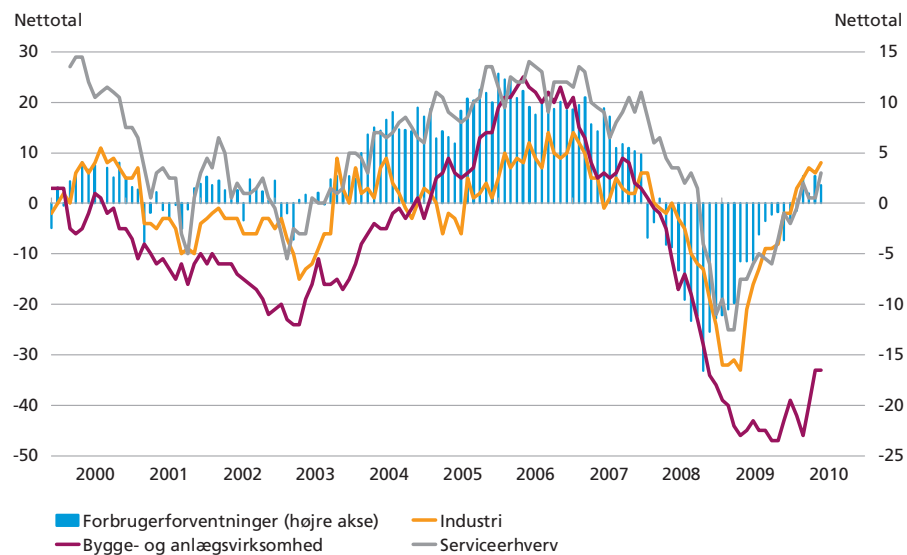
Fremgangen i det private forbrug understøttes af en betydelig fremgang i de disponible indkomster, der bl.a. skyldes lettelserne i indkomstskatten, som trådte i kraft fra januar 2010. Hertil kommer, at det lave renteniveau øger forbrugsmulighederne for husholdninger med variabelt forrentede lån, samtidig med at lave renter tilskynder til forbrug frem for opsparing. Desuden har stigende aktiekurser i samspil med en stabilisering af boligpriserne medvirket til at øge husholdningernes formue oven på det kraftige fald i 2008 og 2009.

Den moderate fremgang i økonomien afspejles i tillidsindikatorerne. Forventningerne i serviceerhvervene såvel som i industrien har været stigende over det seneste år, og tillidsindikatorerne er nu positive for begge erhverv, jf. figur 17. Byggeriet, som er hårdt ramt af krisen, er derimod stadig præget af stor pessimisme, om end der også her kan spores en vending i indikatoren. Trods den forbedrede tillid til fremtiden er antallet af konkurser i erhvervslivet fortsat på et højt niveau.

Industriproduktionen ser ud til at være stabiliseret efter nogle kraftige fald i 2008 og 1. halvår af 2009. Niveauet ligger dog stadig mere end 20 pct. under toppunktet fra primo 2008, og på trods af, at industriens forventninger til produktionen er steget, bør man ikke forvente, at produktionen hurtigt kommer tilbage på niveauet fra før krisen. Desuden kan virksomhederne i et vist omfang have benyttet tilbageslaget som anledning til at tilpasse produktionen og flytte noget af den til lande med lavere omkostningsniveauer.

FORBRUGERFORVENTNINGER OG TILLIDSINDIKATORER I ERHVERV

Figur 17



Anm.: Seneste observation er maj 2010.

Kilde: Danmarks Statistik.

Detailomsætningen faldt med 4,2 pct. fra marts til april efter en stor fremgang i marts. Det usædvanlige forløb med en kraftig stigning efterfulgt af et stort fald skyldes formentligt til dels, at den store handelsdag onsdag inden påske faldt på den sidste dag i marts, således at alle påskehelligdagene lå i april. For at se bort fra betydningen af påskens placering kan man betragte marts og april samlet. Det samlede detailsalg var i marts-april 0,1 pct. højere end i januar-februar. Dankortomsætningen indikerer en fortsat flad udvikling i detailsalget i maj. Forbrugertilliden er blevet markant forbedret gennem det seneste år og ligger nu over sit gennemsnit siden 1987. Forbrugerne forventer, at Danmarks økonomiske situation vil være bedre om et år, end den er i dag, men samtidig vurderer de, at den økonomiske situation i dag er dårligere end for et år siden.

Salget af personbiler lå i april 2010 højere end i samme måned året før. Salget til erhverv er steget mere end salget til husholdninger, hvilket til dels kan skyldes den øgede udbredelse af privatleasing. Samlet tegner konjunkturindikatorerne et positivt billede af husholdningernes situation. Da forbrugskvoten som følge af de stigende disponible indkomster endvidere er relativt lav set i et længere perspektiv, er der således udsigt til, at privatforbruget vil udvikle sig positivt i de kommende kvartaler.

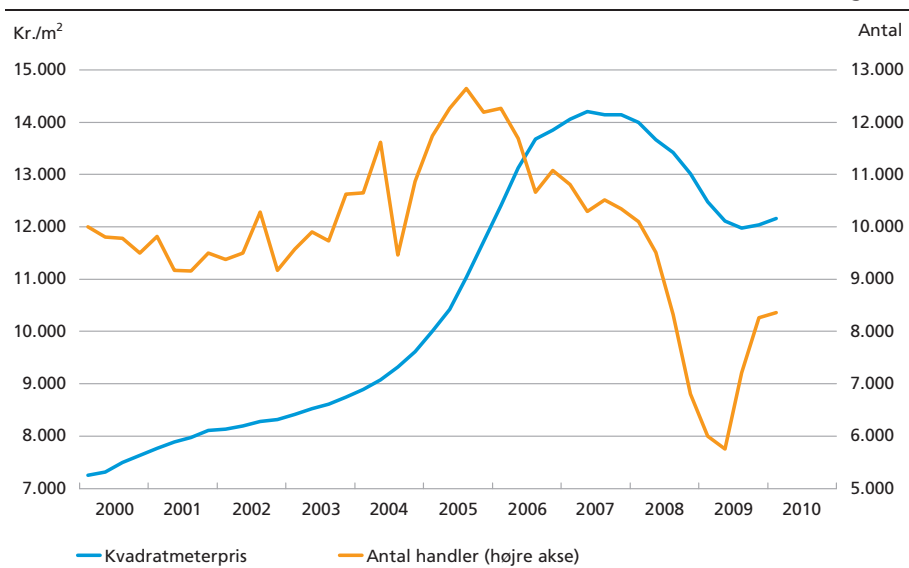
Boligmarkedet

Prisstigningerne på parcel- og rækkehuse fortsatte i 1. kvartal 2010 ifølge sæsonkorrigerede tal fra Realkreditrådet, jf. figur 18. Desuden er antallet af handler steget siden lavpunktet i 2. kvartal 2009. Det ser således ud til, at boligmarkedet oven på en kraftig korrektion nu er stabiliseret. Efter sæsonkorrektion ligger priserne nu i gennemsnit godt 14 pct. under toppunktet i 2. kvartal 2007, men den negative tendens er vendt. Vendingen er mest udtalt i hovedstadsområdet, hvor man omvendt også så de kraftigste prisfald. Der er dog stadig et stort udbud af boliger til salg, og antallet af handler ligger under det gennemsnitlige niveau siden 2000.

Boligpriserne understøttes af det lave renteniveau samt fremgang i husholdningernes disponible indkomster, og er stadig på et relativt højt niveau i forhold til den historiske trend. Antallet af tvangsauktioner er steget siden 2007, men ligger stadig langt under niveauet fra tidligere konjunkturtilbageslag. En væsentlig forskel fra tidligere er, at en langt større andel af boligerne i dag er finansieret ved lån med variabel rente, som aktuelt er meget billige. På den baggrund kan en yderligere stigning i antallet af tvangsauktioner ikke udelukkes, når renterne begynder at stige.

KONTANTPRISER OG OMSÆTNING FOR PARCEL- OG RÆKKEHUSE

Figur 18



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2010.

Kilde: Realkreditrådet.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Eksporten af varer steg med 10,1 pct. i marts efter at have ligget stort set fladt siden sommeren 2009. Der er dermed tegn på, at vendingen i verdensøkonomien begynder at afspejle sig i dansk eksport. Eksporten ligger imidlertid stadig betydeligt under niveauet fra før finanskrisen, og det er endnu for tidligt at drage håndfaste konklusioner på baggrund af tal fra en enkelt måned. Formodningen om en vending i vareeksporten understøttes dog af en bedring i industriens vurdering af eksportordrebeholdningen. Importen af varer har været stigende siden slutningen af 2009, men er over de seneste par år samlet set faldet mere end eksporten. Dermed er der stadig stort overskud på handelsbalancen for varer.

De seneste 12 måneder har der været et overskud på betalingsbalancens løbende poster på i alt på 71,1 mia. kr. sammenlignet med et overskud på 43,3 mia. kr. i de forudgående 12 måneder. Det er især overskuddet på varehandel, der er øget i forhold til året før, men også løn- og formueindkomsten er steget. Omvendt er overskuddet på handel med tjenester aftaget, hvilket hænger sammen med, at faldet i verdenshandlen er gået hårdt ud over indtægterne fra søfragt. Overskuddet på betalingsbalancen kan forventes at aftage i takt med, at den indenlandske efterspørgsel øges. På længere sigt vil faldende indtægter fra energiekseporten desuden reducere betalingsbalanceoverskuddet.

Arbejdsmarkedet

Den registrerede ledighed har stort set ligget fladt gennem de seneste seks måneder, når der korrigeres for sæsonudsving. I april var ledigheden 114.300 personer efter sæsonkorrektur, hvilket svarer til 4,1 pct. af arbejdsstyrken. Ifølge arbejdskraftundersøgelsen var den EU-harmoniserede ledighed, som også inkluderer jobsøgende, der ikke er registreret som ledige, 7,5 pct. i 1. kvartal 2010 efter egen sæsonkorrektur.

Det er usædvanligt, at ledigheden stabiliseres så tidligt under et konjunkturtilbageslag. De seneste måneders ledighedsudvikling er dog ikke nødvendigvis en indikation af, at udviklingen på arbejdsmarkedet er vendt. I boks 4 analyseres en række faktorer, som kan ligge bag den dæmpede stigning i den registrerede ledighed. Den relativt beskedne stigning i ledigheden skal bl.a. ses i sammenhæng med, at arbejdsstyrken er blevet reduceret med omtrent 100.000 personer.

LEDIGHEDSUDVIKLINGEN UNDER KONJUNKTURTILBAGESLAGET

Boks 4

Den registrerede ledighed har været næsten uændret de seneste seks måneder. Det er dog ikke nødvendigvis tegn på, at udviklingen på arbejdsmarkedet er vendt, da den registrerede ledighed ikke inkluderer alle grupper af arbejdsløse.

Siden sommeren 2008 er antallet af aktiverede steget med 24.000 personer. Aktiverede ledige indgår ikke i den registrerede ledighed, og tilgangen til aktivering dæmper derfor ledighedsstigningen. Bruttoledigheden, som er summen af aktiverede og ledige, har været svagt stigende gennem vinteren 2009-10. Dermed er der flere, som tidligere var registreret som ledige, der nu er registreret som aktiverede.

Ledige, der hverken modtager dagpenge eller kontanthjælp, indgår ikke i den registrerede ledighed. Et faldende antal forsikringsaktive i perioden siden 1995 betyder, at færre er berettiget til dagpenge sammenlignet med tidligere konjunkturtilbageslag. Personer med en likvid formue på mere end godt 10.000 kr. eller en ægtefælle med en indkomst større end to gange kontanthjælpen har endvidere ikke ret til kontanthjælp. Antallet af selvforsørgende ledige uden ret til dagpenge eller kontanthjælp er ifølge arbejdskraftundersøgelsen steget med 30.000 personer siden sommeren 2008.

Grænsependlere og anden udenlandsk arbejdskraft indgår ikke som ledige, hvis de tager hjem efter at have mistet deres job i Danmark. Antallet af udenlandske momsregistrerede virksomheder i Danmark og grænsependlere bosat i Tyskland er faldet. Indikatorer for antal pendlere bosat i Sverige er også aftaget. Samlet indikerer det, at en del af den udenlandske arbejdskraft, der kom til Danmark under det seneste opsving, igen har forladt landet.

Tilgangen af arbejdsløse til uddannelser, som giver ret til SU eller Statens Voksen Uddannelsesstøtte, SVU, er steget markant under det seneste tilbageslag. Derimod er afgangene til varige offentlige forsørgelsesydelse som fx efterløn, førtidspension og fleksjob ikke steget nævneværdigt. Der er derfor et begrundet håb om, at der vil være ledig arbejdskraft til rådighed, når økonomien igen begynder at vokse for alvor, og måske endda med en højere produktivitet, end demografien tilsiger.

Nedgangen i beskæftigelsen er alene sket i den private sektor, hvorimod den offentlige beskæftigelse under ét er steget med 16.000 personer siden 1. kvartal 2008. Antallet af nye stillingsopslag har stabiliseret sig omkring et lavpunkt på 14.000 pr. måned efter sæsonkorrektur. Til sammenligning var tallet over det dobbelte mod slutningen af den seneste højkonjunktur.

Faldet i beskæftigelsen har været mindre end faldet i produktionen, så produktiviteten indtil for nyligt har udviklet sig svagt, jf. figur 19. Det danske arbejdsmarked er karakteriseret ved, at det er relativt let for virksomhederne at tilpasse antallet af beskæftigede til det aktuelle behov for arbejdskraft. Regler om afskedigelser kan derfor ikke forklare, at virksomhederne tilsyneladende holder igen med at tilpasse beskæftigelsen til den lavere produktion. En forklaring kan være, at de forventer igen snart at skulle udvide produktionen.

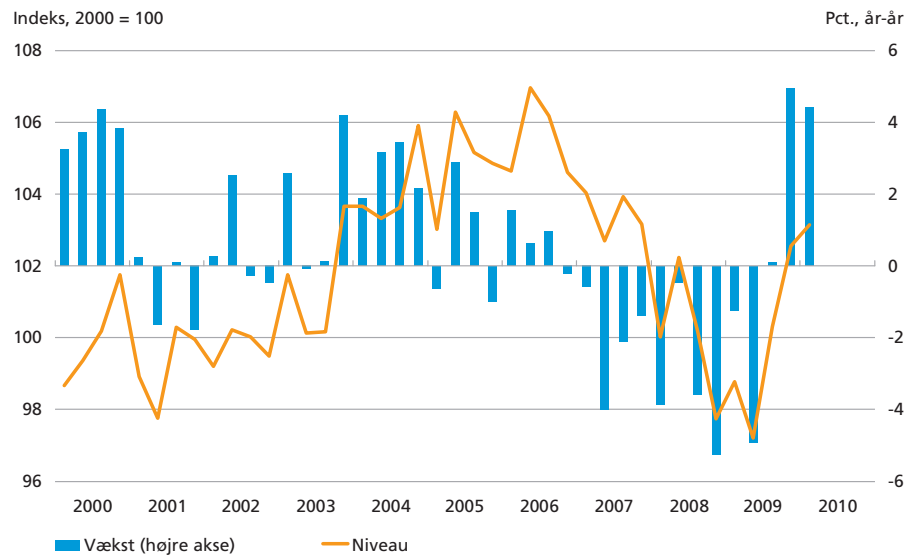
Som et element i de nyligt indgåede overenskomster indføres en fratrædelsesgodtgørelse, som virksomhederne skal udbetale til afskedigede medarbejdere, der har været ansat i minimum tre år. Dermed bliver det dyrere for virksomhederne at tilpasse beskæftigelsen ved fremtidige konjunkturtilbageslag.

Løn og priser

Lønstigningstakten på det private arbejdsmarked er dæmpet betydeligt i takt med, at presset på arbejdsmarkedet er aftaget. For Dansk Arbejds-

PRODUKTIVITET I PRIVATE BYERHVERV

Figur 19

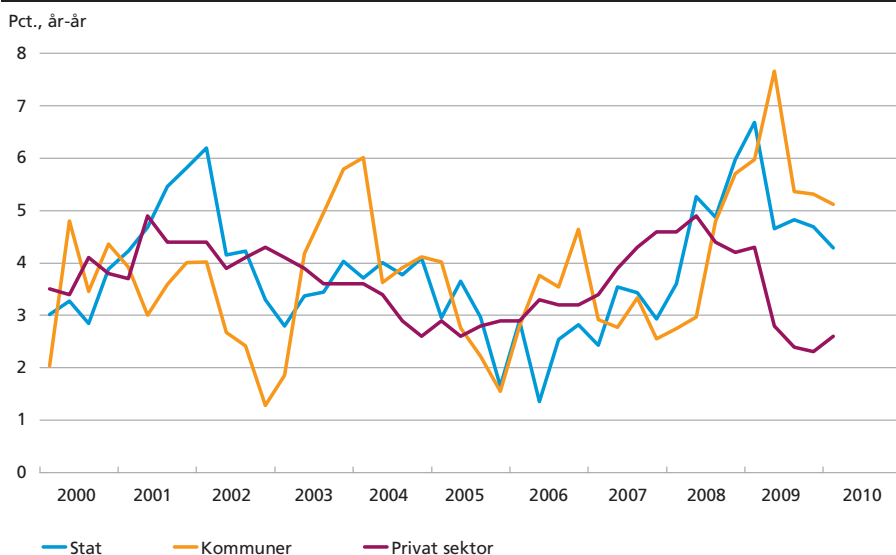


Anm.: Bruttoværditilvækst pr. beskæftiget. Seneste observation er 1. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

LØNSTIGNINGSTAKT I PRIVAT OG OFFENTLIG SEKTOR

Figur 20



Anm.: Timeløn. Seneste observation er 1. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik og Dansk Arbejdsgiverforening.

giverforenings medlemsvirksomheder var den årlige lønstigningstakt 2,6 pct. i 1. kvartal 2010, jf. figur 20. Til sammenligning toppede lønstigningstakten på 4,9 pct. i 2. kvartal 2008. Lønstigningerne var lavest inden for bygge- og anlægsvirksomhed, som har været særligt hårdt ramt af krisen.

På det offentlige arbejdsmarked har lønstigningstakten de seneste kvartaler ligget betydeligt over stigningstakten i den private sektor. Denne udvikling må forventes at vende, da det via en særlig reguleringsordning er sikret, at lønstigningstakten inden for det offentlige følger det private arbejdsmarked med en vis forsinkelse. Lønstigningstakten på det private arbejdsmarked ligger nu betydeligt under det ventede ved indgåelsen af de offentlige overenskomster, hvilket vil afspejle sig i en meget svag offentlig lønudvikling i de kommende kvartaler.

Trods afmatningen ligger lønstigningstakten i det konkurrenceudsatte industri erhverv stadig over niveauet hos vore vigtigste samhandelspartnere, som det har været tilfældet i en længere årrække. Sammenholdt med den svage produktivitetsudvikling har dette gennem en længere periode ført til en strukturel svækkelse af industriens konkurrenceevne over for udlandet.

Der er indgået overenskomster for en 2-årig periode på store dele af det private arbejdsmarked. Lønningerne på minimallønsområdet, som udgør størstedelen af de samlede overenskomster, skal efterfølgende forhandles lokalt på de enkelte virksomheder. De faktiske lønstigninger

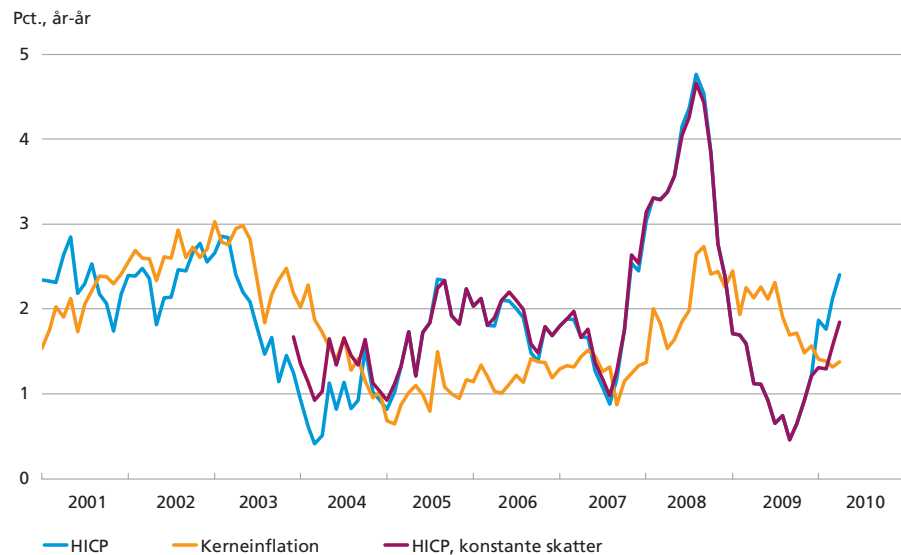
kan derfor ikke umiddelbart forudsiges ud fra overenskomsterne, men vurderet ud fra de indgåede aftaler på normallønsområdet, hvor lønstigningerne fastsættes i de centrale overenskomster, er der lagt op til beskedne lønstigninger i overenskomstperioden. De beherskede lønstigninger afspejler virksomhedernes vanskelige konkurrencesituation, men da de udenlandske lønstigninger også er aftaget betydeligt, forventes en fortsat forværring af lønkonkurrenceevnen.

Forbrugerpriserne målt ved HICP-indekset lå i april 2,4 pct. højere end i samme måned året før, jf. figur 21. Trods det svage indenlandske kapacitetspres er inflationen dermed steget siden medio 2009, hvor den nåede et lavpunkt på 0,5 pct. De højere afgifter på bl.a. tobak, der trådte i kraft ved årsskiftet, vurderes at have løftet prisstigningstakten med ca. 0,5 procentpoint. Indekset for forbrugerpriserne under antagelse af konstante skatter, HICP-CT, er således kun 1,8 pct. højere end i samme måned året før. På det seneste har stigende energipriser bidraget til at øge prisstigningstakten yderligere. Afgiftsstigningerne såvel som de højere energipriser vil dog kun påvirke inflationen midlertidigt.

Kerneinflationen, som ser bort fra ændringer i priserne på energi og fødevarer, er modsat forbrugerprisinflationen faldet siden medio 2009 og lå i april på 1,4 pct. Da kerneinflationen ekskluderer de varegrupper, som traditionelt har de mest varierende priser, kan den ses som et udtryk for den underliggende inflation. Den lave kerneinflation tyder derfor på, at stigningen i forbrugerprisinflationen er et midlertidigt fænomen.

INFLATION

Figur 21



Anm.: Seneste observation er april 2010.

Kilde: Danmarks Statistik.

Økonomisk politik

Efter et kraftigt tilbageslag i kølvandet på den internationale krise er såvel verdensøkonomien som dansk økonomi nu atter i fremgang. De seneste måneders finansielle uro og udsigterne til mærkbare finanspolitiske stramninger indebærer dog en nedadrettet risiko for det spirende opsving i Europa. Det kan derfor ikke udelukkes, at væksten på Danmarks eksportmarkeder bliver svag i de nærmeste år. Udviklingen i den samlede efterspørgsel vurderes imidlertid at være tilstrækkelig til at sikre en fortsat opgang i dansk økonomi, selv om vi formentlig skal ind i 2013, før aktiviteten er tilbage på niveauet fra før krisen.

Den aktuelle økonomiske politik er stærkt ekspansiv. De pengepolitiske renter er på et historisk lavt niveau, og markedet forventer fortsat lave renter i en periode. Desuden er finanspolitikken blevet lempet betydeligt i 2009 og 2010. Dette er dels gjort ved at fremrykke offentlige investeringer, dels ved at indfase skattereformen, så lettelserne i indkomstskatten primært bliver givet i år, mens finansieringen indfases gradvis. Endvidere er det offentlige forbrug væsentligt højere end oprindeligt planlagt.

Både penge- og finanspolitikken bidrager dermed betydeligt til at afbøde virkningerne af det økonomiske tilbageslag. De seneste måneders ledighedsudvikling tyder på, at ledigheden ikke vil stige så meget som tidligere ventet, før udviklingen på arbejdsmarkedet for alvor vender.

Underskuddet på de offentlige finanser for 2010 forventes at komme op i nærheden af 100 mia. kr. svarende til omkring 5 pct. af BNP. Finanspolitisk konsolidering er derfor en nødvendighed, ikke blot for at leve op til de formelle krav i EU's stabilitets- og vækstpagt, men også for at fastholde udlandets tillid til dansk økonomi. Forårets uro på de finansielle markeder har understreget, at lande med svage offentlige finanser risikerer at blive straffet med høje renter på statsgælden. En troværdig økonomisk politik er et værn mod, at kronen kommer under pres i perioder med finansiell uro. Troværdigheden sikres bedst ved at starte konsolideringen, før statens gæld er steget for meget. Endvidere bliver den påkrævede finanspolitiske opstramning kraftigere, jo flere år man kører med underskud og dermed opbygger gæld.

På den baggrund er det positivt, at der er indgået et politisk forlig om at konsolidere de offentlige finanser med i alt 24 mia. kr. over perioden fra 2011 til og med 2013. Det er også positivt, at forliget indeholder elementer, der må forventes at øge arbejdsudbuddet på længere sigt. Tendensen til fremgang i den private indenlandske efterspørgsel og eksporten betyder, at en gradvis konsolidering af de offentlige finanser fra 2011 ikke vil slå det spirende opsving ihjel, jf. beregningerne i boks 3 ovenfor.

Et centralt element i den netop indgåede politiske aftale om genopretning af dansk økonomi er, at væksten i det offentlige forbrug skal afdæmpes markant i forhold til tidligere. De senere års gentagne overskridelser af vækstrammerne for det offentlige forbrug viser, at det er en meget stor udfordring at gennemføre den planlagte opstramning af udgiftspolitikken. Genopretningsplanen indeholder visse justeringer af rammerne for aftalesystemet for kommunernes økonomi, som giver kommunerne en større tilskyndelse til at overholde de økonomiske rammer, der er aftalt med regeringen. Hvis det trods disse tiltag ikke lykkes at holde væksten i det offentlige forbrug inden for den aftalte ramme, vil der blive behov for nye økonomisk-politiske initiativer, der kan sikre den nødvendige konsolidering af de offentlige budgetter.

Kan kriser forudsiges?

Morten Spange, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I løbet af 2008 blev verdensøkonomien ramt af en krise, hvis lige ikke er set siden den store depression i 1930'erne. Krisen kom uventet ovenpå en usædvanligt gunstig periode med pæne vækstrater og lav inflation i de toneangivende økonomier. Man talte ligefrem om "den store moderation", da den økonomiske udvikling var blevet mærkbart mere stabil sammenlignet med tidligere årtier.

Fra sommeren 2007 begyndte det at stå klart, at ikke alt var helt så godt, som man hidtil havde troet. Et på overfladen relativt afgrænset problem med nogle amerikanske boliglån førte på rekordtid til likviditetsproblemer hos finansielle institutioner verden over. Det udviklede sig hurtigt til en egentlig finanskris, som siden har haft store realøkonomiske konsekvenser. Krisen og det efterfølgende realøkonomiske tilbageslag kom bag på næsten alle økonomer, både herhjemme og i udlandet.¹ Deres prognoser fra før krisens udbrud kom senere til at stå i et dårligt lys.

På den baggrund rejser spørgsmålet sig nu, hvorfor næsten ingen økonomer så, at en stor verdensomspændende krise var under opsejling. Artiklen starter med at se på de danske erfaringer, hvor hverken Nationalbanken, Finansministeriet, Det Økonomiske Råd, bankerne eller de internationale organisationer forudså, at vi ville blive ramt af en finansiell krise. Da den var en realitet, blev dens konsekvenser for realøkonomien dernæst konsekvent undervurderet. Set fra en snæver dansk synsvinkel kan det være fristende at betragte krisen som noget, der kom til os udefra og ikke kunne forudsiges. Det er dog næppe den fulde forklaring.

Krisen er formentlig resultatet af to indbyrdes forbundne ubalancer, som havde været under opbygning i en periode. Dels var der de såkaldte globale ubalancer, som primært dækkede over, at USA kørte med et stort underskud på betalingsbalancen, mens Tyskland og en række asiatiske økonomier, især Kina og Japan, havde store overskud. Desuden

¹ Enkelte fremtrædende økonomer pegede på risikoen ved de stigende ubalancer. De mest prominente er nok IMF's tidligere cheføkonom Raghuram G. Rajan, Rajan (2005), den tidligere leder af BIS' økonomiske afdeling William R. White, White (2006 og 2008), og Nouriel Roubini, professor ved New York University og grundlægger af Roubini Global Economics, Roubini (2006).

står det nu klart, at der har været en række alvorlige ubalancer i det finansielle system. Problemerne med de amerikanske boliglån har formentligt blot været den udløsende faktor bag en krise, som ville være kommet under alle omstændigheder.

Prognoser for den økonomiske udvikling vil altid være behæftede med betydelig usikkerhed, ikke mindst i tider med voldsomme udsving. De modeller, som typisk anvendes, når prognoserne udarbejdes, er baserede på en række økonomiske sammenhænge, som historisk har vist sig at holde nogenlunde. Imidlertid bliver økonomien til tider ramt af pludselige vendinger, der ofte hænger sammen med begivenheder på de finansielle markeder, som det var tilfældet med finanskrisen. Sådanne vendinger kan ikke forudsiges ved hjælp af de makroøkonomiske modeller, der anvendes i forbindelse med prognoser.

Interessen samler sig derfor om, hvordan man kan blive bedre til at identificere ubalancer, der fører til kraftige korrektioner af fx boligpriser og aktiekurser og en deraf følgende brat nedgang i konjunkturerne. Der er studier, bl.a. af Den Internationale Betalingsbank, BIS, og Den Internationale Valutafond, IMF, som har forsøgt at identificere indikatorer for finansielle ubalancer. Studierne finder, at faktorer som kraftig kreditvækst, stigende investeringer i boligbyggeri og store underskud på betalingsbalancen kan være tegn på ubalancer, der på lidt længere sigt fører til en korrektion med negative realøkonomiske konsekvenser til følge.

Der er dog langt fra en perfekt sammenhæng mellem signalet fra indikatorerne og efterfølgende kriser. Og selv om indikatorerne advarer om finansielle ubalancer, kan de ikke sige ret meget om tidspunktet for udbruddet af en eventuel krise. Det er dermed reelt ikke muligt med rimelig sikkerhed at forudsige kraftige vendinger i økonomien. Men hvis indikatorerne viser øget risiko for en finansiell krise, kan de bruges som en tilskyndelse til at lave yderligere analyser. I perioder, hvor indikatorerne slår ud, bør man endvidere lade en korrektion af de finansielle ubalancer indgå i sine risikoscenarier.

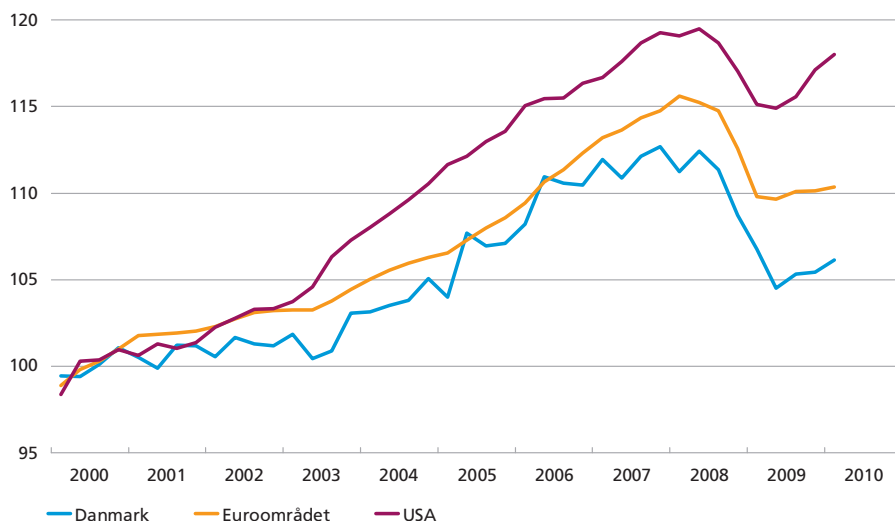
DET DANSKE TILBAGESLAG

Danmark er ligesom de fleste andre lande blevet hårdt ramt af den internationale krise. Aktiviteten faldt med 7 pct. fra 2. kvartal 2008 til 2. kvartal 2009, jf. figur 1. Selv om væksten de seneste tre kvartaler igen har været positiv, ligger bruttonationalproduktet, BNP, stadig kun på niveauet fra primo 2007. Et så kraftigt tilbageslag er ikke set herhjemme siden 2. Verdenskrig. Tilbageslaget målt ved BNP har været lidt kraftigere i Danmark end i USA og euroområdet, jf. figur 1. Det skyldes forment-

BRUTTONATIONALPRODUKT

Figur 1

Indeks, 2000 = 100



Anm.: Sæsonkorrigerede tal.

Kilde: Reuters EcoWin.

lig, at dansk økonomi forud for finanskrisen var overophedet som følge af de forudgående års kraftige højkonjunktur.¹

Styrken af det danske konjunkturtilbageslag kom bag på alle prognosemagerne. Nationalbanken, Finansministeriet og Det Økonomiske Råd nedjusterede løbende deres skøn over væksten i dansk økonomi for 2009, efterhånden som krisen udviklede sig, jf. figur 2. Prognosemagerne var i begyndelsen af 2008 enige om, at 2009 ville blive præget af relativt beskeden vækst i omegnen af 1 pct. De beskudne forventninger afspejlede en vurdering af, at dansk økonomi på det tidspunkt befandt sig betydeligt over sin kapacitetsgrænse.²

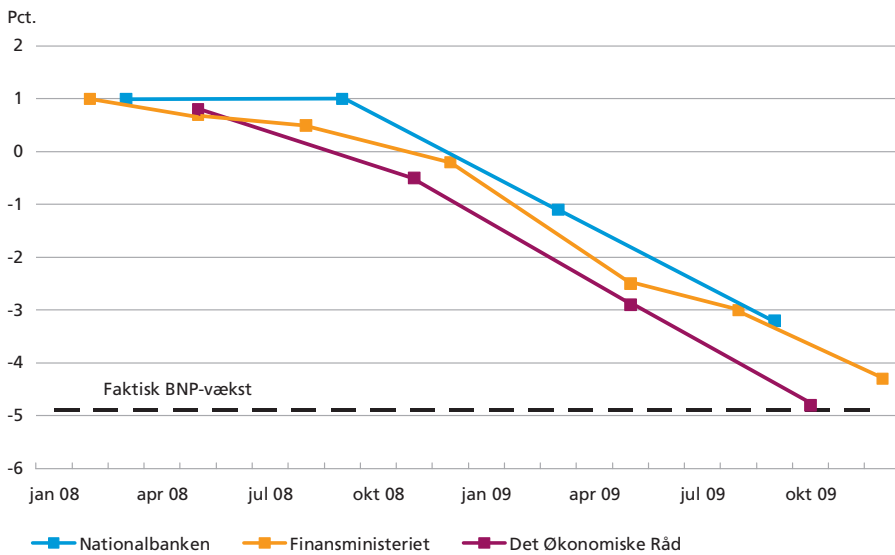
Der var således et pres på produktionsressourserne, som ikke var holdbart i længden, og en periode med lavvækst blev vurderet som uundgåelig. Men det viste sig, at BNP i 2009 frem for at stige med 1 pct. i stedet faldt med 4,9 pct. I stedet for en gradvis tilpasning til en mere holdbar kapacitetsudnyttelse kom dansk økonomi ud for en skarp korrektion, så tilbageslaget blev langt kraftigere end blot en korrektion af et for højt kapacitetspres.

¹ Se Sørensen (2010) for en analyse af det danske tilbageslag.

² Se fx Danmarks Nationalbank (2008), side 25 f.

PROGNOSER FOR BNP-VÆKST 2009

Figur 2



Kilde: Danmarks Nationalbank, Finansministeriet, Det Økonomiske Råd og Danmarks Statistik.

HVORFOR TOG PROGNOSENE FEJL?

For at forstå, hvordan prognoserne kunne tage så alvorligt fejl, er det nyttigt med en kort beskrivelse af, hvordan prognoser udarbejdes. I lighed med de fleste andre institutioner, som arbejder med makroøkonomiske prognoser, benytter Nationalbanken en økonomisk model som hjælpeværktøj. Den anvendte model, MONA, er en kvartalsmodel, hvor de økonomiske sammenhænge er beskrevet ved hjælp af en lang række ligninger. Ligningerne er estimerede på historiske data for dansk økonomi.¹

En økonomisk model er kun et hjælpeværktøj. Modellen kan give et bud på, hvordan udviklingen vil forløbe afhængigt af en række antagelser. Den kan imidlertid ikke opfange alle relevante aspekter af virkeligheden. Det er derfor op til modellens brugere at vurdere, hvordan den endelige prognose skal se ud. Brugere inddrager også information, der ikke er indeholdt i modellen, som fx tillidsindikatorer. Desuden indeholder alle prognoser en god portion judgement.

De økonomiske variable, som indgår i MONA, kan grundlæggende opdeles i to grupper. Den ene, de såkaldte endogene variable, bestemmes af modellen. Den anden, de såkaldte eksogene variable, skal brugeren af modellen selv vælge værdierne for i fremskrivningsperioden. Nogle af

¹ Se Danmarks Nationalbank (2003).

de vigtigste eksogene variable inkluderer eksportmarkedsvæksten, renter og valutakurser samt olieprisen.

For at lave en prognose skal brugeren derfor tage stilling til, hvordan disse variable forventes at udvikle sig i fremskrivningsperioden. Som regel vil man ikke antage, at de udvikler sig markant forskelligt fra deres historiske forløb. Det var også tilfældet ved Nationalbankens udarbejdelse af en intern prognose fra maj 2008. På det tidspunkt var der dog opstået betydelig usikkerhed om eksportmarkedsvæksten, og et alternativ til det centrale scenario blev derfor diskuteret, hvor eksportmarkedsvæksten blev antaget at udvikle sig svagere, end hvad der blev anset som mest sandsynligt.¹

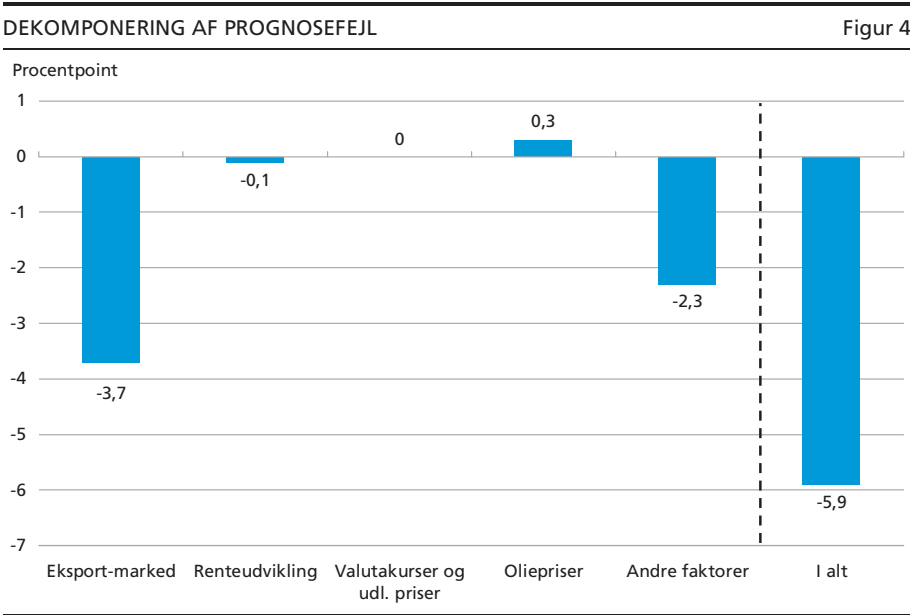
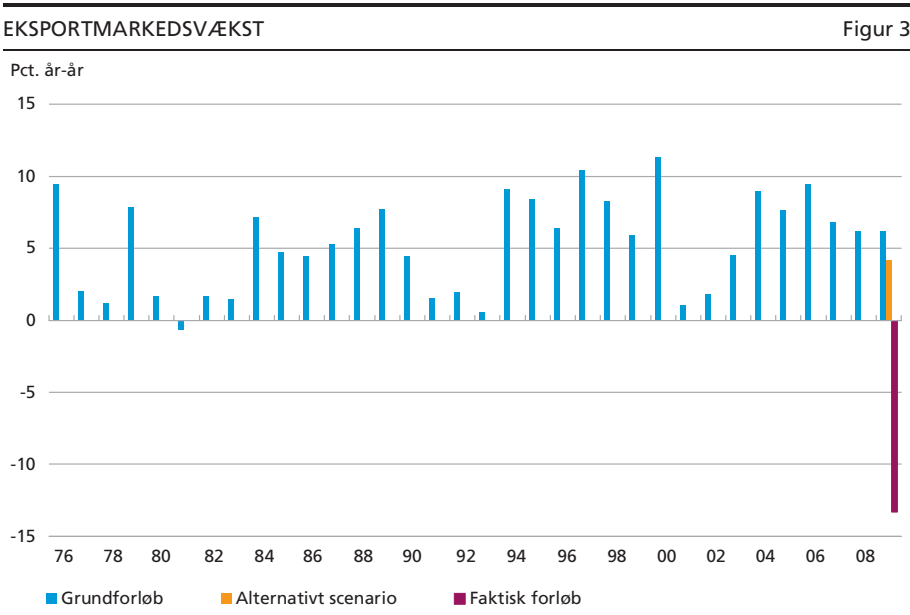
Den faktiske udvikling i eksportmarkedsvæksten blev langt svagere, end Nationalbanken havde forestillet sig, jf. figur 3. Da en stor del af de varer og serviceydelser, som produceres i Danmark, går til eksport, vil en markant svækkelse af eksportmarkederne naturligvis slå igennem på den økonomiske vækst herhjemme.

I MONA betragtes udviklingen i en del af de økonomiske variable som udefra givne. Det er som nævnt op til modellens bruger at komme med et bud på, hvordan de vil udvikle sig i løbet af prognoseperioden. Hvis de viser sig at udvikle sig forskelligt fra, hvad der blev forventet ved prognosens udarbejdelse, kan det være en forklaring på, hvorfor de størrelser, som bestemmes af modellen, også udviklede sig anderledes end forventet. Man kan derfor anvende MONA til at give et bud på, hvilke fejl i forudsætningerne der førte til fejlskønnet i de variable, som forklares i modellen, fx væksten i BNP.

Ifølge Danmarks Statistiks foreløbige tal blev BNP-væksten i 2009 5,9 procentpoint lavere end skønnet i Nationalbankens forårsprognose fra 1. kvartal 2008. Nationalbanken har ved hjælp af MONA dekomponeret afvigelsen på udefrakommende faktorer. Ifølge den mekaniske MONA-dekomponering forklarer det store fald i eksportmarkedsvæksten omtrent to tredjedele af prognosefejlen for 2009, jf. figur 4. Hverken renteudviklingen, valutakurser og udenlandske priser eller olieprisen bidrager væsentligt til at forklare fejlen. Den sidste tredjedel forklares i stedet af "andre faktorer".

"Andre faktorer" kan potentielt dække over en lang række forhold fx finanspolitik, ændringer i den private sektors forbrugs- og investeringsadfærd samt revisioner af allerede offentliggjorte data. Det store bidrag fra "andre faktorer" kan således skyldes, at finanskrisen førte til et kraftigt fald i husholdningers og virksomheders tillid til fremtiden. Det kan have reduceret efterspørgslen mere end under et normalt konjunkturtilbageslag.

¹ Se Danmarks Nationalbank (2008), side 27.



KAN KRISER FORUDSIGES?

En mulig tolkning er derfor, at krisen primært var noget, der kom til os udefra. Nationalbankens skøn for den økonomiske udvikling uden for Danmarks grænser er primært baseret på prognoser fra internationale organisationer som OECD, IMF og Europa-Kommissionen. Ingen af dem forventede et stort globalt tilbageslag forud for krisens udbrud. Det er derfor nærliggende at konkludere, at Nationalbankens prognosefejl skyldtes de internationale organisationers fejlskøn.

Det er imidlertid for simpelt blot at lægge ansvaret på de internationale organisationer. Nogle af de faktorer, som udløste den internationale krise, har også kendetegnet dansk økonomi. Det er fx bemærkelsesværdigt, hvor tidligt i konjunkturtilbageslaget de danske pengeinstitutter kom i vanskeligheder. Det tyder på, at der i det danske finansielle system var nogle ubalancer, som uundgåeligt ville føre til en korrektion.

Det store spørgsmål er, hvorfor næsten ingen så, at en krise var under opsejling. På overfladen åndede der fred og ro. Verdensøkonomien havde gennem en længere periode befundet sig i en gunstig situation med pæne vækstrater og lav inflation. Den gunstige udvikling blev understøttet af, at centralbankerne holdt renterne relativt lave. Risikopræmierne på de finansielle markeder faldt i takt med, at investorernes tillid til den økonomiske stabilitet steg, og samtidig steg deres appetit på risiko, da de lave renter førte til en "jagt på afkast".

I dag står det klart, at ikke alt var så godt, som det umiddelbart så ud til. Meget tyder på, at krisen var resultatet af to relaterede ubalancer, som havde været under opbygning i en periode. Dels var der de såkaldte globale ubalancer, som primært dækkede over, at USA kørte med et stort underskud på betalingsbalancen, mens Tyskland og en række asiatiske økonomier, herunder Kina, havde store overskud. Ubalancerne havde relativt stor opmærksomhed før krisens udbrud, men der var stor uklarhed om, hvilken betydning de ville få på lidt længere sigt. Desuden står det nu klart, at der også har været en række ubalancer i det finansielle system. På et tidspunkt ville ubalancerne formentligt under alle omstændigheder have ført til en krise. At den i dette tilfælde blev udløst af problemer med nogle amerikanske boliglån, er muligvis blot en tilfældighed.¹

Hvis man i fremtiden vil undgå store prognosefejl, samler interessen sig derfor om, hvordan man bedst kan identificere ubalancer, der på et tidspunkt vil føre til en korrektion med realøkonomiske konsekvenser. Det står klart, at de modeller, som traditionelt har været anvendt til at

¹ Se Kramp (2009) for en diskussion af ubalancerens rolle i forbindelse med den finansielle krise.

udarbejde økonomiske prognoser, ikke er egnede til at analysere makroøkonomiske ubalancer. Dermed kan de heller ikke bruges til at forudsige kraftige vendinger i økonomien. De indeholder en række økonomiske sammenhænge, som synes at holde i "normale" tider, hvor økonomien som regel langsomt vil bevæge sig mod sit langsigtede vækstspor uden store udsving.

Typisk vil man være villig til at acceptere en sådan gradvis tilbagevenden til trendvækst som det mest sandsynlige udfald. Det skyldes, at man reelt ikke ved ret meget om, hvad der kommer til at ske på to års sigt. Man har dermed sjældent en stærk grund til at mene, at økonomien udvikler sig enten stærkere eller svagere end sin historiske trend. Derfor ligger fx Det Økonomiske Råd skøn for væksten to år frem i de fleste tilfælde tæt på økonomiens skønnede trendvækst på knap 2 pct. årligt, jf. figur 5.¹ Sandsynligheden for, at væksten to år fremme rent faktisk ender på trenden, er dog relativt lille, da økonomien i den mellemliggende periode ofte vil blive ramt af en række hændelser, som påvirker væksten i positiv eller negativ retning. Det er blot ikke muligt at forudsige hændelserne flere år frem, men hvis der kommer lige mange positive og negative overraskelser, bør prognoserne i gennemsnit ramme rigtigt over tid.

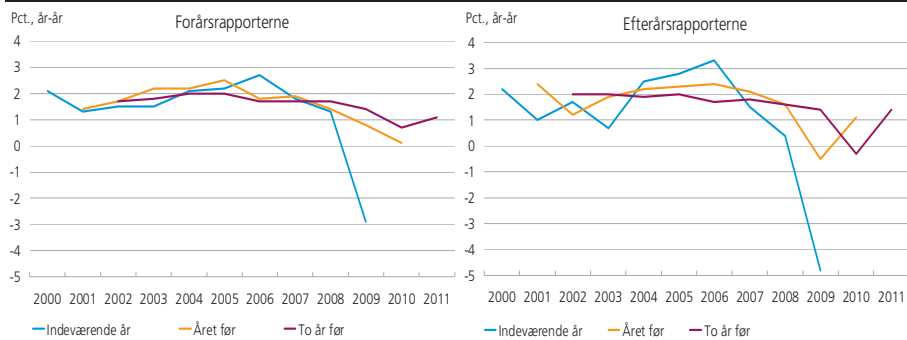
De traditionelle modeller kan primært anvendes, når økonomien befinder sig i en "normal" tilstand. Derimod kommer de til kort, når der sker mere usædvanlige begivenheder, som sætter de kendte sammenhænge ud af kraft. Fx kan det tænkes, at en finansiell krise påvirker brugernes tillid til fremtiden i en sådan grad, at deres efterspørgsel falder mere end under en normal konjunkturedgang. Desuden kan globaliseringen på det realøkonomiske såvel som det finansielle område have medført, at krisen har spredt sig hurtigere over landegrænser, end man hidtil har oplevet. Det vil give sig udslag i, at de estimerede relationer i modellerne ikke holder. I stedet må modellens brugere supplere med deres egne vurderinger af, hvordan økonomien ventes at udvikle sig.

Et andet aspekt af den aktuelle krise er, at den finansielle sektor er yderst sparsomt modelleret i de modeller, som centralbanker og andre institutioner typisk anvender, når de udarbejder økonomiske prognoser. Finansielle kriser kan derfor slet ikke opstå i disse modeller. Desuden er det ikke muligt at analysere samspillet mellem den finansielle sektor og realøkonomien på tilfredsstillende vis i de eksisterende modeller. Der må derfor alternative metoder på bordet, hvis man ønsker at forudsige kriserne.

¹ Pointen illustreres ved hjælp af skøn fra Det Økonomiske Råd, da Nationalbankens egne prognoser ikke blev offentliggjort før 2007. En tilsvarende figur baseret på Nationalbankens skøn ville imidlertid vise et tilsvarende billede.

DET ØKONOMISKE RÅDS SKØN

Figur 5



Kilde: Det Økonomiske Råd.

Indikatorer for finansielle kriser

For at forudsige finansielle kriser, som leder til kraftige vendinger i den økonomiske udvikling, må man supplere de traditionelle makroøkonomiske modeller med mere skræddersyede metoder. Som et eksempel findes der en række studier, der har forsøgt at opstille indikatorer for finansielle ubalancer. Den typiske fremgangsmåde er at identificere et antal finansielle kriser for en række lande. Derpå har man undersøgt, om der er en sammenhæng mellem kriserne og udviklingen i en række økonomiske variable i tiden op til krisens udbrud. Hvis man kan identificere en sådan sammenhæng, har man dermed fundet frem til nogle faktorer, som potentielt kan bruges til at advare mod fremtidige kriser.

Ledende medarbejdere hos BIS har gennem en årrække haft fokus på mulighederne for at identificere finansielle ubalancer, se fx Borio og Lowe (2002 og 2004). Deres primære budskab er, at finansielle kriser ofte er opstået i kølvandet på perioder med kraftig kreditvækst i kombination med stigende aktivpriser. Det er tilsyneladende især kombinationen af de to, som kan være skadelig for realøkonomien, hvorimod fx store udsving i aktivpriserne har mindre effekt, hvis de ikke er relateret til overnormal kreditgivning.

Forfatterne konstruerer indikatorer for finansielle ubalancer, som slår ud, når kreditvækst og stigninger i aktivpriserne simultant overstiger en grænse, som er fastsat ud fra to modsatrettede hensyn. Hvis grænsen sættes for højt, vil der sjældent blive slået alarm, og indikatoren vil ikke forudse ret mange kriser. Hvis grænsen omvendt sættes for lavt, vil det føre til et stort antal falske alarmer. På basis af indikatorerne ville man ifølge Borio og Lowe (2004) kunne have forudsagt op mod tre fjerdedele af de identificerede kriser med en horisont på 4-5 år. Antallet af "falske alarmer" er tilmed lavt; kun ca. 2 pct. vil være "støj".

Som følge af krisen er der på det seneste kommet mere fokus på emnet. Fx har IMF for nylig studeret potentielle indikatorer for finansielle kriser.¹ Studiet er baseret på data for 21 industrilande, herunder Danmark, for perioden 1970-2008. Kriser er defineret ved, at et 4 kvartalers glidende gennemsnit af enten boligpriserne eller aktiekurserne falder mere end en grænse, som er fastsat til 5 pct. for boligpriser og 20 pct. for aktiekurser. Baseret herpå identificerer IMF 47 korrektioner på boligmarkedet og 98 på aktiemarkedet. Det første år efter en korrektion af boligpriserne falder BNP i gennemsnit med 4,25 pct. under trend, mens det tilsvarende fald efter en korrektion i aktiekurserne er på 1,25 pct. Begge typer af korrektioner har således generelt væsentlige realøkonomiske konsekvenser.

Overordnet finder IMF, at perioden forud for en korrektion på enten aktie- eller boligmarkedet typisk er karakteriseret ved kraftig udlånsvækst, en stor stigning i investeringernes andel af BNP og stærkt stigende priser på finansielle aktiver. Derimod kan IMF ikke identificere noget særligt mønster for inflation og vækst forud for en korrektion. IMF's konklusioner på dette punkt er dermed meget lig dem, som BIS er kommet frem til. På baggrund af de etablerede sammenhænge har IMF konstrueret en indikator for en forestående korrektion. Hvis en kombination af kreditgivning, betalingsbalanceunderskud og boliginvesteringer når et vist niveau, vil indikatoren slå alarm.

Hensigten med indikatoren er, at den skal slå alarm, når der er en overnormal sandsynlighed for, at der snart vil finde en korrektion sted på enten bolig- eller aktiemarkedet. Sandsynlighederne for, at der finder en korrektion sted inden for en horisont på 1-3 år uafhængigt af, om der er blevet slået alarm eller ej, er ca. 14 pct. for boligpriser og 29 pct. for aktiekurser. Sandsynligheden for, at der finder en korrektion sted, i de situationer hvor indikatoren slår alarm, skal derfor være højere end henholdsvis 14 og 29 pct., før indikatoren har værdi.

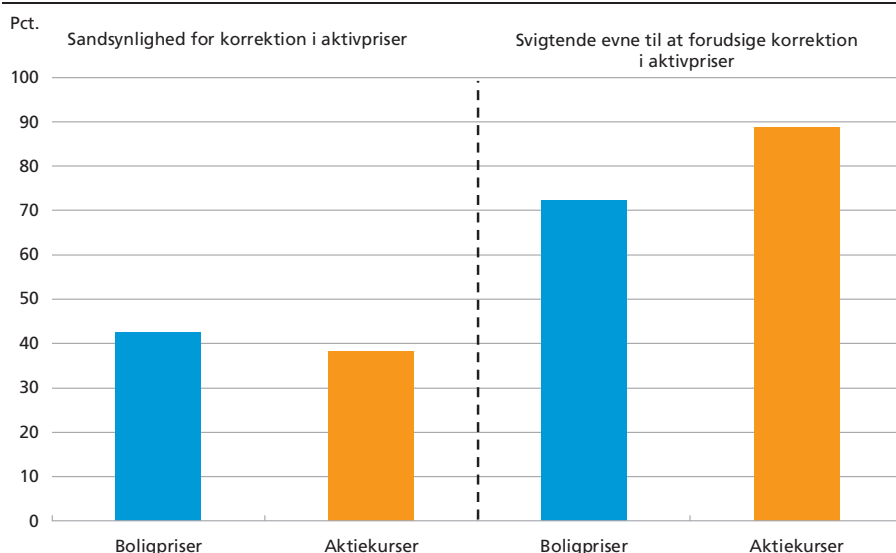
Baseret på data for 1985-2008 finder IMF, at en alarm øger sandsynligheden for en korrektion med omtrent 40 procentpoint for både boligpriser og aktiekurser, jf. de to søjler til venstre i figur 6. Der er således en markant forøget sandsynlighed for en korrektion i de tilfælde, hvor indikatoren slår alarm. En alarm bør derfor som minimum give anledning til, at myndighederne er ekstra opmærksomme på, om der er ubalancer under opbygning.

Det er ikke alle kriser, som opfanges af indikatoren. Den misser således over 70 pct. af boligpriskorrektionerne og næsten 90 pct. af korrektio-
nerne på aktiemarkedet, jf. de to søjler til højre i figur 6. Indikatoren

¹ Se IMF (2009).

INDIKATORER FOR KORREKTION I AKTIVPRISER

Figur 6



Anm.: Søjlerne til venstre angiver, hvor meget sandsynligheden for en korrektion inden for en horisont på 1-3 år øges, når der slås alarm, sammenlignet med sandsynligheden for en korrektion uafhængigt af, om der slås alarm eller ej. Søjlerne til højre angiver sandsynligheden for, at indikatoren i et givet kvartal undlader at opfange en krise, som opstår 1-3 år senere.

Kilde: IMF.

er dermed ret svag, og IMF's resultater synes ikke at understøtte BIS' mere optimistiske syn på mulighederne for at forudsige finansielle kriser på trods af, at der er nogenlunde enighed om, hvilke indikatorer man bør se på. Desuden kan man indvende, at en horisont på 1-3 år ikke er særligt præcis.

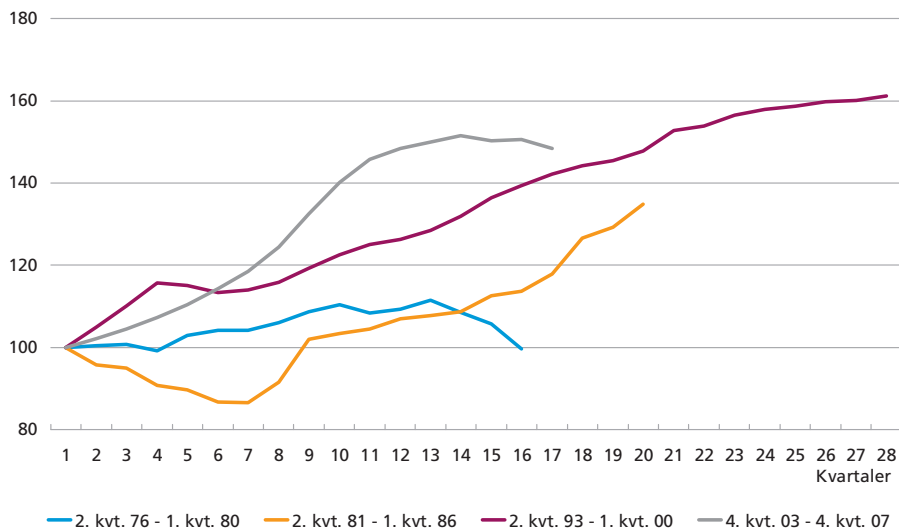
Der findes endvidere studier, hvor resultaterne synes endnu mindre lovende. Fx har Rose og Spiegel (2009) på baggrund af et omfattende studie af mere end 60 potentielle indikatorer for 107 lande undersøgt, om landespecifikke faktorer kan forklare, hvor hårdt de enkelte lande blev ramt af krisen. På baggrund af resultaterne fra BIS og IMF kunne man fx forestille sig, at lande, som har oplevet kraftig vækst i udlånet, ville være blevet relativt hårdt ramt af krisen. Men Rose og Spiegel finder ikke nogen sammenhæng mellem værdien af indikatorerne og den udstrækning, i hvilken det enkelte land blev ramt af krisen.

Rose og Spiegels studie adskiller sig på en række punkter fra analyserne fra BIS og IMF. De fokuserer bl.a. kun på den seneste krise, mens de omvendt har inkluderet et bredere udsnit af lande. Desuden er der en række væsentlige forskelle i metodevalg, som kan forklare forskellen i konklusion. Rose og Spiegels resultater gør dem skeptiske over for mulighederne for at udvikle indikatorer for finansielle kriser. Det er imidlertid et område, som man må forvente en betydelig interesse for i tiden fremover.

UDVIKLING I REALE BOLIGPRISER

Figur 7

Start af opsving = 100



Anm.: X-aksen viser antal kvartaler siden opsvingets begyndelse.
Kilde: MONA's databank.

DANSKE INDIKATIONER AF UBALANCER

Som det fremgår af diskussionen ovenfor, er der ikke enighed om muligheden for at forudsige finansielle kriser. Baseret på de empiriske studier samler interessen sig om faktorer som udlånsvækst, investeringsandelen, aktiekurser og boligpriser. I det følgende vil vi se på, hvordan disse faktorer udviklede sig i Danmark op til krisens udbrud sammenlignet med tidligere højkonjunkturer.¹

Stigende boligpriser er blevet identificeret som en mulig indikator for finansielle ubalancer. De danske huspriser steg næsten uafbrudt fra 1993 til 2007, men stigningen var særligt kraftig i årene op til krisens udbrud, jf. figur 7.

Aktiekurserne blev omtrent fordoblet over en 4-årig periode op til krisens udbrud, jf. figur 8. Det er en kraftig stigning sammenlignet med udviklingen under tidligere højkonjunkturer, og kan i lighed med prisstigningerne på boligmarkedet ses som et signal på mulige ubalancer.

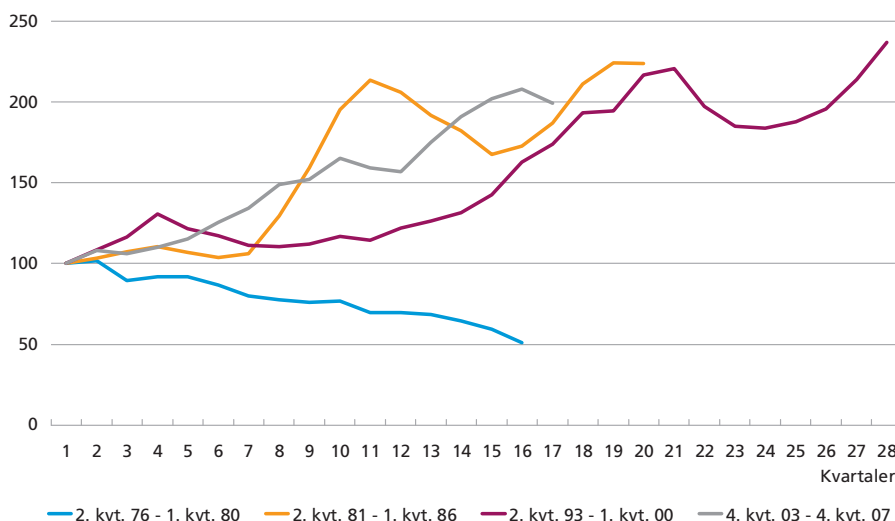
De omtalte studier fra BIS har konkluderet, at stigende aktivpriser især er risikable, når de sker i sammenhæng med kraftigt stigende udlån. Un-

¹ Se også Pedersen og Sørensen (2009).

AKTIEKURSER

Figur 8

Start af opsving = 100



Anm.: X-aksen viser antallet af kvartaler siden opsvingets begyndelse.

Kilde: MONA's databank og egne beregninger.

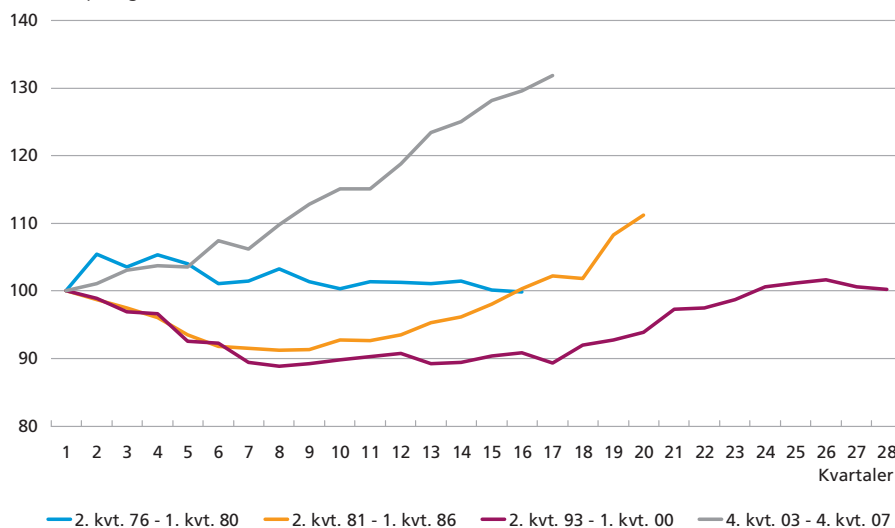
der den seneste højkonjunktur er det samlede udlån i forhold til BNP steget langt kraftigere end under de tidligere højkonjunkturer, jf. figur 9.

I Danmark er det stigende udlån sket i samspil med en kraftig stigning i pengeinstitutternes indlånsunderskud. Hvor de samlede indlån i penge-

SAMLET UDLÅN I FORHOLD TIL BNP

Figur 9

Start af opsving = 100

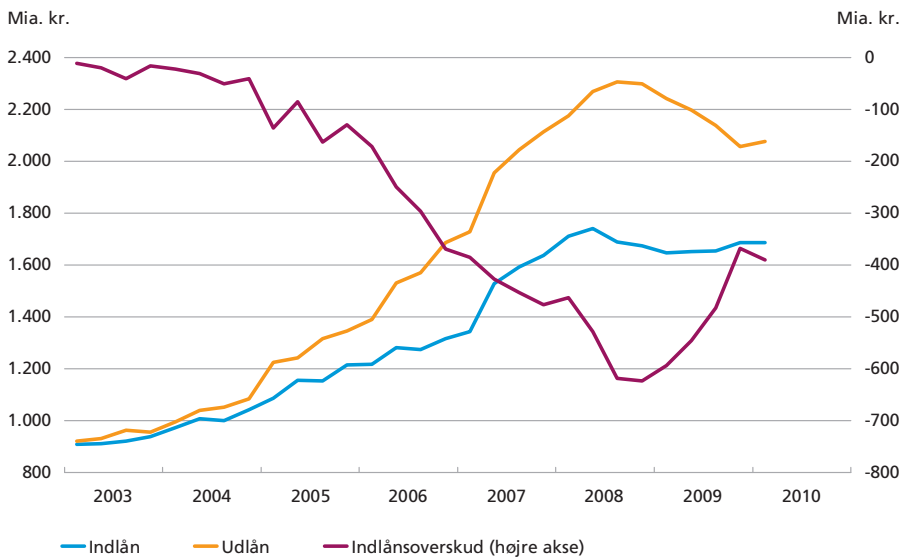


Anm.: X-aksen viser antal kvartaler siden opsvingets begyndelse.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

IND- OG UDLÅN I DANSKE PENGEINSTITUTTER

Figur 10



Kilde: Danmarks Nationalbank.

institutter i 2003 stort set svarede til de samlede udlån, var der i 2008 opstået et indlånsunderskud svarende til ca. 25 pct. af det samlede udlån, jf. figur 10. Det store indlånsunderskud har formentligt været en medvirkende årsag til, at pengeinstitutterne så hurtigt kom i vanskeligheder, da de fik problemer med at finansiere sig på kapitalmarkederne.

Det står således klart, at dansk økonomi i tiden op til krisens udbrud besad en række af de karakteristika, som BIS og IMF har identificeret som mulige indikatorer for finansielle ubalancer. Som diskuteret ovenfor er det dog langt fra altid, at disse forhold fører til en krise.

LITTERATUR

Borio, Claudio og Philip Lowe (2002), Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, *BIS Working Paper*, nr. 114.

Borio, Claudio og Philip Lowe (2004), Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?, *BIS Working Paper*, nr. 157.

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

Danmarks Nationalbank (2008), *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Kramp, Paul Lassenius (2009), Globale ubalancer og den finansielle krise, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

International Monetary Fund (2009), Lessons for monetary policy from asset price fluctuations, *World Economic Outlook*, oktober, kapitel 3.

Pedersen, Erik Haller og Søren Vester Sørensen (2009), Konjunktur, aktivpriser og kreditgivning, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Rajan, Raghuram G. (2005), Has financial development made the world riskier?, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, august, side 369.

Rose, Andrew K. og Mark M. Spiegel (2009), Cross-country causes and consequences of the 2008 crisis: early warning. *NBER Working Paper*, nr. 15357.

Roubini, Nouriel (2006), Tale ved møde i IMF, 7. september.

Sørensen, Peter Birch (2010), Nedturen i dansk økonomi: Hvor meget var selvforskyldt?, *Samfundsøkonomen*, nr. 1, marts.

White, William R. (2006), Is price stability enough?, *BIS Working Paper*, nr. 205.

White, William R. (2008), Globalisation and the determinants of domestic inflation, *BIS Working Paper*, nr. 250.

Finansiering, investering og forbrug i Danmark og euroområdet

Agnethe Christensen, Carina Kjersgaard Friis og Elena Kabatchenko, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Samspillet mellem den reale og den finansielle del af økonomien er vigtigt for forståelsen af konjunkturforløb. Betydningen af samspillet er steget i takt med de senere års stigning i husholdningernes finansielle balancer og en deraf følgende øget eksponering over for udviklingen på de finansielle markeder. Opbygningen af de finansielle balancer er bl.a. et resultat af vide muligheder for at finansiere investeringer mod sikkerhed i reale og finansielle aktiver.

Nationalbanken og Danmarks Statistik har siden årsskiftet offentliggjort sammenhængende kvartalsvise tal for det finansielle og ikke-finansielle sektoropdelte nationalregnskab. Den nye analytiske ramme gør det bl.a. muligt at vise et sammenhængende billede af danskernes indkomst, forbrug, formue, opsparing, investering og låntagning. Den kaster også nyt lys over erhvervsvirksomhedernes investeringer og den bagvedliggende interne og eksterne finansiering. Det sammenhængende nationalregnskab giver dermed et bedre grundlag for at analysere og forstå konjunkturudviklingen.

ECB har siden 2007 offentliggjort et sammenhængende kvartalsvis nationalregnskab for hele euroområdet. Der er fokus på fremover også at kunne producere tilsvarende ensartede opgørelser for de enkelte eurolande. Den nye sammenhæng i det danske kvartalsvise sektoropdelte nationalregnskab forbedrer derfor også grundlaget for at sammenligne internationalt¹.

Artiklen fokuserer primært på de seneste seks år, hvor dansk økonomi har gennemgået både et kraftigt konjunkturopsving og et brat tilbageslag. Den markante udvikling i finansiering, investeringer og forbrug hos husholdningerne og de ikke-finansielle selskaber (erhvervsvirksomhederne) beskrives, og der bliver draget paralleller til udviklingen i euroområdet.

¹ I USA arbejdes der på tilsvarende sammenhæng i nationalregnskabet.

Overordnet set er perioden kendetegnet ved et vedvarende nettofinansieringsbehov hos de danske husholdninger. Omfanget steg fra 2004-05 og faldt igen fra udgangen af 2008. Behovet for finansiering er et resultat af, at de reale investeringer (husholdningernes udgifter til fx boligforbedringer og nybyggeri) i hele perioden overstiger opsparingen. Lignende konjunkturudsving i husholdningernes finansielle og reale investeringer genfindes i euroområdet, dog med den forskel, at her overstiger opsparingen de reale investeringer. Husholdningerne i euroområdet har derfor et løbende nettoplaceringsbehov. Forskellene i niveau mellem Danmark og euroområdet kan skyldes en række strukturelle forskelle i fx systemer for boligfinansiering og pension. I artiklen er fokus imidlertid fortrinsvis på ændringer i niveauet.

De danske husholdninger har i stort omfang optaget lån for at finansiere stigende finansielle investeringer i fx aktier og obligationer. Det har resulteret i en markant opbygning af balancer og gjort husholdningernes eksponering over for udviklingen på de finansielle markeder større. Det kan også aflæses i de store bevægelser, der har været i de finansielle nettoformuer. Udviklingen i formuerne viser sig at have en tæt sammenhæng med forbruget og de reale investeringer.

De danske erhvervsvirksomheder har ligesom husholdningerne i store dele af perioden haft et nettofinansieringsbehov. Det er en følge af, at de reale investeringer i produktionsapparat og opbygning af lagre siden 2006 og frem til efteråret 2009 løbende har oversteget opsparingen. Ligesom for husholdningerne ses en sammenhæng med udviklingen i konjunkturerne. Som følge af fald i investeringerne og stigende opsparring til sidst i perioden er virksomhedernes nettofinansieringsbehov således vendt til et nettoplaceringsbehov.

Udviklingen i nettofinansieringsbehovet og i virksomhedernes finansielle investeringer skal ses i sammenhæng med deres finansiering på de finansielle markeder (den eksterne finansiering). I løbet af 2009 – samtidig med faldet i nettofinansieringsbehovet – sker der et markant fald i de finansielle investeringer og en opbremsning i den eksterne finansiering. I 2009 har virksomhederne således afviklet korte lån og reduceret væksten i de lange lån.

NY SAMMENHÆNG I DET KVARTALSVISE SEKTOROPDELTE NATIONALREGNSKAB

Siden årsskiftet har Nationalbanken i samarbejde med Danmarks Statistik offentliggjort et sammenhængende kvartalsvis nationalregnskab med én konsistent opgørelse af de enkelte sektors nettofordrings-erhvervelse, NFE, jf. boks 1.

**NETTOFORDRINGSERHVERVELSEN I DEN REALE OG DEN FINANSIELLE DEL
AF NATIONALREGNSKABET**

Boks 1

Nettofordringserhvervelsen, NFE, binder den reale og den finansielle side af nationalregnskabet sammen. Set fra den reale side er NFE et udtryk for, om der efter forbrug og reale investeringer er et overskud og dermed et netto*placerings*behov på de finansielle markeder, eller om der er et underskud og dermed et netto*finansierings*behov. NFE er set fra den finansielle side et udtryk for forskellen mellem transaktioner i finansielle aktiver og passiver. Er nettotransaktionerne positive, er der placeret kapital på de finansielle markeder og omvendt. NFE opgjort fra den finansielle og den reale side må derfor nødvendigvis være identisk.

HUSHOLDNINGERNES NFE

Tabel 1

Mia. kr.

4. kvartal 2009

Disponibel bruttoindkomst (B.6g)	208,8
Korrektion for husholdningernes formue i pensionskassereserver (P.8)	19,7
Disponibel bruttoindkomst, korrigeret (B.6g+P.8)	228,5
Forbrugsudgift (P.31)	213,7
Bruttoopsparing (B.8g)	14,9
Kapitaloverførsler, netto (D.9)	-0,4
Reale investeringer (P.5+K.2)	21,1
NFE (B.9)	-6,6
Transaktioner i finansielle aktiver	46,3
Transaktioner i finansielle passiver	52,9

Anm.: Udvalgte transaktioner fra den finansielle og den reale del af nationalregnskabet. Parentesen efter række-
navnet angiver postens eventuelle ESA95-nationalregnskabskode.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Indholdet af NFE i den reale og den finansielle del af nationalregnskabet illustreres i det følgende med udgangspunkt i husholdningssektoren.

Husholdningerne modtager i løbet af et kvartal indkomster i form af bl.a. løn, (netto)renteindtægter og udbytter, og de betaler bl.a. skatter. Transaktionerne udgør tilsammen husholdningernes disponible bruttoindkomst korrigeret for ændringer i formuen i pensionskassereserver. Korrektionen betyder, at indbetalinger til pensionskasser samt renter og udbytter fra investering af pensionskassereserver indgår som en del af den korrigerede disponible indkomst¹. Dermed er opgørelsen af både den korrigerede disponible bruttoindkomst samt opsparings- og investeringskvoterne uafhængig af den valgte investeringsform (gennem pensionsselskab eller direkte investering i aktier, obligationer mv.), hvilket øger sammenligneligheden på tværs af lande.

Fratrækkes den disponible indkomst husholdningernes forbrug af fx mad, tøj og varige forbrugsgoder, bl.a. biler og hårde hvidevarer, findes bruttoopsparingen. Herefter findes NFE ved at tillægge kapitaloverførsler og fratrække udgifter til reale investeringer i fx nybyggeri og boligforbedringer.

I den finansielle del af nationalregnskabet genfindes NFE som husholdningernes finansielle nettotransaktioner på aktivsiden fratrækket nettotransaktioner på passivsiden. Nettotransaktionerne omfatter bl.a. køb og salg af aktier og obligationer, indbetalinger til pensionsselskaber, indskud i banker samt afdrag og optagelse af lån.

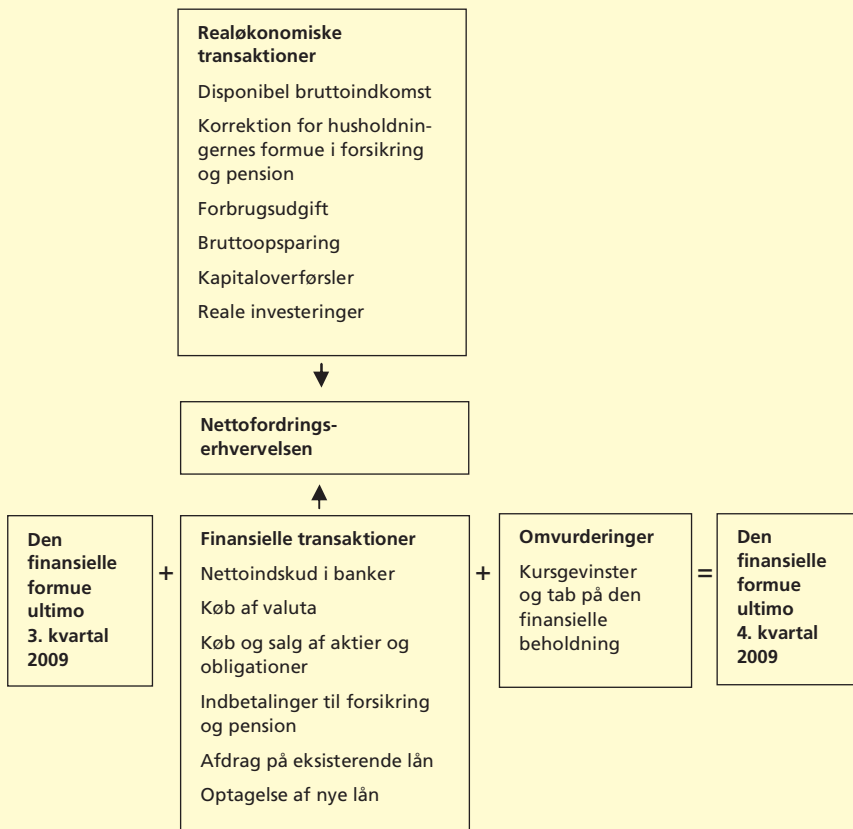
FORTSAT

Boks 1

De finansielle sektorkonti består ud over opgørelser af transaktioner også af opgørelser af omvurderinger og formuer (balancer). Nettotransaktionerne, der skaber sammenhængen til den reale økonomi, er dermed også et element i at forklare udviklingen i husholdningernes finansielle balancer og nettoformue². Omvurderingerne, dvs. kursgevinster og tab på fx aktier, obligationer og pensionsformuen, regnes i nationalregnskabets terminologi ikke som en løbende indkomst og indgår derfor ikke i opgørelsen af den reale del af systemet.

DET SAMMENHÆNGENDE NATIONALREGNSKAB
(HUSHOLDNINGSSEKTOREN)

Figur 1



¹ Såvel reinvesterede udbytter og renteindtægter fra investeringer af pensionskassereserver som nettoindbetalinger indgår i de finansielle transaktioner i forsikringstekniske reserver.

² Desuden findes en konto for "andre mængdemæssige ændringer". Her tilskrives den del af ændringer i husholdningernes formue, der fx skyldes lån, der erklæres værdiløse, eller enheder, der skifter sektor.

NFE opstilles for alle sektorer i den danske økonomi og for udlandet over for Danmark. NFE viser for hver enkelt sektor, om den har været nettolåntager eller nettolångiver i en given periode. Opgørelsen viser dermed de forskellige sektors behov for at få tilført eller placeret fi-

telser til tab og realiserede tab påvirker ikke NFE direkte, men øger kravene til den primære indtjening, hvorved NFE øges¹.

I modsætning til den offentlige og den finansielle sektor har husholdningerne i løbet af opgangskonjunkturen 2003-07² øget deres finansieringsbehov, men i takt med opbremsningen i økonomien er det formindsket betydeligt.

For erhvervsvirksomhederne ses et mere nuanceret billede med et generelt placeringsbehov frem til slutningen af 2005, hvorefter det vender til et finansieringsbehov som følge af stigende investeringer i produktionsapparatet. Virksomhedernes finansieringsbehov mindskes dog atter i løbet af 2009 for til sidst helt at forsvinde.

I næste afsnit ses der nærmere på husholdningernes gældsætning i årene op til den finansielle krise, mens der for erhvervsvirksomhederne fokuseres på det konjunkturbestemte mønster i finansieringsbehovet og -sammensætningen.

HUSHOLDNINGERNE

Efter en årrække med konjunkturfremgang, hvor de finansielle formuer voksede hurtigere end den disponible indkomst, faldt husholdningernes finansielle nettoformue fra midten af 2007 og frem til begyndelsen af 2009. Herefter er nettoformuen, målt i forhold til den disponible indkomst, atter begyndt at stige, jf. figur 3.

Udviklingen i den finansielle nettoformue har overordnet set været drevet af kursgevinster og tab på værdipapirer, herunder kursgevinster på pensionsformuen. Der kan derfor observeres en relativt tæt sammenhæng mellem udviklingen i aktiepriserne og værdien af husholdningernes finansielle aktiver³.

Udviklingen i husholdningernes passiver er i modsætning til udviklingen i de finansielle aktiver hovedsageligt et resultat af transaktioner, primært låntagning. Husholdningerne har gradvis øget deres gæld, og låntagningen er fortsat – om end med formindsket styrke – efter 2007, hvor værdien af deres finansielle aktiver begyndte at falde.

Balanceopbygningen på både aktiv- og passivside har øget husholdningernes eksponering over for udviklingen på de finansielle markeder.

¹ Hverken hensættelser eller realiserede tab påvirker NFE. Hensættelser til tab registreres ikke i nationalregnskabssammenhæng. Når et tab realiseres, nedskrives værdien af de finansielle aktiver med tabet på konto for andre mængdemæssige ændringer – altså uden for transaktionskontoen.

² I perioden 2003-07 var der konjunkturfremgang, defineret som at produktionsgabet har været stigende. Se Pedersen og Sørensen (2009).

³ Husholdningernes samlede formue består ud over finansielle aktiver også af reale aktiver, herunder boligformuen. Priserne for ejerlejligheder toppede ultimo 3. kvartal 2006 og for enfamiliehuse medio 2007 (kilde: Danmarks Statistik).

De danske husholdningernes finansieringsbehov

De danske husholdningers reale investeringer i form af fx boligforbedringer og nybyggeri har i den seneste konjunkturcyklus løbende oversteget deres bruttoopsparing, dvs. den del af indkomsten, der er tilbage efter forbrug. De har derfor netto finansieret sig på de finansielle markeder, hvilket kommer til udtryk ved en negativ NFE, jf. figur 5.

Fra 2003 og frem har et fald og derefter en vending i husholdningernes bruttoopsparing i samspil med udviklingen i de reale investeringer medført, at deres NFE har udviklet sig kontracyklisk. NFE er således mest negativ – og nettofinansieringsbehovet dermed størst – i perioden 2006-07, hvor også værdien af de finansielle aktiver topper. I forbindelse med den finansielle krise har især husholdningernes forøgede opsparing bidraget til at reducere nettofinansieringsbehovet.

Husholdningerne i euroområdet er i modsætning til de danske husholdninger generelt nettolångivere, dvs. de har en positiv NFE. Forskellen i niveau kan skyldes en række strukturelle forskelle i fx systemer for boligfinansiering og pension.

Dynamikken i investering og opsparing er imidlertid sammenlignelig med udviklingen i Danmark¹. Det gælder ikke mindst den øgede tilbøjelighed til opsparing i forbindelse med den finansielle krise.

Husholdningerne har lånt til finansielle investeringer

Husholdningernes låntagning bidrager til at finansiere både nettofinansieringsbehovet (negativ NFE) og finansielle investeringer i fx aktier og obligationer. I 2006-07, hvor husholdningernes nettolåntagning topper, udgør den hvert kvartal omkring 25 pct. af deres indkomster, jf. figur 6. De finansielle investeringer udgør i samme periode 15-20 pct. af indkomsterne. Dynamikken i husholdningernes låntagning og finansielle investeringer er ens. Efter konjunkturfremgangen frem til 2007, og samtidig med at den finansielle formue begynder at falde, sker der en opbremsning i de finansielle investeringer og låntagningen. Opbremsningen forstærkes af den finansielle uro.

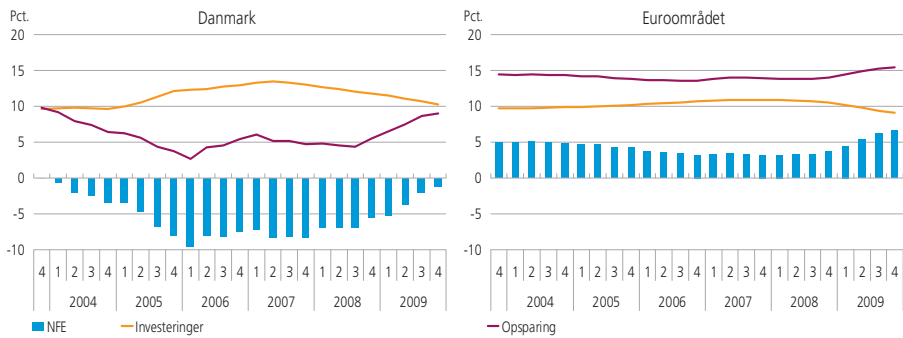
I løbet af 2009, og efterhånden som den værste uro på de finansielle markeder er stilnet af, kan der observeres fornyet vækst i husholdningernes opbygning af balancer, dvs. i de finansielle investeringer og låntagningen.

Dynamikken i euroområdets balanceopbygning er sammenlignelig med udviklingen i Danmark – dog væsentligt mindre udtalt.

¹ Den mere jævne udvikling i euroområdet skyldes bl.a., at de 16 eurolande ikke har helt ens konjunkturforløb. Udsving i de enkelte lande kan derfor modvirke hinanden.

HUSHOLDNINGERNES NFE, INVESTERINGER OG OPSPARING

Figur 5



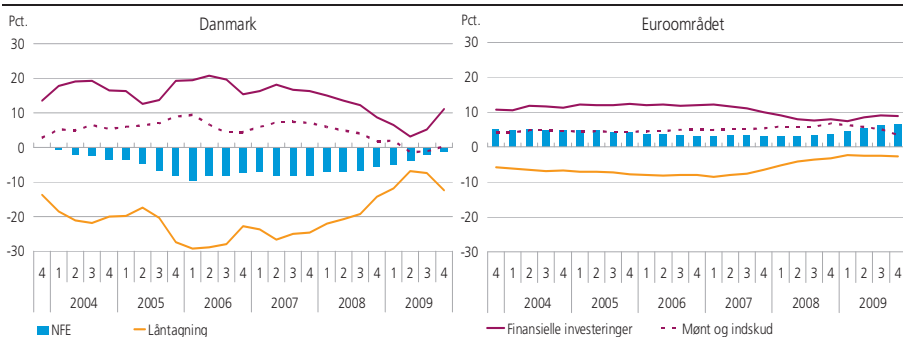
Anm.: NFE, Investeringer og Opsparing opgjort i forhold til den korregerede disponible indkomst, jf. boks 1. Serierne indgår som 4 kvartalers glidende gennemsnit. NFE for euroområdet er repræsenteret ved NFE fra den reale del af nationalregnskabet.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Eurostat og Den Europæiske Centralbank.

Omfanget og væksten i lånefinansierede finansielle investeringer i Danmark frem til 2008 er bl.a. et resultat af realkreditsystemet, der over en længere periode har mindsket husholdningernes likviditetsbegrænsninger og dermed øget deres mulighed for at forbruge og investere. Den efterfølgende opbremsning i låntagningen kan skyldes, at den finansielle krise og den økonomiske tilbagegang for nogle husholdninger har medført et behov for konsolidering. Opbremsningen kan således være et udtryk for, at faldende formuer, større opmærksomhed på risikoen for tab, en stigende eksponering mod de finansielle markeder og usikre beskæftigelsesudsigter har reduceret husholdningernes appetit på risiko. Den fornyede vækst i de finansielle investeringer efter 2. halvår 2009 falder sammen med en stigning i de finansielle formuer og generelt stigende forbrugsforventninger.

HUSHOLDNINGERNES NFE, FINANSIELLE INVESTERINGER OG LÅNTAGNING

Figur 6



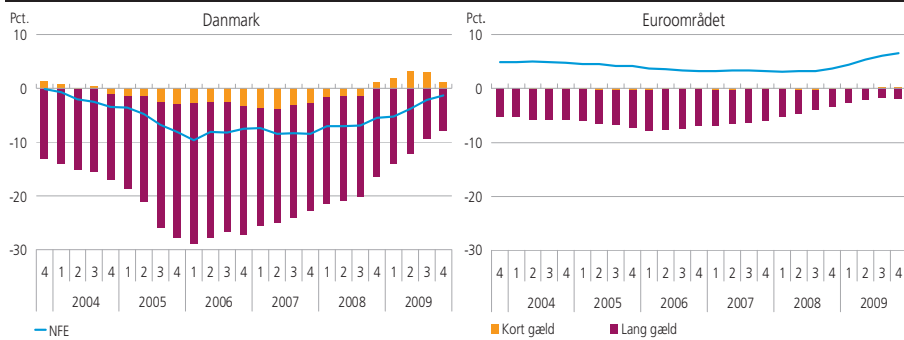
Anm.: Serierne er opgjort i forhold til den korregerede disponible indkomst, jf. boks 1, og indgår som 4 kvartalers glidende gennemsnit. NFE for euroområdet er repræsenteret ved NFE fra den reale del af nationalregnskabet.

Låntagningen er husholdningernes samlede transaktioner i finansielle passiver.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Eurostat og Den Europæiske Centralbank.

HUSHOLDNINGERNES LÅNTAGNING

Figur 7



Anm.: Låntagningen vises med negativt fortegn, dvs. at en observation mindre end 0 er ensbetydende med en øget låntagning. Serierne er opgjort i forhold til den korregerede disponible indkomst, jf. boks 1, og indgår som 4 kvartalers glidende gennemsnit. NFE for euroområdet er repræsenteret ved NFE fra den reale del af nationalregnskabet.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Eurostat og Den Europæiske Centralbank.

Husholdningerne har afbetalt på kort gæld under krisen

De danske husholdningers væsentligste låneform er realkreditgæld (lang gæld), jf. figur 7. Under den seneste konjunkturopgang steg realkreditgælden betydeligt, men brugen af forbrugskreditter og anden kort gæld blev også markant større. Fra midten af 2007 blev nettooptagelsen af både kort og lang gæld dog reduceret, og fra udgangen af 2008 har husholdningerne ligefrem nedbragt deres samlede korte gæld.

Udviklingen i den korte gæld genfindes ikke i euroområdet, hvor husholdningerne gennem de sidste seks år helt overvejende har finansieret sig med lang gæld. Dynamikken i den lange gæld følger imidlertid udviklingen i Danmark.

I forbindelse med den finansielle krise har euroområdets husholdninger ændret på sammensætningen af deres finansielle investeringer. Således øgede de i en periode omkring årsskiftet 2008/09 bankindskudenes andel af de samlede investeringer betydeligt, jf. figur 6.

Euroområdets husholdninger synes at have reduceret deres eksponering mod udviklingen på de finansielle markeder ved at søge mod mere likvide investeringer¹. De danske husholdninger har på sin vis gjort det samme ved at nedbringe deres korte gæld. Begge disse tendenser synes at aftage i takt med den reducerede finansielle uro.

ERHVERVSVIRKSOMHEDERNES INVESTERINGER OG FINANSIERING

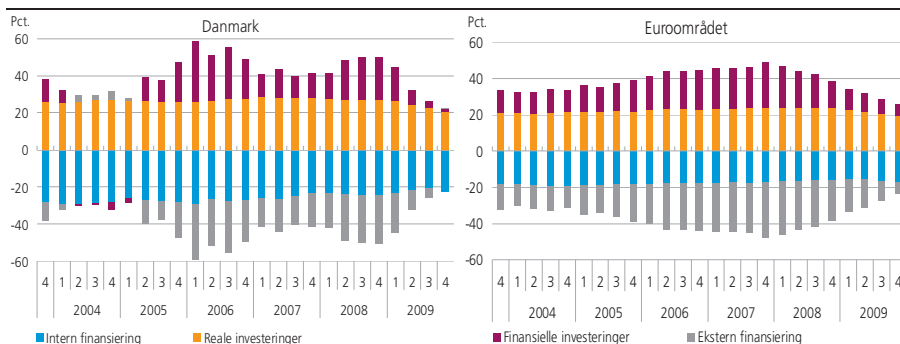
Erhvervsvirksomhedernes² samlede investeringer er domineret af de reale investeringer, dvs. investeringer i produktionsapparatet (faste brut-

¹ Se ECB (2009).

² Erhvervsvirksomheder betegner i det følgende sektoren "Ikke-finansielle selskaber".

ERHVERVSVIRKSOMHEDERNES INVESTERING OG FINANSIERING

Figur 8



Anm.: Serierne er beregnet i forhold til erhvervsvirksomhedernes bruttoværditilvækst og er beregnet som 4 kvartalers glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Eurostat og Den Europæiske Centralbank.

toinvesteringer) og lagre, jf. figur 8. De finansielle investeringer, bl.a. i form af direkte investeringer i kapitalandele i andre selskaber, porteføljeinvesteringer og øgede bankindeståender, har dog i perioder spillet en væsentlig rolle. De finansielle og de reale investeringer kan finansieres dels via intern finansiering (bruttoopsparing), dels via ekstern finansiering (låntagning, aktieudstedelser mv.).

Både i Danmark og euroområdet har de finansielle investeringer og den eksterne finansiering fra midten af 2005 til 2008 haft stigende betydning. Udviklingen for Danmark har dog været mere svingende som følge af relativt større påvirkning fra enkeltstående store investeringer som fx Carlsbergs opkøb af Scottish & Newcastle i 2008. Fra 2008 observeres et markant fald i de finansielle investeringer. Det afspejles i et tilsvarende fald i den eksterne finansiering.

Hvor den interne finansiering faldt i forbindelse med udbruddet af den finansielle krise, er det på det seneste lykkedes for både de danske erhvervsvirksomheder og euroområdet at tilpasse omkostningerne til markedsforholdene og dermed på ny øge den interne finansiering og mindske nettofinansieringsbehovet.

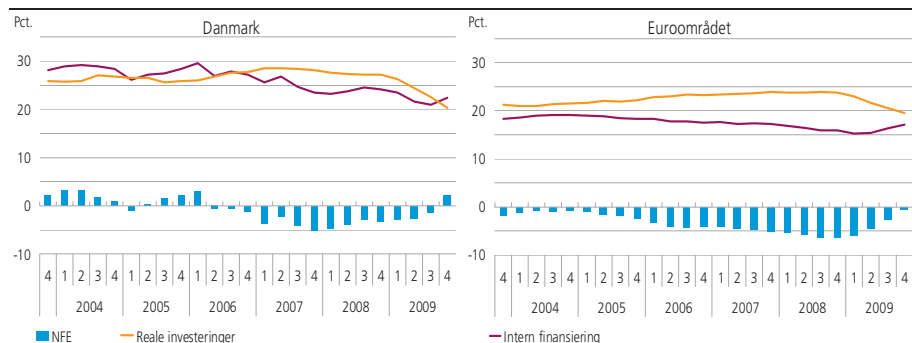
De reale investeringer voksede under konjunkturfremgangen

Under konjunkturfremgangen 2003-07 steg investeringskvoten (reale investeringer i forhold til bruttoværditilvækst) jævnt i både Danmark og euroområdet. Fra slutningen af 2008 skete et væsentligt fald – mest udtalt i Danmark. Investeringskvoten for danske erhvervsvirksomheder lå i 2009 på godt 20 pct., mens den i perioden 2003-07 lå på 26-28 pct. Udviklingen er i overensstemmelse med det procykliske forløb, der generelt observeres for reale investeringer¹, jf. figur 9.

¹ ECB (2008).

ERHVERVSVIRKSOMHEDERNES REALE INVESTERINGER, INTERN FINANSIERING OG NFE

Figur 9



Anm.: Serierne er beregnet i forhold til erhvervsvirksomhedernes bruttoværditilvækst og er beregnet som 4 kvartalers glidende gennemsnit. NFE for euroområdet er repræsenteret ved den ikke-finansielle NFE.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Eurostat og Den Europæiske Centralbank.

I starten af konjunkturfremgangen finansierede de danske erhvervsvirksomheder i høj grad produktionsapparatet og opbygningen af lagre internt, dvs. at de reale investeringer typisk blev dækket af bruttoopsparingen. Virksomhederne havde derfor et nettoplaceringsbehov, afspejlet i en positiv NFE. Fra 2006 betyder stigningen i de reale investeringer, at de overstiger virksomhedernes interne finansiering. Derved opstår et finansieringsbehov¹. I takt med at virksomhederne tilpasser sig den økonomiske nedgang, tilpasses både de reale investeringer og omkostningerne til de ændrede markeds- og finansieringsforhold. Således overstiger opsparingen fra slutningen af 2009 på ny de reale investeringer og bidrager dermed til, at nettofinansieringsbehovet (negativ NFE) vendes til et placeringsbehov (positiv NFE).

For de europæiske erhvervsvirksomheder overstiger de reale investeringer gennem hele perioden den interne finansiering. Men også her øges og mindskes finansieringsbehovet i takt med den økonomiske aktivitet.

Erhvervsvirksomhedernes opbygning af deres finansielle balancer

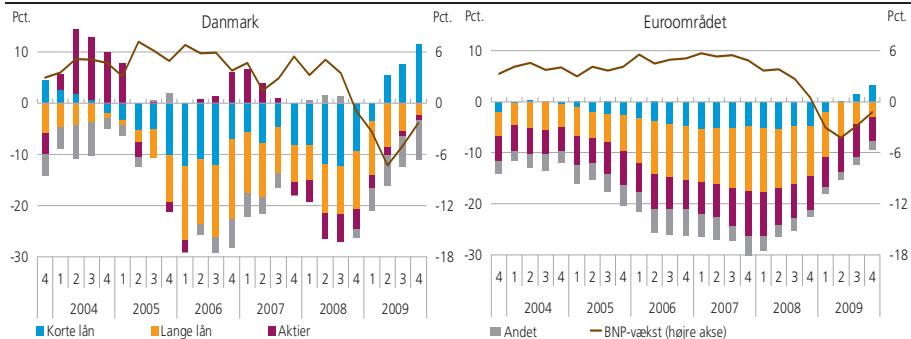
Vendes blikket mod erhvervsvirksomhedernes finansielle investeringer og den eksterne finansiering, følger deres udvikling hinanden tæt. Det gælder både i euroområdet og i Danmark, jf. figur 8.

Der synes at være en tendens til, at omfanget af finansielle investeringer, bl.a. opkøb af aktier og andre kapitalandele ved virksomhedsovertagelser og -sammenlægninger, øges under en højkonjunktur. Modsat reducerer virksomhederne deres finansielle investeringer og den eksterne finansiering i løbet af 2008. Reduktionen kan ses som et resultat af

¹ Se fx Petersen og Risbjerg (2009), som viser, at virksomhederne i starten af en højkonjunktur primært benytter intern finansiering til at vedligeholde og udbygge produktionsapparat og lagerinvesteringer, mens de senere i højkonjunktoren i højere grad anvender lånefinansiering.

**SAMMENSETNINGEN AF ERHVERVSVIRKSOMHEDERNES EKSTERNE
FINANSIERING OG BNP-VÆKST**

Figur 10



Anm.: Den eksterne finansiering er beregnet i forhold til erhvervsvirksomhedernes bruttoværditilvækst og er beregnet som 4 kvartalers glidende gennemsnit. "Andet" dækker bl.a. over virksomhedsobligationer og handelskreditter. BNP-væksten er beregnet som år til år-vækst.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Eurostat og Den Europæiske Centralbank.

mere usikre markedsforhold og færre finansieringsmuligheder som følge af den finansielle og økonomiske krise.

Opbremningen i de finansielle investeringer er i både Danmark og euroområdet langt mere brat end opbremsningen i de reale investeringer.

På finansieringssiden har erhvervsvirksomhederne i Danmark og euroområdet siden 2003 benyttet låntagning som den primære eksterne finansieringskilde, jf. figur 10. Men modsat euroområdet har de danske virksomheder i mere udtalt grad gjort brug af kort gæld, herunder bl.a. koncernforbundne lån og kassekreditter i pengeinstitutter.

Euroområdets virksomheder har gennem hele perioden finansieret sig med udstedelser af aktier. Derimod har de danske virksomheder – under ét – i en længere periode set bort fra denne finansieringskilde, der først fra slutningen af 2007 igen tages væsentligt i brug. Alligevel udgør den samlede finansiering med aktier og andre ejerandele i danske erhvervsvirksomheder i perioden 2006-09 omkring 60-70 pct. af den samlede balance, mens tilsvarende tal for euroområdet ligger på ca. 50 pct.

Aktieudstedelserne i Danmark og euroområdet er fortsat gennem 2009, hvor virksomhedernes øvrige finansieringsmønster er ændret væsentligt. Således har virksomhederne reduceret deres samlede lånoptagelse – primært ved at nedbringe den korte gæld.

Empiriske analyser af virksomhedernes finansieringsmønstre i forhold til konjunkturudviklingen viser, at nettooptagelse af kort gæld normalt stiger i begyndelsen af en lavkonjunktur¹. Mønsteret er noget anderledes i perioden 2008-09, hvor lavkonjunktoren havde sit udspring i en finansiell krise.

¹ Se Petersen og Risbjerg (2009).

AFRUNDING

Husholdningerne og erhvervsvirksomhederne i Danmark har i takt med udviklingen i konjunkturerne ændret deres finansielle såvel som reale adfærd. Begge sektorer har frem til 2008 opbygget deres finansielle balancer via øget låntagning, der har finansieret både øgede finansielle investeringer og et stigende nettofinansieringsbehov. I løbet af 2008 er udviklingen vendt, og låntagningen hos både husholdningerne og erhvervsvirksomhederne er faldet.

Det sammenhængende nationalregnskab beskriver både de reale og de finansielle bevægelser i økonomien. Det kan derfor bruges til at belyse husholdningernes og erhvervsvirksomhedernes ageren igennem den seneste konjunkturcyklus. Statistikken fortæller dog ikke umiddelbart noget om årsagssammenhænge, men giver et godt udgangspunkt for at modellere mere teoretisk funderede sammenhænge – fx mellem husholdningernes finansielle formue og deres forbrug og investeringer. Mulighederne for modellering vil blive forbedret, når opgørelsen af kvartalsvise finansielle konti i løbet af de næste år udvides med transaktioner tilbage til 1998.

LITTERATUR

ECB (2008), Business Investment in the Euro Area and the Role of Firms' Financial Positions, *Monthly Bulletin*, april.

ECB (2007), The Introduction of Quarterly Sectoral Accounts Statistics for the Euro Area, *Monthly Bulletin*, november.

ECB (2009), Integrated Euro Area accounts for the fourth quarter of 2008, *Monthly Bulletin*, maj.

Mian, Atif og Amir Sufi (2010), Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009, *NBER Working Paper*, nr. 15896.

Palumbo, Michael G. og Jonathan A. Parker (2009), The integrated financial and real system of national accounts for the United States: Does it presage the Financial Crisis, American Economic Association, *American Economic Review*, vol. 99(2), maj, side 80-86.

Palumbo, Michael G., Matthew J. Eichner og Donald L. Kohn (2010), Financial Statistics for the United States and the Crises: What Did They Get Right, What Did They Miss, and How Should They Change?, Federal Reserve Board, *Finance and Economic Discussion Series*, nr. 20.

Pedersen, Erik Haller og Søren Vester Sørensen (2009), Konjunktur, aktivpriser og kreditgivning, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Petersen, Christina og Lars Risbjerg (2009), Danske virksomheders finansiering i et makroøkonomisk perspektiv, Danmarks Nationalbank *Working Papers*, nr. 62.

Silva, Nuno og Gabriel Quirós (2009), What can quarterly euro area accounts tell us about the financial crisis in the euro area, indlæg på International Statistical Conference i Prag, 14.-15. september.

Rederiernes valutaindtjening

Anders Ejstrup og Caroline Bindlev, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Søtransport har de senere år spillet en stigende rolle for Danmarks eksport og import. Den er i dag Danmarks næststørste eksporterhverv, kun overgået af industrien. Fordelagtige skatteregler kombineret med en gunstig konjunkturudvikling, ikke mindst væksten i den globale verdenshandel, skabte grobund for en fremgang i søtransporterhvervet i årene forud for finanskrisen. Sammenlignet med fx industrien er søfarten et mindre arbejdskraftintensivt erhverv. Derfor spiller lønkonkurrenceevnen en mindre rolle for eksporten af søtransport end for eksporten af fx industrivarer¹.

Denne artikel fokuserer på rederiernes valutaindtjening, dvs. deres indtægter og udgifter i valuta. Tallene kan ikke umiddelbart aflæses i den danske betalingsbalance. Indtægter og udgifter for søtransport figurerer i betalingsbalancen og er spredt ud på flere poster. Artiklen giver et samlet overblik.

Danske rederier eksporterede i 2008 søtransporttjenester for over 190 mia. kr. Fratrækkes afholdte udgifter i udlandet til rederidrift, fremkommer rederiernes valutaindtjening til Danmark. I 2008 indsejlede rederierne valuta for 11 mia. kr.

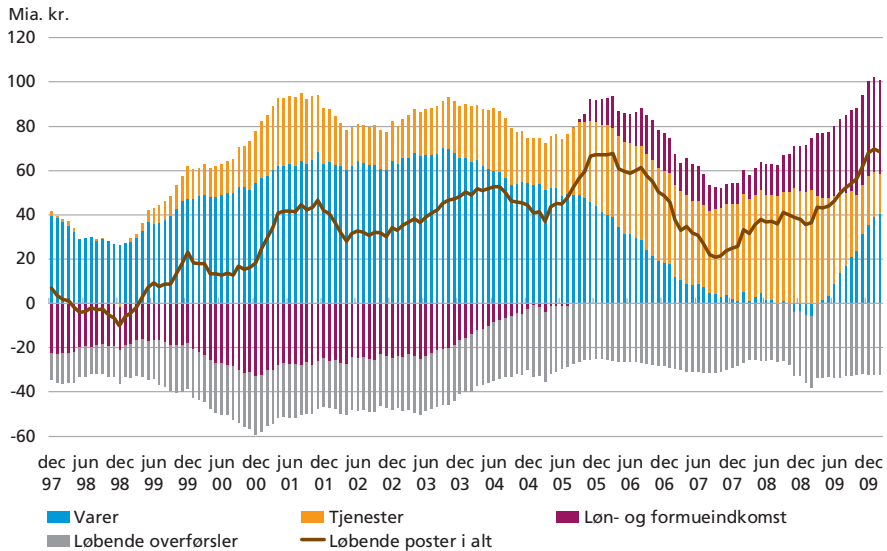
Det skønnes, at rederierne indsejlede udenlandsk valuta til Danmark for 4 mia. kr. i 2009. Den globale økonomiske afmatning har dermed også sat sine spor hos rederierne, idet færre varer og mindre brændstof er blevet fragtet rundt i verden i 2009.

Rederiernes udgifter i valuta består primært af leje af skibe med og uden besætning og brændstof (bunkring), som udgør henholdsvis 122 og 38 mia. kr. i 2008. Lønninger, proviantering og reparationer er mindre udgiftsposter i valuta for rederierne.

¹ Kristensen, Riishøj og Sørensen (2010).

DANMARKS BETALINGSBALANCEPOSTER, NETTO

Figur 1



Anm.: Beregnet som 12 måneder akkumuleret.
Kilde: Danmarks Statistik.

BETALINGSBALANCESTATISTIK OG SØTRANSPORT¹

Overordnet set er saldoen på betalingsbalancens løbende poster et udtryk for forskellen mellem værdien af eksport og import af varer og tjenester, løn- og formueindkomst samt løbende overførsler til udlandet netto².

Ser man på udviklingen i overskuddet på Danmarks betalingsbalance fra 1997 og frem, bidrager tjenesteposten i stigende grad hertil, jf. figur 1. Dog ses en kraftig reduktion i sidste halvdel af 2009.

Det stigende bidrag fra tjenester frem til 2008 kan især tilskrives Danmarks nettoeksport – eksport minus import – af søtransport, jf. figur 2.

De løbende nettoindtægter fra søtransport toppede i 2008 med en nettoindkomst til Danmark på 58 mia. kr.

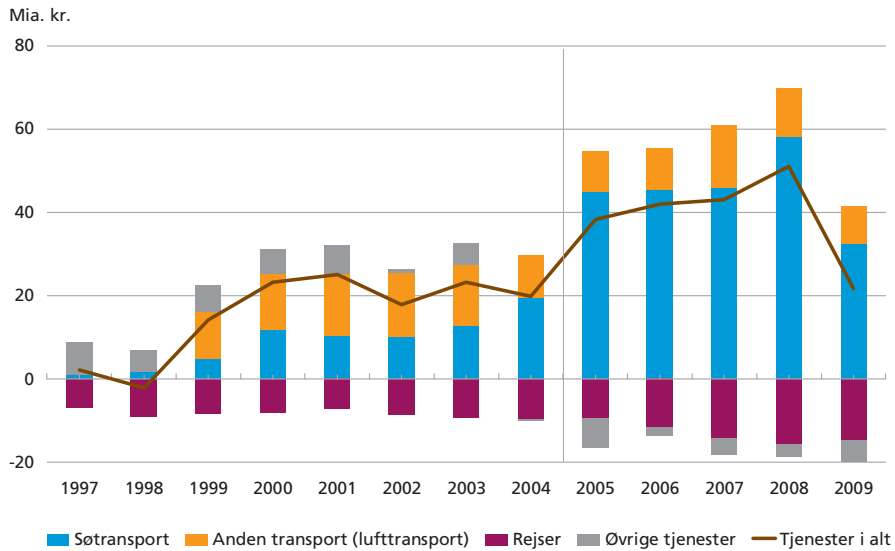
Stigende nettoindtægter er drevet af øget eksport, jf. figur 3. Niveauskiftet i 1999 og 2005 for im- og eksport kan forklares ved A.P. Møller Mærsk's køb af henholdsvis en amerikansk containerdivision, Sealand (1999), og det hollandsk/britiske containerrederi, P&O Nedlloyd (2005). Dansk eksport af søtransport er steget fra omkring 50 mia. kr. i 1997 til over 190 mia. kr. i 2008 og er dermed Danmarks andenstørste eksport-erhverv, jf. figur 4. Fra 2005 er danske rederiers eksport af "Søtransport" kun overgået af "Industri".

¹ Søtransport ligestilles i artiklen med skibsfart.

² For en nærmere beskrivelse henvises til Pedersen (2003).

BETALINGSBALANCENS TJENESTEDEL PÅ UNDERPOSTER, NETTO

Figur 2

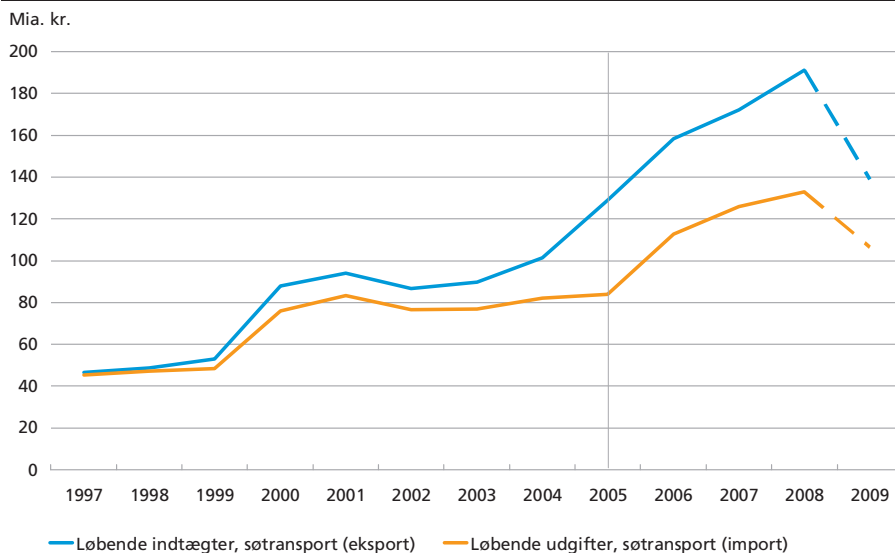


Anm.: "Anden transport" dækker bl.a. over lufttransport. "Øvrige tjenester" dækker bl.a. over kommunikation, information mv., vareformidling, rådgivning mv. og finansielle og kulturelle tjenester. Fra og med januar 2005 er der anvendt et nyt kilde- og metodegrundlag.

Kilde: Danmarks Statistik.

EKSPORT OG IMPORT AF SØTRANSPORT

Figur 3

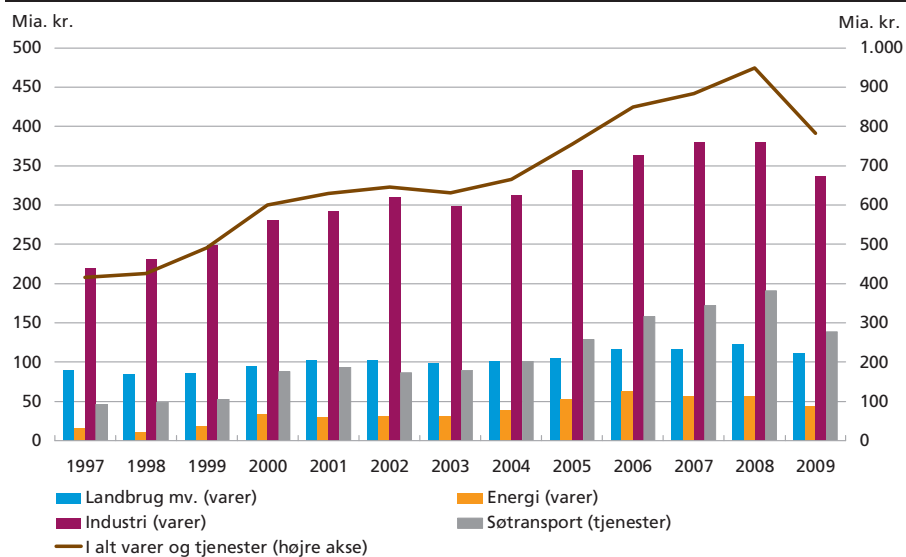


Anm.: Årlige observationer med undtagelse af 2009, som er foreløbige tal og opgjort kvartalsvis samt markeret som stiple. Niveauskiftet i 1999 er drevet af A.P. Møller Mærsk opkøb af en amerikansk containerdivision, Sealand. Fra og med januar 2005 er der anvendt et nyt kilde- og metodegrundlag, og samme år køber A.P. Møller Mærsk P&O Nedlloyd.

Kilde: Danmarks Statistik.

DANSK EKSPORT AF VARER OG TJENESTER

Figur 4



Anm.: Kvartalsvise observationer. "Landbrug mv.", "Energi", og "Industri" er opgjort ud fra udenrigshandelsstatistikens SITC-kategorisering som henholdsvis SITC 0-2 og 4, SITC 3 og SITC 5-9. Fra 2007 overgår Danmarks Statistik fra SITC, Rev. 3 til SITC, Rev. 4. Øvrige tjenester er ikke medtaget. Data for "Søtransport" i 2009 er opgjort på kvartalsbasis, ellers er benyttet årlige observationer herfor. Dataserien for "I alt varer og tjenester" er fra 1997 til 2004 opgjort efter BET6, årlige observationer, og fra 2005 til 2009 efter BOP3, kvartalsvise observationer.

Kilde: Danmarks Statistik.

Den økonomiske afmatning har også ramt rederierne. En generelt aftagende efterspørgsel efter transport af varer, overkapacitet og en svækket dollarkurs har været medvirkende til at reducere eksporten af dansk søtransport i 2009. På trods heraf eksporterede danske rederier søtransport for et trecifret milliardbeløb i 2009. Det svarer til 18 pct. af den samlede danske eksport af varer og tjenester.

Danmark huser flere store rederier med forskellige kompetencer, bl.a. verdens største containerrederi, Maersk Line. Dansk containerfragt beslaglægger ca. 60 pct. af kapaciteten i den samlede danske handelsflåde. Danmarks andel af verdenshandelsflåden var 1,3 pct. i 2009, jf. boks 1.

Danmark importerer også i stigende grad søtransport. Det skal ses i sammenhæng med, at flere danske rederier i højere grad chartrer (lejer) udenlandske skibe med og uden besætning. Når danske rederier lejer skibe i udlandet til rederidrift, figurerer det i statistikken som dansk import af søtransport. Rederiernes leje af skibe i udlandet er medvirkende til at oppuste niveauet for både im- og eksporten af søtransport.

DEN DANSKE OG DEN INTERNATIONALE HANDELSFLÅDE I 2009

Boks 1

Størrelsen af den samlede danske handelsflåde var i oktober 2009 på 547 skibe. Heraf sejlede 404 skibe under dansk flag, jf. tabel 1. De vigtigste markeder for danske rederier er EU, Østasien (Japan), Kina inkl. Hongkong og USA, som aftager henholdsvis 27, 15, 15 og 12 pct. af bruttofragten.

Den danske handelsflåde er domineret af containerfragt, som udgør ca. 60 pct. af den samlede danske flåde. Størstedelen (63 pct.) er i linjefart, dvs. regelmæssig trafik mellem bestemte havne. Den danske dominans på containerområdet skyldes Maersk Line, som er det største containerrederi i verden, jf. tabel 2.

Den danske handelsflåde havde en gennemsnitsalder på 7,2 år i oktober 2009. Til sammenligning er verdenshandelsflåden i gennemsnit 11,4 år. De danske rederier beskæftigede 30.000 personer i 2009.

VERDENSHANDELSFLÅDEN I TAL I 2009

Tabel 1

	Tonnage (BT)	Danmarks andel (pct.)	Skibe under dansk flag
I alt	815.369	1,3	404
Tankskibe	295.181	1,1	135
Bulk-carriers mv. (tørlast/massegoods)	247.390	0,1	4
Containerskibe	142.473	4,2	83
Gen. cargoskibe (mindre tørlast/stykgods)	90.889	0,4	85
Andre skibe	39.436	1,4	97

Anm.: Tonnage er målt som 1.000 BT (bruttoton). Tonnage er en international betegnelse for et skibs rumindhold af alle lukkede rum i skibet. "Andre skibe" under dansk flag dækker over passagerskibe og færger (83 stk.), køleskibe (7 stk.) og godsferger (Ro-Ro skibe) (7 stk.).

Kilde: Danmarks Rederiforening (2009b).

DE 7 STØRSTE CONTAINERREDERIER I VERDEN I 2009

Tabel 2

	Land	Antal skibe	TEU- kapacitet	Andel af global kapacitet (pct.)
I alt	Verden	11.162	15.327.034	-----
Maersk Line	Danmark	454	1.766.506	11,5
Mediterranean Shipping Co SA	Schweiz	388	1.487.474	9,7
CMA CGM	Frankrig	249	898.146	5,9
Evergreen Marine Corp.	Kina (Taiwan)	160	588.895	3,8
APL Ltd	USA	126	500.900	3,3
Hapag-Lloyd AG	Tyskland	132	491.669	3,2
COSCON	Kina	140	478.656	3,1

Anm.: TEU (Twenty feet Equivalent Unit) er et internationalt mål for en container omregnet til enheder med en længde på 20 fod og er opgjort i 1.000 TEU.

Kilde: Søfartsstyrelsen (2009).

Kilde: Danmarks Rederiforening (2009b).

Ovenfor er søtransport anskuet ud fra et import- og eksportperspektiv. For at opgøre rederiernes valutaindtjening er det ikke nok kun at betragte eksporten af søtransport. Relevante udgifter til rederidrift afholdt i udlandet skal fratrækkes, ligesom andre indtægter i udlandet, fx udbytte fra udenlandske datterselskaber, skal medregnes.

REDERIERNES VALUTAINDTJENING¹

Rederiernes valutaindsejling beregnes ved at opgøre rederiernes valutaindtægter og -udgifter. Rederiernes valutaindtægter fremkommer primært ved salg af søtransporttjenester til udenlandske virksomheder, mens en mindre del kommer ind via formueindkomst og salg af skibe. Valutaudgifter er på den anden side spredt ud på mange forskellige poster, jf. boks 2.

En væsentlig udgiftspost for søtransport er danske rederiers leje af udenlandske skibe med og uden besætning². Udgifterne hertil er steget fra 78 mia. kr. i 2005 til 122 mia. kr. i 2008. Det skønnes, at udgifterne i 2009 vil være 100 mia. kr. En anden betragtelig udgiftspost er brændstof (bunkring) til skibe i udenlandsk havn, der indgår i udenrigshandelsstatistikken som import af varer. Udgifter til brændstof er fordoblet i årene 2005-08, fra 15 til 38 mia. kr. Det skal ses i sammenhæng med A.P. Møller Mærsk's køb af P&O Nedlloyd i 2005, og at olieprisen pr. tønde steg fra omkring 42 dollar i januar 2005 til 145 dollar i juli 2008, hvor olieprisen toppede. De resterende udgifter, som fx proviantering og reparation af skibe i udenlandsk havn, har været forholdsvis konstante i den betragtede periode og udgjorde i snit ca. 2 mia. kr.

Overordnet set indtjente danske rederier valuta i 2008 for omkring 11 mia. kr., når der korrigeres for udgifter til rederidrift, jf. figur 6. På baggrund af foreløbige tal skønnes rederiernes valutaindsejling til 4 mia. kr. i 2009.

¹ Et væsentligt element til udarbejdelsen af rederiernes valutaindtjening er branchefordelte data for søtransportens aktiviteter i udlandet. Branchefordelte data er leveret af Danmarks Statistik.

² Danske rederiers leje af udenlandske skibe med og uden besætning indeholder import af søtransport ekskl. "Hjælpevirksomhed ifm. transport" og operationel leasing. Førstnævnte dækker over leje af udenlandske skibe med besætning (timecharter) og flere rederiers samarbejde om fælles leje af skibe (pools), mens sidstnævnte dækker over leje af skibe uden besætning og andet udstyr uden bemanding.

BETALINGSBALANCEN OG REDERIERNE

Boks 2

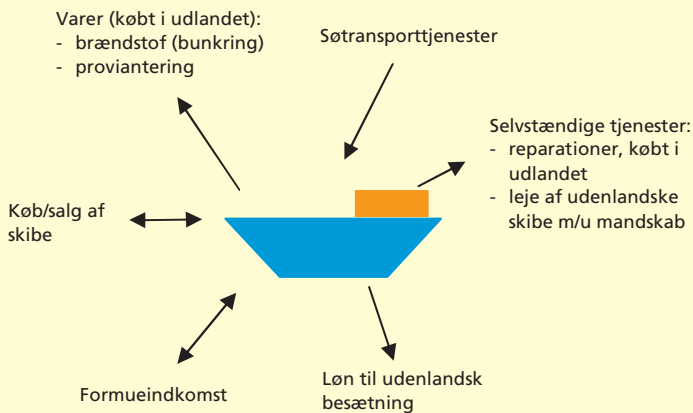
En betalingsbalance kan opfattes som et regnskab mellem Danmark og udlandet og registrerer nettotransaktioner med udlandet. En betalingsbalance består af fire hovedelementer: Varer, tjenester, formueindkomst¹ og løn samt løbende overførsler.

Rederiernes valutaindtægter fremkommer primært ved salg af søtransporttjenester, mens en mindre del kommer ind via formueindkomst og salg af skibe. Deres udgifter i valuta er på den anden side spredt ud på mange forskellige poster, jf. figur 5. På varedelelen posteres fx brændstof og proviantering købt i udlandet. På tjenstedelen figurerer tjenester, der har forbindelse til søtransporten. Det er fx reparationer i udenlandske havne og leje af skibe i udlandet.

Løn og formueindkomst repræsenterer løn til udenlandsk besætning og formueindkomst mellem danske rederier og udlandet samt udenlandske rederier og danske rederier. De er specificeret i tabel 3.

REDERIERNES VALUTAINDTÆGTER OG -UDGIFTER

Figur 5



Anm.: Pil fra skibet illustrerer en udgiftsstrøm, og pil til skibet illustrerer en indtægtsstrøm.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Formueindkomst registrerer forrentning af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet. Formueindkomst indeholder renter, udbytter og geninvesteret resultat. Danske rederier udbetaler formueindkomst til udlandet og modtager formueindkomst fra deres udenlandske datterselskaber.

FORTSAT

Boks 2

REDERIERNES VALUTAINDTJENING

Tabel 3

Mia. kr.	2005	2006	2007	2008	2009 skøn
Indtægter					
<i>Varer</i>					
Varer, herunder salg af skibe	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Tjenester</i>					
Eksport af søtransport ¹	119,2	148	160,4	176,6	129
<i>Løn og formueindkomst</i>					
Renter og udbytter fra danskejede udenlandske datterselskaber	2,9	3,8	3,3	3,5	3
Udgifter					
<i>Varer</i>					
Bunkring i udenlandske havne	-14,5	-24,1	-26,9	-38,0	-23
Provier i udenlandske havne	-0,8	-1,2	-1,0	-0,9	-1
Varer, herunder køb og salg af skibe (nettoudgifter)	-1,0	1,1	0,0	-1,1	-1
<i>Tjenester</i>					
Reparationer i udenlandske havne	-0,9	-1,2	-1,1	-1,0	-1
Leje af skibe med/uden mandskab ²	-77,6	-106,6	-116,7	-122,0	-100
<i>Løn og formueindkomst</i>					
Løn til udenlandsk besætning	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	0
Renter og udbytter udbetalt til udlandet	-1,9	-3,8	-6,0	-5,2	-2
Rederiernes valutaindtjening (indtægter minus udgifter)	25,0	15,6	11,4	11,4	4

Anm.: Nettotal er noteret på udgiftssiden, dvs. bruttotal på indtægtssiden er noteret med N/A. Tabellen indeholder data og særberegninger fra Danmarks Statistik. Der bliver anvendt branchefordelte data fra udenrigshandelsstatistikken for varer og tjenester, lønstatistik, og Danmarks Nationalbanks opgørelse af formueindkomst. Tallene er cif/fob-korrigerede, før de er branchefordelt. Bemærk, at 2009-tallene indeholder skøn. Posten bunkring er reduceret med 40 pct. som følge af faldende oliepriser og aktivitet. Resterende skønnede poster er sat til 2005-niveau. Der tages forbehold for afrunding af tallene.

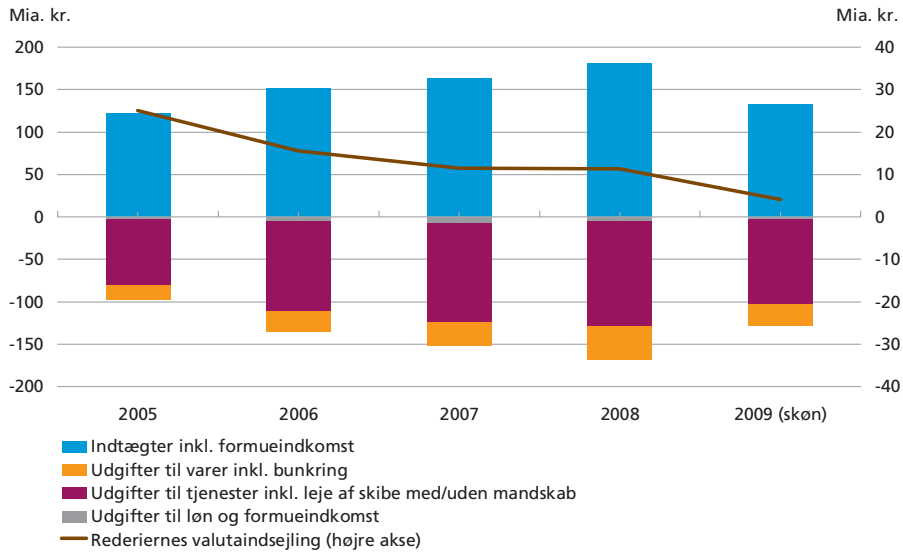
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

¹ Eksport af søtransport er ekskl. "Hjælpevirksomhed ifm. transport", som primært dækker over udgifter til skibsmæglere mv. Tallene er derfor ikke direkte sammenlignelige med eksport af søtransport i alt.

² Leje af skibe med og uden mandskab indeholder import af søtransport ekskl. "Hjælpevirksomhed ifm. transport" og operationel leasing, hvor førstnævnte primært dækker over danske rederiers leje af udenlandske skibe med mandskab og sidstnævnte uden mandskab.

DANSKE REDERIERS VALUTAINDSEJLING

Figur 6



Anm.: 2009-tal indeholder skøn.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Samlet er rederiernes valutaindsjling i årene 2005-08 blevet mere end halveret, fra 25 mia. kr. i 2005 til 11 mia. kr. i 2008. Det afspejler, at rederiernes udgifter til leje af skibe er steget i takt med, at eksporten er steget, og at udgifter til bunkring er steget som følge af stigning i olieprisen. Generelt er søtransporterhvervet kendetegnet ved udsving i både indtægter og udgifter, da fragtrater, valutakurser og oliepriser kan svinge meget fra år til år.

LITTERATUR

Beier, Niels C. og Erik Haller Pedersen (2005), Søfragt og dansk økonomi, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Danmarks Rederiforening (2009a), Dansk Skibsfart, april.

Danmarks Rederiforening (2009b), Skibsfarten i tal, november.

Danmarks Statistik (2007), Udenrigshandel varer og tjenester, november.

Danmarks Statistik (2008), Udenrigshandel med varer og tjenester - Kilder og metoder, november.

Danmarks Statistik (2009), *Statistisk tiårsoversigt*, august.

Kristensen, Kamilla, Johanne Dinesen Riishøj og Jonas Sørensen (2010), Industrieksport og lønkonkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Pedersen, Erik Haller (2003), Betalingsbalancen – fra langvarigt underskud til solidt overskud, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Søfartsstyrelsen (2009), Fakta om søfart, november.

Sørensen, Rewal Schmidt (1999), *Metodemanual for udenrigshandelstatistik*, Danmarks Statistik, september.

Sørensen, Rewal Schmidt (2001), *Danmarks udenrigsøkonomi*, Handelshøjskolens Forlag, 6. udgave.

Finanspolitiske udfordringer i industrilandene

Jakob Ekholdt Christensen og Rasmus Tommerup, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den globale økonomiske krise har ført til en historisk forværring af de offentlige finanser i industrilandene. Gælden stiger med en hast, der ikke er set siden 2. Verdenskrig. Selv lande som Irland, Portugal, Spanien og Storbritannien, der før krisen så ud til at have et fornuftigt finanspolitisk udgangspunkt, er kommet i store finanspolitiske vanskeligheder. Danmark har også oplevet en markant forværring af de offentlige finanser, men havde i årene op til krisen et betydeligt overskud på den offentlige saldo.

I de værst ramte lande har udviklingen givet anledning til frygt for en egentlig gældskrise. Denne frygt er blevet yderligere forstærket af den seneste udvikling i Grækenland, hvor rentespændet steg voldsomt, spareplaner skulle gennemføres i hast, og hvor det til sidst blev nødvendigt at introducere et hjælpeprogram fra Den Internationale Valutafond, IMF, og eurolandene. Der er nu klare tegn på, at andre udsatte lande påvirkes af markedsbekymringerne.

Det økonomiske tilbageslag har været mildere i de største vækstøkonomier. I kombination med mindre automatiske stabilisatorer har det medført, at deres offentlige finanser ikke i samme grad er blevet forværret.

Konsolideres finanspolitikken ikke i de kommende år, vil den offentlige gæld i forhold til bruttonationalproduktet, BNP, overstige 100 pct. i en lang række industrilande. Den højere gæld vil som følge af stigende renteudgifter gøre en senere konsolidering sværere. Ny forskning viser endvidere, at en stor gæld hæmmer den økonomiske vækst, bl.a. gennem højere realrenter.

I artiklen undersøges det ved hjælp af stiliserede fremskrivninger, hvilke finanspolitiske udfordringer landene står over for, hvis de skal holde gældsudviklingen i skak eller nedbringe gælden. Størrelsen på og længden af den nødvendige finanspolitiske konsolidering er af et omfang sjældent set i nyere tid. Konsolideringsbehovet er størst i Japan, Grækenland, USA, Irland og Storbritannien.

I international sammenligning ligger Danmark pænt. Det dækker dog over, at mange af de andre industrilande står med meget store finanspolitiske udfordringer. Samtidig viser erfaringerne fra fx Storbritannien og Irland de seneste år, at de offentlige finanser kan forværres drastisk på meget kort tid. Det er derfor vigtigt at få styr på finanspolitikken i tide for at sikre, at gældsudviklingen holdes under kontrol, og at der er plads til at møde fremtidige finanspolitiske udfordringer især i lyset af den stigning i de offentlige udgifter, som befolkningens aldring i industrilandene vil medføre.

En kraftig finanspolitisk stramning i industrilandene vil kræve hidtil uset finanspolitisk disciplin og formentlig dæmpe væksten i en kortere periode. At de finanspolitiske stramninger må foretages synkront på tværs af landene vil øge de negative effekter på økonomien af stramningerne, særligt for meget eksportorienterede økonomier. For landene med de største finanspolitiske udfordringer er det dog ikke usandsynligt, at der allerede på kort sigt kan opnås positive effekter som følge af finanspolitiske stramninger. På længere sigt er der ingen tvivl om, at det vil gavne industrilandene betragteligt at få styr på finanspolitikken og holdbarheden af den offentlige gæld.

UDVIKLINGEN I OFFENTLIGE UNDERSKUD OG GÆLD GENNEM KRISEN

Forud for krisen var den økonomiske vækst stærk i mange lande¹, uden at finanspolitikken blev konsolideret tilstrækkeligt. Budgetunderskuddene forblev betydelige, og den offentlige gæld steg i nogle lande. Mange lande var derfor ekstra sårbare over for den efterfølgende konjunkturedgang.

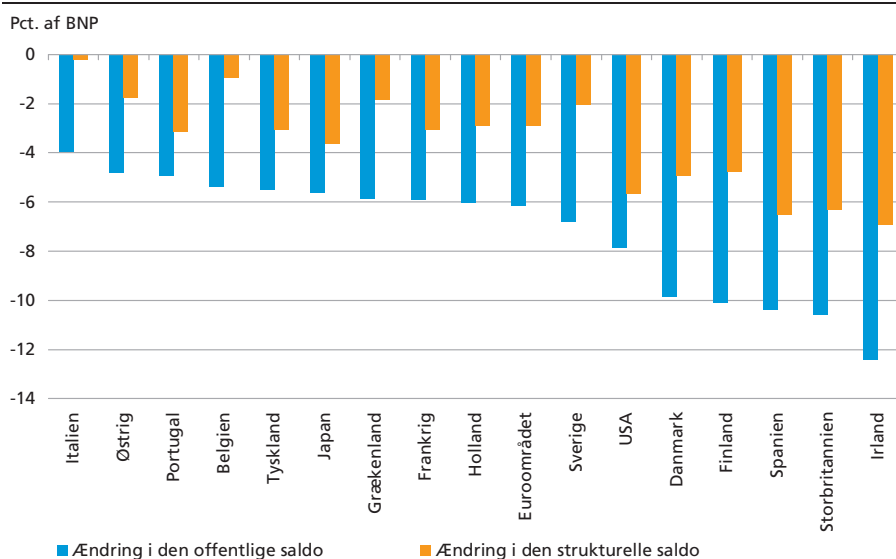
Krisen har ført til en stigning i underskuddene i OECD-landene fra 1,3 pct. af BNP i 2007 til 8,3 pct. i 2010, det højeste niveau i efterkrigstiden. Forværringen i de offentlige finanser er særligt udtalt i Irland, Spanien, Storbritannien, Finland og Danmark, hvor balancerne er forværret med omkring 10 pct. fra 2007-10, jf. figur 1.

En del af stigningen skyldes produktionsfald og hastigt voksende arbejdsløshed, som har ført til faldende skatteindtægter og stigende udgifter. Det er især tilfældet i Danmark, Irland, Spanien, Storbritannien og USA. Derudover er de to sidstnævnte lande også hårdt ramt af et fald i skatteindtægterne fra deres relativt store finansielle sektorer.

¹ Der fokuseres på følgende industrialiserede lande: Danmark, Japan, Storbritannien, Sverige, USA og større eurolande, herunder Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Tyskland, Østrig (benævnes også *andre eurolande*) samt Grækenland, Irland, Spanien og Portugal (betegnes *GISP-landene*).

UDVIKLING I OFFENTLIGE BALANCER, 2007-10

Figur 1



Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 86, november 2009.

Flere lande har også lempet finanspolitikken som følge af krisen. Mens lempelsen har været særligt stor i USA, har de europæiske lande holdt mere igen og i stedet sat deres lid til automatiske stabilisatorer. Undtagelser er dog Danmark, Sverige og Holland, som har relativt store automatiske stabilisatorer, men hvor de diskretionære finanspolitiske lempelser også har været betydelige, jf. Winther (2009).

En del af lempelserne var midlertidige og udløber over de kommende år. OECD vurderer dog, at tre fjerdedele af de offentlige underskud i OECD-landene er af strukturel karakter og ikke automatisk vil blive reverseret, når økonomierne igen vokser i et mere normalt tempo. Endelig er underskuddene steget som følge af krisepakker til den finansielle sektor.¹

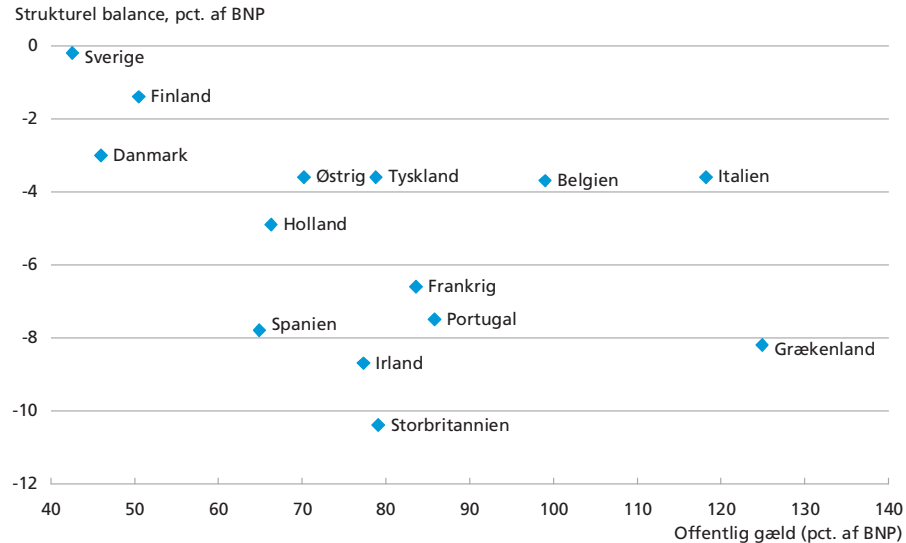
En række lande står nu i en meget vanskelig finanspolitisk situation med store strukturelle underskud kombineret med en betragtelig offentlig gæld², jf. figur 2. Det gælder også for lande, der inden finanskrisen havde en moderat gæld som fx Irland, Portugal, Spanien og Storbritannien, mens Grækenland har døjet med en gældskvote over 100 pct. i mange år. Arbejdsløsheden fortsætter med at være høj, og holdbarheden af det økonomiske opsving er stadig usikkert.

¹ Krisepakkerne har omfattet kapitalindskud i banker, garantier for udvalgte låneudstedelser, indskud i banker og statslige opkøb af illikvide aktiver. Budgetunderskuddet stiger umiddelbart kun ved kapitalindskud, mens garantier og statslige opkøb af illikvide aktiver i første omgang øger gælden. Disse investeringer øger kun underskuddet, hvis regeringen på sigt lider tab, jf. IMF (2009a).

² I det følgende ses på den offentlige bruttogæld. Særligt i Japan er der stor forskel i statens bruttogæld og nettogælden, hvor der tages højde for statens finansielle aktiver.

FORVENTET STRUKTUREL BUDGETBALANCE OG OFFENTLIG BRUTTOGÆLD, 2010

Figur 2



Kilde: Europa-Kommissionens forårsskøn, maj 2010.

Oven i de umiddelbare finanspolitiske problemer truer mærkbare stigninger i aldersrelaterede udgifter¹ de næste årtier, jf. figur 3. I gennemsnit estimeres disse at stige med omkring 5,5 pct. af BNP fra 2009-50. De største stigninger ventes i nogle af de lande, som allerede tynges af en stor gældsbyrde. Det gælder specielt GISP-landene. Der er dog stor forskel på, hvornår de aldersrelaterede udgifter stiger i landene. I det kommende tiår er det særligt i Danmark, Finland, Holland og Grækenland, at udgifterne forventes at stige.²

Den historiske forværring af de offentlige finanser har ført til en frygt for en statsgældskrise i flere industrilande³. Udviklingen i Grækenland, der siden efteråret 2009 har gennemlevet en sådan krise med stigende renter, spareplaner og afslutningsvis et hjælpeprogram fra IMF og euro-landene, har yderligere forstærket denne frygt. Det har smittet af på

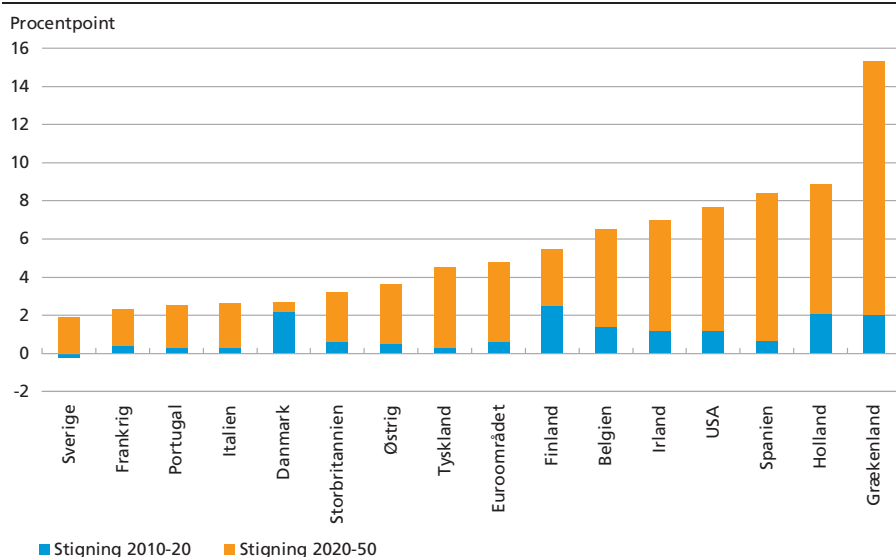
¹ Med aldersrelaterede udgifter menes den del af et lands offentlige udgifter, der bliver påvirket af en ændring i befolkningens levetid. I Europa-Kommissionen (2008) nævnes udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse, sundhedssystemet, pensioner, ældrepleje og uddannelse som de centrale områder, hvor en ændret aldersfordeling påvirker de offentlige udgifter.

² Da tallene er fra 2009, tages der ikke højde fx ændringer i pensionsalderen i Grækenland, foreslået i foråret 2010. For Danmark skyldes den store stigning i de aldersrelaterede offentlige udgifter frem til 2020 hovedsageligt pensionsrelaterede udgifter. Bl.a. som resultat af velfærdsreformen vil udgifterne til pension falde fra 2020 til 2050..

³ Landenes gældsbyrde fremstår endnu tungere, hvis man måler den i forhold til fx skatteindtægterne. Selv om gælden i Irland og USA endnu ikke er specielt stor i forhold til BNP, så udgør den allerede mere end to års skatteindtægter, på grund af et relativt lille skatteindtag. I Japan svarer bruttogælden til fem års skatteindtægter. Ligesom Grækenland og Italien vil Japan og USA med den skønnede udvikling i den offentlige gæld bruge mere end 10 pct. af skatteindtægterne på rentebetalinger i 2011.

STIGNING I ALDERSRELATEREDE UDGIFTER, 2009-50

Figur 3



Kilde: Europa-Kommissionen (2009), Congressional Budget Office (2009) og IMF (2009a).

andre GISP-lande og påvirket de globale finansielle markeder. Bekymringen har fået risikopræmierne og Credit Default Swap, CDS-spændene til at skyde i vejret og har forøget finansieringsomkostningerne for staterne. Men der er også øget bekymring om holdbarheden af de offentlige finanser i lande, der traditionelt er betragtet som meget kreditværdige, herunder USA og Storbritannien. Det har ført til fornyet fokus på risici ved en stor statsgæld, jf. boks 1.

Forværringen af de offentlige finanser betyder, at landene har behov for en stor finanspolitisk konsolidering. Konsolideringen i EU-landene, der overskrider grænsen for underskud på de offentlige finanser på 3 pct., vil ske inden for rammerne af stabilitets- og vækstpakten, der som minimum kræver en årlig reduktion af det strukturelle (konjunkturrensede) budgetunderskud på 0,5 pct. af BNP. For de fleste af de EU-lande, der allerede har fået pålæg om at korrigere deres uforholdsmæssigt store underskud fra 2010, er den pålagte opstramning dog væsentligt større. Det gælder især Grækenland¹, Irland, og Spanien. Storbritannien og USA lægger også op til forholdsvis omfattende stramninger i 2010-11, svarende til 2 og 2,1 pct. af BNP, mens underskuddet fortsætter med at stige i Japan. På trods af stramninger ventes gælden fortsat at stige som procent af BNP i alle de undersøgte lande, på nær Sverige, frem til 2011.

¹ For Grækenlands vedkommende har gennemførelsen af låneprogrammet fra IMF og eurolandene medført vedtagelse af yderligere opstramninger af de offentlige finanser, sådan at opstramningerne nu beløber sig til 11 pct. af BNP frem til 2013.

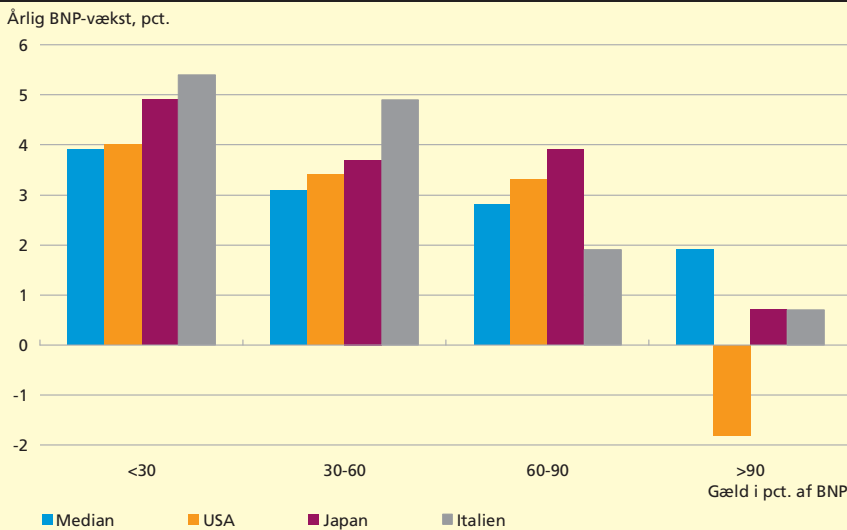
RISICI VED EN STOR OFFENTLIG GÆLD

Boks 1

Statsgæld af en vis størrelse kan fremme mere effektive kapitalmarkeder ved at fungere som benchmark for øvrige finansielle instrumenter, men en stor gældsbyrde risikerer at føre til stigende renter med skadelige virkninger for økonomien. Højere realrenter er med til at reducere de private investeringer og dermed økonomiens langsigtede vækspotentiale, den såkaldte *crowding-out*-effekt. IMF (2010) finder, at en 10 procentpoint stigning i gældsbyrden fører til en stigning i de lange realrenter på 50 basispoint på mellemlangt sigt. Ifølge Reinharts og Rogoffs (2010) analyse af 44 avancerede vækstøkonomier over de sidste 200 år er den negative effekt særligt udtalt, når gælden overstiger 90 pct. af BNP, jf. figur 4.

SAMMENHÆNG MELLEM GÆLD OG ØKONOMISK VÆKST I INDUSTRILANDE

Figur 4



Anm.: Gæld og vækst er opgjort i følgende perioder: USA 1790-2009, Italien 1880-2009 og Japan 1885-2009.
Kilde: Reinhart og Rogoff (2010).

Med en stor statsgæld øges de offentlige financers sårbarhed over for rentestigninger, da renteudgifterne i så fald vil stige mærkbart. Derved øges "sneboldseffekten", som tvinger regeringen til enten at låne yderligere for at servicere gælden eller til at stramme finanspolitikken. Fx brugte Italien og Grækenland omtrent 10 pct. af BNP på at betale renteudgifter på deres statsgæld i begyndelsen af 1990'erne, da renterne var høje. Til sammenligning udgjorde industrilandenenes sundhedsudgifter i gennemsnit 9 pct. af BNP i 2007¹.

Regeringens finanspolitiske råderum mindskes også ved en stor statsgæld. Dermed bliver det sværere at hjælpe økonomien ud af en recession ved hjælp af ekspansiv finanspolitik. Det var fx tilfældet for Italien i den seneste krise, jf. Winther 2009. Problemet kan blive aktuelt i mange industrilande, hvis det økonomiske opsving viser sig svagere end ventet, når stimuluspakkerne trækkes tilbage. I denne situation vil landene ikke have råd til i samme grad at stimulere økonomien som under den seneste krise.

Bekymring for holdbarheden af statsgælden kan også føre til stigende inflationsforventninger, hvilket kan presse realrenterne op, jf. boks 2.

¹ OECD Health at a glance 2009.

GÆLDSDYNAMIK, PRIMÆRE UNDERSKUD, NOMINEL RENTE, INFLATION OG VÆKST

Boks 2

Størrelsen af den offentlige gæld i et land i forhold til BNP, den såkaldte gældskvot, udvikler sig over tid i overensstemmelse med følgende ligning, hvor D er den absolutte gæld, Y er BNP, i er den nominelle rente, g er vækstraten for det nominelle BNP, og PD er det primære offentlige budgetunderskud (underskuddet renset for renteudgifter):

$$D_t/Y_t = ((1+i_t)/(1+g_t)) * D_{t-1}/Y_{t-1} + PD_t/Y_t \quad (1)$$

D_t/Y_t er gældskvoten ved udgangen af periode t , og $i_t * D_{t-1}$ er periodens renteudgifter på den gæld, der var ved indgangen til perioden.

Af (1) ses:

- en højere rente medfører isoleret et opadgående pres på gældskvoten
- en højere vækst g bidrager til at mindske gældskvoten, idet BNP vokser kraftigere og gør staten i stand til at betale en større absolut gæld tilbage
- selv uden primære underskud kan gældskvoten vokse, hvis renten er højere end vækstraten for BNP. Denne effekt kaldes sneboldseffekten, idet store renteudgifter kan medføre en fortsat stigende gæld og dermed gøre gældsudviklingen ukontrollabel.

INFLATIONSBEKYMNING

I situationer med en stor offentlig gæld fremføres indimellem argumenter for, at staterne vil forsøge at nedbringe gældsbyrden gennem en højere inflation. En højere inflation vil i teorien kunne understøtte gældstilbagebetaling gennem to kanaler:

1. Seignorage (eller møntningsgevinst): Højere inflation giver højere møntningsgevinst til den myndighed, der udsteder penge. IMF estimerer, at en 5 procentpoint stigning i inflationen vil medføre en stigning i møntningsgevinsten på 0,5 pct. af BNP i gennemsnit, jf. IMF (2009b).
2. En højere inflation vil umiddelbart hæve den nominelle vækst g og dermed mindske gældsbyrden, jf. ligning (1). Der må dog på lidt længere sigt forventes en stigning i den nominelle rente som følge heraf, hvorved gevinsten ved stigningen i den nominelle vækst reduceres. IMF har estimeret, at en stigning i inflationen over de kommende år fra de ventede 1,75 pct. til 6 pct. vil medføre en reduktion i industrilandenenes gæld på omtrent 8-9 procentpoint, jf. IMF (2009b).

Der kræves således en betydelig stigning i inflationen for at opnå selv mindre reduktioner af gældsbyrden.

GENERELT OM OFFENTLIG GÆLD

Staten kan i afgrænsede perioder have større udgifter end indtægter, hvilket medfører, at der optages gæld. Der kan være gode grunde til, at det ikke er hensigtsmæssigt for staten altid at tilstræbe et balanceret budget. Økonomiske og finansielle kriser kan kræve en ekspansiv finanspolitik eller understøttelse af finansielle virksomheder for at mindske de skadelige virkninger af krisen, jf. Winther (2009).

På langt sigt skal der dog være balance mellem statens indtægter og udgifter. Hvis det ikke er tilfældet, kan staten på et tidspunkt være nødsaget til at undlade at betale nogle af sine forpligtelser, enten i form af manglende tilbagebetaling af gæld eller i form af manglende udbetaling af forpligtelser over for borgerne, fx pensioner.

I de seneste årtier er der relativt få eksempler på, at stater ikke har overholdt deres forpligtelser og tilbagebetalt gæld. Det har medført, at statsobligationer i industrilandene historisk har været opfattet som nogle af de mest sikre investeringer med lav kreditrisiko, høj kreditvurdering og relativt lavt afkast sammenlignet med fx gældsinstrumenter fra store virksomheder, jf. Thomsen (2005).

Finanspolitik belyses ofte ved at se på den finanspolitiske holdbarhed, som er en solvensbetragtning for den offentlige økonomi. De offentlige finanser anses som holdbare, hvis værdien i nutidskroner af alle fremtidige offentlige udgifter, inkl. rentebetalinger på gælden, ikke overstiger værdien i nutidskroner af alle fremtidige offentlige indtægter, jf. Det Økonomiske Råd (2004).

Den løbende finansiering af den offentlige gæld, altså en likviditetsbetragtning, indgår således ikke i holdbarhedsbetragtningen. Der er dog en sammenhæng mellem de to begreber. Besværligheder med den løbende finansiering af statens gæld og deraf følgende højere renteomkostninger ved gældsbetjening vil sætte pres på solvensen. Usikkerhed om den langsigtede holdbarhed for de offentlige finanser kan desuden skabe vanskeligheder ved at finansiere den nuværende gæld.

SCENARIER FOR GÆLDSUDVIKLINGEN I UDVALGTE LANDE

I dette afsnit undersøges det finanspolitiske stramningsbehov på baggrund af stiliserede fremskrivninger af den offentlige gæld under forskellige antagelser (se appendiks for nærmere beskrivelse). Idet antagelserne kan vise sig at skyde forbi, undersøges også resultaternes følsomhed over for de forskellige parametre.

Fremskrivningerne er baseret på ligning 1 i boks 2. Frem til 2011 anvendes Europa-Kommissionens skøn fra maj for EU-landene og OECD-data fra november 2009 for USA og Japan. Dataene har dermed indarbejdet EU-landenes konvergensprogrammer. Den vækstkorregerede rente (renten minus BNP-vækstraten) antages at være 1 pct. og ens på tværs af landene. Det primære underskud antages at være tilbage på sit strukturelle niveau i 2012 i takt med, at produktionen er tilbage på sit strukturelle niveau¹, sådan at der i fremskrivningen er tale om finanspolitiske

¹ Dette er en relativt optimistisk antagelse, idet forventningen er, at der vil gå flere år, inden industrilandenenes vækst igen når op på det potentielle niveau.

tilpasninger af den strukturelle primære saldo fra 2012 til 2020. Der er i fremskrivningerne indarbejdet skøn for stigningen i de aldersrelaterede udgifter bortset fra Japan. Den nøjagtige størrelse på stramningsbehovene skal dog ikke tillægges for stor vægt, da de er afhængige af fremskrivningsantagelserne. Det centrale er størrelsesordenen af de finanspolitiske udfordringer og forskellene mellem landene.

I det første scenario stabiliseres den offentlige gæld i 2015. Der er dog flere argumenter for, at en stabilisering af gældskvoten ikke er nok, da høje gældskvoter har betydelige negative realøkonomiske konsekvenser, jf. boks 1. En nedbringelse af gældskvoten til 90 pct. er derfor valgt som andet scenario. Det sidste scenario illustrerer, hvor stor stramningen skal være for at nedbringe gælden til 60 pct. af BNP, som er gældsmålet i Maastricht-traktaten. For gældsmålene på 60 og 90 pct. af BNP er det valgt, at disse skal være opfyldt i 2020.

RESULTATER AF FREMSKRIVNINGERNE

Selv i det blødeste scenario med gældsstabilisering i 2015 kræves betydelige stramninger af den strukturelle primære balance i en række lande. Således skal 10 af 16 lande stramme med mere end 0,5 pct. af BNP årligt fra 2012 til 2015, jf. tabel 1.

Stramningsbehovet er størst i lande med store underskud som Storbritannien, USA, Irland, Spanien og Japan, der både er ramt af betydelige underskud og store renteudgifter på grund af den høje gæld. I en række af de sydeuropæiske lande med store underskud, herunder Grækenland og Portugal, er opstramningsbehovet fra 2012 mindre, end man kunne have forventet. Det skyldes det lavere strukturelle element i deres primære underskud¹, der medfører en betydelig forbedring fra 2011 til 2012 som følge af antagelsen om, at den primære balance vender tilbage til det strukturelle niveau i 2012. Gældsniveauet for stabiliseringen i 2015 spænder fra 40-60 pct. af BNP i de nordiske lande til over 140 pct. i Grækenland og mere end 210 pct. i Japan. For en lang række lande stabiliserer gælden sig over 90 pct., hvilket gør, at målet om gældsstabilisering kun er en nødløsning. Dette understreges endvidere af, at renteudgifterne i Grækenland, Italien og USA vil overstige 5 pct. af BNP, og i de øvrige lande (på nær de nordiske) 3 pct. af BNP.

¹ I Kommissionens seneste skøn er indregnet en finanspolitisk stramning fra 2009 til 2011 på 5,9 procentpoint i Grækenland. For Spanien 2,6 procentpoint og for Portugal 1,3 procentpoint.

OVERSIGT OVER STRAMNINGSBEHOV I SCENARIERNE¹

Tabel 1

Pct. af BNP	Brutto- gæld i 2009	Gældsstabilisering i 2015		Gældskvotepå 90 pct. i 2020		Gældskvotepå 60 pct. i 2020	
		Årlig stram- ning	Akkumuleret	Årlig stram- ning	Akkumuleret	Årlig stram- ning	Akkumuleret
Japan	189	3,2	12,8	5,5	43,9	6,3	50,5
Grækenland	115	1,3	5,2	2,2	17,5	3,0	24,0
USA	84	2,3	9,2	2,0	15,9	2,8	22,4
Irland	64	2,6	10,4	1,9	15,0	2,7	21,5
Storbritannien	68	2,2	8,8	1,6	12,6	2,4	19,1
Portugal	77	1,5	5,9	1,1	9,0	1,9	15,5
Frankrig	78	1,4	5,7	1,0	8,2	1,8	14,8
Spanien	53	1,8	7,0	0,8	6,7	1,7	13,2
Italien	116	0,0	0,1	0,8	6,5	1,6	13,0
Belgien	97	0,4	1,7	0,6	5,1	1,4	11,6
Euroområdet	79	0,9	3,5	0,6	5,0	1,4	11,5
Tyskland	73	0,5	2,1	0,2	1,5	1,0	8,0
Holland	61	0,9	3,5	0,1	0,8	0,9	7,3
Østrig	67	0,5	1,9	-0,1	-0,7	0,7	5,8
Danmark	42	0,6	2,4	-0,7	-5,3	0,1	1,2
Finland	44	0,2	0,8	-0,8	-6,4	0,0	0,1
Sverige	42	0,0	0,0	-1,3	-10,2	-0,5	-3,7

Anm.: Stramning af den strukturelle primære saldo. Tabellen er sorteret efter 90 pct.-scenariet.

Kilde: Egne beregninger.

For at sikre en gældskvotepå under 90 pct. i 2020 skal der strammes mere op i en længere periode: Fem lande skal stramme med mere end 1,5 pct. af BNP årligt og syv lande med mere end 1 pct., jf. tabel 1. For Japan er begge gældsmål meget svære at nå med den valgte tidshorisont, idet stramningerne beløber sig til mere end 5 pct. af BNP årligt.

For de nordiske lande samt Tyskland, Holland og Østrig er Maastricht-målet opnåeligt i 2020, mens det for Irland, Storbritannien, Grækenland, Italien, Frankrig, Spanien og Portugal vil kræve en voldsom opstramning.

Som ovenstående viser, står mange industrilande over for en finanspolitisk udfordring, som er betydelig i en historisk sammenhæng og kræver beslutninger i dag. Kun 10 industrilande har strammet den strukturelle primære balance mere end 10 pct. akkumuleret i nyere tid, jf. IMF (2009c). For Japan, USA, Irland og Storbritannien kræves en stramning af denne størrelsesorden for bare at stabilisere gælden, jf. tabel 1.

¹ At opstramningsbehovet i scenarierne er større i Danmark end i Sverige på trods af den samme gældskvotepå i 2009 skyldes, at underskuddet på den strukturelle saldo i Sverige er mindre end i Danmark.

Følsomhed over for antagelserne i fremskrivningen

En lavere vækst vil både gøre den nødvendige konsolidering af finanspolitikken større og gøre det sværere for landene at konsolidere. Det er meget usikkert, i hvilket omfang finanskrisen har reduceret vækstpotentialet i de industrialiserede lande. OECD forventer generelt, at væksten i gennemsnit bliver 0,9 pct. lavere i 2011-17 i forhold til de otte år op til krisen. I Irland, Grækenland og Spanien ventes vækstnedgangen at være særligt udtalt.

Rentens betydning for de offentlige finanser er modsatrettet af væksten, jf. boks 2, idet den øger de løbende renteudgifter og dermed besværliggør en forbedring af de offentlige finanser.

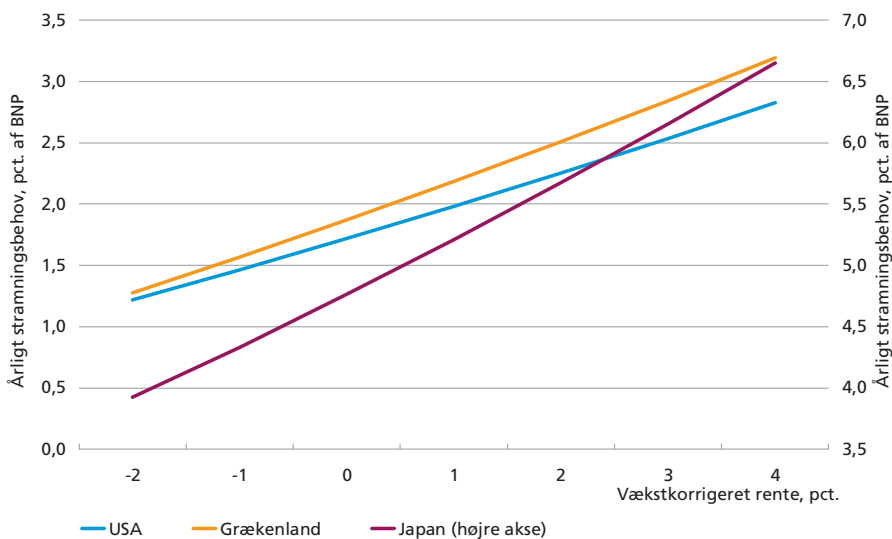
Det er den initiale gældskvotet og forholdet mellem renten og væksten, der er afgørende for, hvor stor en finanspolitisk stramning der er nødvendig for at opnå et givet gældsmål. Jo højere gældsniveauet er, jo større rolle spiller den vækstkorrigerede rente, jf. figur 5.

Fra 1990 til 2009 varierede den vækstkorrigerede rente i de undersøgte lande fra -2 til 2,5 pct., jf. figur 6, mens der i fremskrivningerne er anvendt + 1 pct.

For Grækenland vil en fortsættelse af de meget gunstige vækst- og renteforhold fra de seneste 10 år reducere den nødvendige akkumulerede reduktion af den strukturelle primære balance fra 17,5 pct. af BNP

FØLSOMHED OVER FOR DEN VÆKSTKORRIGEREDE RENTE I 90 PCT. SCENARIET

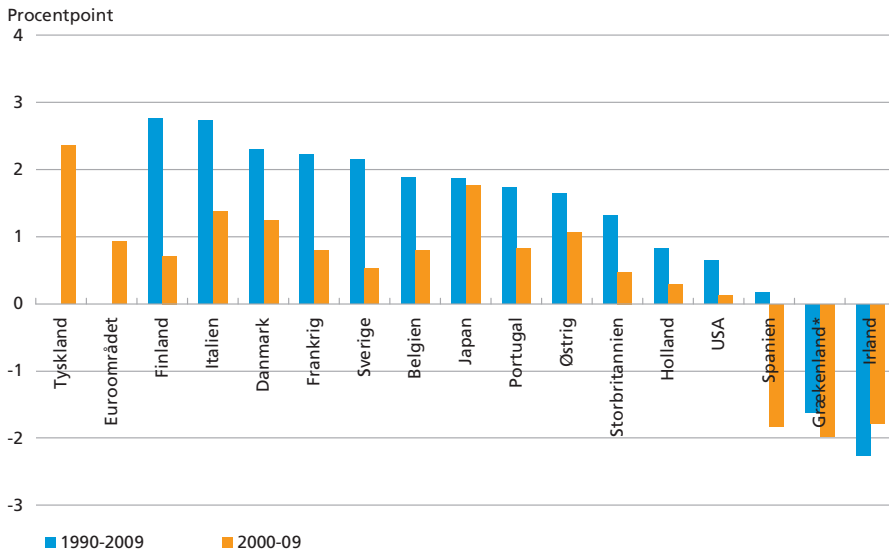
Figur 5



Kilde: Egne beregninger.

VÆKSTKORRIGERET RENTE

Figur 6



Anm.: De manglende observationer for euroområdet og Tyskland skyldes datamangel. *For Grækenland går data kun tilbage til 1997.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 86.

til omkring 10 pct., hvis målet er en gældskvote på 90 pct. i 2020, jf. tabel 2. En fastholdelse af de store rentespænd, landet oplever i dag, eller en væsentlig vækstreduktion kan derimod øge størrelsen af konsolideringen til mere end 25 pct. af BNP.

Dette understreger betydningen af den vækstkorregerede rente i den finanspolitiske konsolidering. Især i lande som Spanien, Grækenland og Irland vil der formentlig fremadrettet blive tale om et helt andet klima for gældsudviklingen end de yderst gunstige forudsætninger fra 2000 til 2009, jf. figur 6 og tabel 2. De krævede finanspolitiske stramninger vil som resultat heraf blive væsentligt hårdere.

Effekt af en samtidig finanspolitisk stramning i industrilandene

Det er uden fortilfælde i nyere tid, at så mange lande på samme tid skal konsolidere deres finanspolitik i så omfattende grad.

AKKUMULERET STRAMNINGSBEHOV I 90 PCT.-SCENARIET

Tabel 2

Pct. af BNP	Vækstkorrigeret rente på 1 pct.	Historisk vækstkorregeret rente
Spanien	6,7	2,4
Irland	15,0	9,6
Grækenland	17,5	10,4

Kilde: Egne beregninger.

EFFEKTER AF ET ENKELT LANDS OG EN SAMTIDIG FINANSPOLITISK
KONSOLIDERING

Tabel 3

Effekter af finanspolitisk konsolidering svarende til 1 pct. af eget lands BNP	Førsteårs ændring i BNP (procent) i:				
	USA	Japan	Euro- området	OECD- området	Heraf effekt på eget land ¹
<i>Stramninger foretaget i:</i>					
USA	-0,9	-0,2	-0,1	-0,5	-0,3
Japan	0,0	-0,8	0,0	-0,2	-0,1
Euroområdet	-0,1	-0,1	-0,8	-0,3	-0,2
OECD	-1,2	-1,3	-1,1	-1,1	
Effekt af andre landes stramning i procent af effekt af egen stramning	33	63	38		

¹ Effekt på OECD-områdets BNP hidrørende fra BNP-fald i det land, der foretager stramningen.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 86, november 2009, tabel 1.7.

OECD har foretaget en modelberegning af virkningerne på BNP af isole-rede stramninger af finanspolitikken i USA, Japan og euroområdet sam-menlignet med virkningerne af en samtidig stramning af finanspolitik-ken i alle OECD-lande. Landenes vækst vil på kort sigt blive dæmpet af den nationale finanspolitiske konsolidering. Den samtidige konsolide-ring i de andre lande vil reducere væksten yderligere med omkring 30 til 60 pct. i forhold til en rent national konsolidering, jf. tabel 3. Væksten rammes hårdest i eksportorienterede økonomier som den japanske, idet disse økonomier er mere sårbare over for en nedgang i den globale ef-terspørgsel.

OECD's modelberegning tager dog ikke højde for, at den finanspoliti-ske konsolidering kan sænke de lange renter, hvilket kan modvirke den efterspørgselsdæmpende effekt. Især i lande med høj gældsbyrde og meget store eller hastigt stigende budgetunderskud er der erfaring for, at de kontraktive effekter af en finanspolitisk konsolidering kan blive afbødet af rentefald og positive tillidseffekter, jf. Alesina og Ardagna (1998) og ECB (2010). Også det tidligere omtalte empiriske studie af Reinhart og Rogoff (2010) har vist, at den økonomiske vækst kan blive hæmmet, når den offentlige gældskvote overstiger et kritisk niveau. Under alle omstændigheder tilsiger traditionel økonomisk teori, at en finanspolitisk konsolidering vil øge produktionen på længere sigt, fordi den baner vej for en lavere realrente, der fremmer investeringerne.

APPENDIKS: ANTAGELSER I FREMSKRIVNINGEN

Fremskrivningerne af de offentlige finanser er foretaget på baggrund af Europa-Kommissionens forårsprognose maj 2010 for EU-landene og databasen for OECD's Economic Outlook, nr. 86 fra november 2009 for Japan og USA. Tal for de aldersrelaterede offentlige udgifter for EU-landene er fra Europa-Kommissionen (2010), mens de tilsvarende tal for USA er fra Congressional Budget Office (2009). Der er ikke medtaget aldersrelaterede udgifter for Japan.

Det er antaget, at industrilandenets økonomi er normaliseret i et sådant omfang i 2012, at produktionsgabets er lukket og den primære balance vendt tilbage til sit strukturelle niveau. For flere industrilande med meget store produktionsgab er dette en optimistisk antagelse, mens det for andre er tættere på det forventede forløb.

Yderligere er det for enkelthedsens skyld antaget, at forskellen mellem den nominelle rente og vækst er 1 pct. i alle landene gennem fremskrivningsperioden. Dette forhold har i gennemsnit været 1,4 pct. fra 1990-2009 for de udvalgte lande. Der har dog været store landeforskelle i perioden, jf. figur 5, hvor forholdet i nogle lande som følge af høj vækst har været negativt. Det er imidlertid yderst vanskeligt at forudse de landespecifikke udviklingstendenser i forholdet, hvorfor det som et basisscenario er valgt at se bort fra landeforskelle.

LITTERATUR

Alesina og Ardagna (1998), Tales of fiscal contractions, *Economic Policy*, nr. 27, side 487-545.

Blommestein, H.J. og A. Gok (2009), The Surge in Borrowing Needs of OECD Governments: Revised Estimates for 2009 and 2010 Outlook, OECD.

Congressional Budget Office (2009), The Long-Term Budget Outlook, juni 2009.

Danmarks Nationalbank (2001), *Statens låntagning og gæld*.

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

Danske Research (2010), Debt on a dangerous path, Research Euroland.

Det Økonomiske Råd (2004), Finanspolitisk holdbarhed, *Dansk Økonomi*, forår, kapitel 2.

Deutsche Bank (2010), Global Economic Perspectives: The Public Debt Challenge, 13. januar.

ECB (2010), Euro area fiscal policies and the crisis, *Occasional Paper series*, nr. 109, april.

Europa-Kommissionen (2008), The 2009 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methods, nr. 7.

Europa-Kommissionen (2009), Sustainability Report, *European Economy* nr. 9.

Europa-Kommissionen (2010), European Economic forecast, forår.

IMF (2009a), Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis, *Occasional Paper*, nr. 269.

IMF (2009b), A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Countries, *IMF Staff Position Note*, nr. 22.

IMF (2009c), The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor, *IMF Staff Position Note*, nr. 25, november.

IMF (2010), *World Economic and Fiscal Surveys*: Fiscal Monitor, maj.

OECD (2009a), *Economic Outlook* nr. 86, Paris.

OECD (2009b), *Health at a glance*, Paris.

OECD (2009c), *Tax Factbook*.

Reinhart, Carmen og Kenneth Rogoff (2010), Growth in a time of debt, fremkommer i *American Economic Review Papers and Proceedings*.

Thomsen, Jens (2005), Rente og risiko, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Winther, Ann Louise (2009), Virkning af finanspolitik under krisen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Bruttonationalprodukt og velfærd

Paul Lassenius Kramp, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Målet for politisk virke i demokratiske samfund er overordnet at sikre størst mulig velfærd for landets borgere i dag såvel som i fremtiden. Når politikere, makroøkonomer og andre diskuterer velfærd og økonomisk udvikling i Danmark, er fokus ofte på bruttonationalproduktet, BNP. Regeringen har fx som overordnet mål i sin 2020-plan, at Danmark skal være blandt verdens 10 rigeste lande i 2020 målt på BNP pr. indbygger.

BNP måler et lands økonomiske velstand opgjort som produktion eller indkomst. Udviklingen i BNP er stærkt korreleret med ændringer i flere samfundsmæssigt vigtige størrelser, bl.a. skattebetalinger og arbejdsløshed samt i mindre grad sundhed og uddannelse. Det er derfor ikke tilfældigt, at BNP har en central rolle i samfundsdebatten.

BNP kritiseres dog med mellemrum for ikke at give et reelt billede af velfærden. Hvis BNP er et dårligt mål for velfærd, kan ensidig fokusering på at øge BNP medføre, at der træffes forkerte politiske beslutninger. Nobelpristager Joseph Stiglitz har fx argumenteret for, at målsætninger om størst mulig BNP-vækst vil reducere velfærden. Kritikken af BNP er ikke ny, og der er løbende igennem de sidste 30-40 år blevet arbejdet med at konstruere alternative mål. Diskussionen er på det seneste blusset op igen, bl.a. som følge af offentliggørelsen af en nylig rapport vedr. BNP's begrænsninger som mål for økonomisk og social fremgang. Rapporten var bl.a. skrevet af de to Nobelpristagere i økonomi, Joseph Stiglitz og Amartya Sen.

Kritikken af BNP som velfærdsindikator har to principielt forskellige dele. For det første er der en række opgørelsesmæssige problemer – bl.a. opdelingen i pris- og mængdeændringer samt opgørelsen af offentlig produktion – der betyder, at både niveauet af og væksten i BNP kan afvige fra den faktiske produktion. Endvidere kan fx ændrede bytteforhold betyde, at indkomsten udvikler sig forskelligt fra produktionen. Hermed vil udviklingen og niveauet i BNP ikke fuldt ud kunne bruges som mål for den økonomiske velstand.

For det andet er der en række faktorer, der har stor betydning for velfærden, men som ikke inkluderes i BNP. Der er derfor blevet foreslået en række alternative mål for velfærden, såkaldte velfærdsindikatorer. Nogle velfærdsindikatorer tager afsæt i nationalregnskabet. Herefter inkluderes en række andre forhold, der påvirker velfærden, fx fritid, sundhedstilstand og uddannelsesniveau. Disse velfærdsindikatorer synes ikke at give et væsentligt bedre billede af velfærden, idet bl.a. sundhed og uddannelse er godt korreleret med BNP.

Andre velfærdsindikatorer forsøger i stedet at måle velfærd direkte, bl.a. via spørgeskemaer om subjektiv lykkefølelse. Disse indikatorer udvikler sig anderledes end BNP. På tværs af lande er BNP og lykke godt korreleret, men over tid forekommer den målte lykke at være uafhængig af udviklingen i BNP. Dette tilsyneladende paradoks forklares bl.a. ved, at det er den relative position i indkomsthierarkiet, der er relateret til lykke, og ikke det absolutte indkomstniveau. Højere indkomst øger derfor ikke lykken, hvis alle andre også er blevet mere velstående.

Ud over at være et dårligt mål for velfærd kritiseres BNP også for, at bæredygtighed ikke inkluderes. Bæredygtighed kan ses som en løbende vedligeholdelse af nødvendige resurser, fx kapitalapparatet, "naturkapitalen" målt ved mængden af naturresurser og miljøkvaliteten, samt omfanget af humankapital. Indikatorer, der belyser bæredygtigheden, bør dog analyseres parallelt med velfærdsindikatorer for ikke at sammenblande den nuværende velfærd med indikatorer for potentiel fremtidig produktion.

På trods af en række forbehold bør BNP – som velstandsindikator – have en central rolle i velfærdsdebatten. Øget velstand kan bruges til at forbedre områder, der vurderes som centrale for velfærden. Endvidere er BNP godt korreleret med en række faktorer, der har betydning for velfærden, bl.a. arbejdsløshed, sundhed og uddannelse. Aspekter, der påvirker velfærden, men som ikke inkluderes i BNP, bør indgå i den politiske debat, men de skal ikke nødvendigvis samles i én enkelt velfærdsindikator.

Artiklen er opbygget som følger. Først gennemgås styrkerne og svaghederne ved BNP og andre størrelser i nationalregnskabet som mål for den økonomiske velstand. Efterfølgende belyses sammenhængen mellem velstand og velfærd, og forskellige indikatorer for velfærd diskuteres. Tredje afsnit fokuserer på bæredygtighed, og sidste afsnit afrunder.

NATIONALREGNSKAB, BNP OG VELSTAND

Nationalregnskabet skal give et helhedsbillede af samfundsøkonomien ved at vise, hvordan der via produktion skabes indkomst, som efterføl-

gende forbruges eller spares op. Opsparingen kan enten investeres i reale eller finansielle aktiver. Nationalregnskabet beskriver alle disse transaktioner inden for et afstemt kontosystem.

BNP er den centrale størrelse i nationalregnskabet og kan opgøres fra tre forskellige vinkler, nemlig fra produktions-, anvendelses- og indkomstsiden. BNP opgjort fra produktionssiden repræsenterer markedsværdien, målt i kroner, af den endelige produktion i en given periode, dvs. værdien af den samlede produktion minus værdien af de råvarer og halvfabrikata, der er blevet forbrugt i produktionsprocessen. Alternativt kan BNP anskues fra anvendelsessiden, hvor BNP er lig med summen af forbrug, investeringer og nettoeksport. Endelig kan BNP betragtes som værdien af den samlede indkomst, som fordeles mellem lønmodtagere, virksomheder og det offentlige.

Den monetære værdiansættelse gør det nemt at summere varer og tjenester, der er meget forskellige af natur. Endvidere er markedspriserne mere end et regnskabsmæssigt instrument. Økonomisk teori tilsiger, at forholdet mellem priserne på forskellige produkter afspejler forbrugernes relative vurdering af nytten af produkterne, så markedsværdien er et godt mål for nytteværdien af forbruget.

Udviklingen i BNP renset for inflation er en gennemtænkt måde at opgøre, hvordan et samfunds velstand udvikler sig over tid, idet forbrugsmulighederne i sidste ende bestemmes af produktionen.

Klassiske BNP-problemer

Der kan dog peges på en række forhold, der vanskeliggør brugen af BNP som indikator for den økonomiske velstand over tid og på tværs af lande. Forholdene skyldes både slør i opgørelsen af BNP som følge af manglende data og forskelle i opgørelsesmetoderne på tværs af lande.

Statistikbureauerne forbedrer og ensarter løbende opgørelsesmetoderne, så overensstemmelsen mellem målt og faktisk produktion forbedres, ligesom mulighederne for internationale sammenligninger bedres.

Opdeling i pris- og mængdeændringer

En række af nationalregnskabets begreber, bl.a. BNP, kan opfattes som en værdi, der er dannet som produktet af en pris og en mængde. Forbedret kvalitet betragtes i nationalregnskabet som stigende mængder.

Det er vanskeligt at identificere korrekt, hvordan ændret kvalitet påvirker prisudviklingen i særdeleshed for tjenester, jf. Stiglitz, Sen og Fitoussi (2009, side 87 f.). Ved manglende identifikation af kvalitetsforbedringer vil stigende priser som følge af forbedret kvalitet fejlagtigt blive registreret som inflation. Konsekvensen bliver i givet fald, at den reale vækst undervurderes, mens inflationen overvurderes.

Opgørelse af den offentlige sektors produktion

Værdien af den offentlige produktion af varer og tjenester er vanskelig at opgøre, idet produktionen ikke sælges på et marked, og der derfor ikke findes markedspriser. Værdien af produktionen beregnes i Danmark i stedet ud fra omkostningerne. Den registrerede offentlige produktion kan derfor kun øges ved at forøge omkostningerne. Hermed bliver produktivitetsvæksten pr. definition nul. For bl.a. sundhedsvæsenet vil denne beregningsmetode undervurdere det sande output, jf. Deveci, Heurlén og Sørensen (2008) og figur 1. En stor offentlig sektor vil derfor reducere den registrerede vækst og produktivitet for den samlede økonomi.

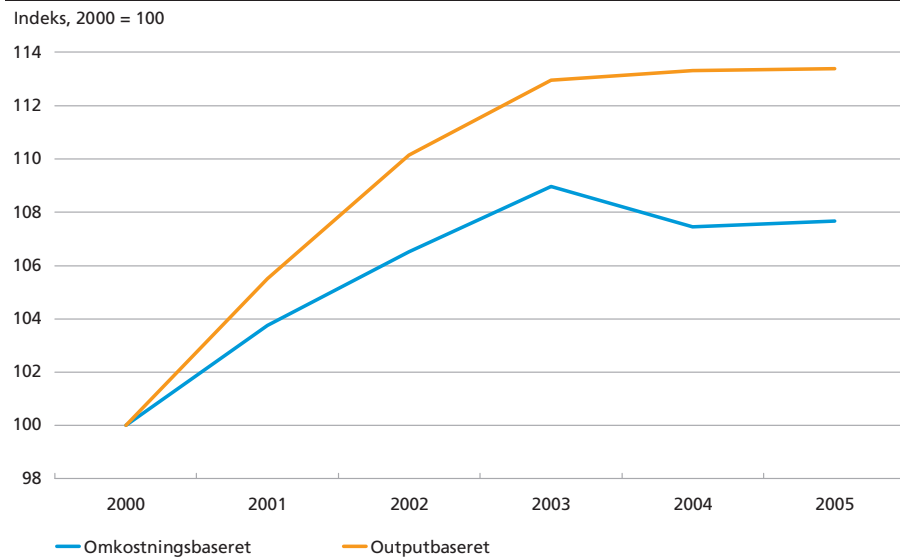
Opgørelse af endelig produktion

Kun mængden af varer og tjenester, der går til forbrug, eksport eller investeringer, inkluderes i BNP. Halvfabrikata inkluderes derimod ikke for at undgå dobbelttælling. Opdelingen i forbrug, halvfabrikata og investeringer giver anledning til forskelle på tværs af lande. Det gælder fx for opdelingen af den finansielle sektors produktion imellem forbrug og halvfabrikata, opdelingen af softwareinput mellem investeringer og halvfabrikata og mængden af militære investeringer, der inkluderes i BNP, jf. Ahmad med flere (2003).

Forskelle på opgørelsesmetoderne kan give anledning til niveauforskelle lande imellem. Konsekvente niveauforskelle påvirker ikke BNP-

MÆNGDEN AF SUNDHEDSYDELSER I DANMARK

Figur 1



Anm.: Output er ikke kvalitetsjusteret.

Kilde: Deveci, Heurlén og Sørensen (2008).

vækstraterne på langt sigt. På kort sigt kan forskellige opgørelser af niveauerne dog godt påvirke vækstraterne.

Afgrænsning af markedet

Der er en betydelig produktion af hovedsageligt tjenester, der beslaglægger store arbejdskrafts- og kapitalresurser, men som ikke sælges på et marked. Husholdninger laver mad, gør rent og passer børn i hjemmet, vedligeholder deres boliger og modtager et afkast af at bo i ejerbolig i form af værdien af boligydelsen (lejeværdien). Den offentlige sektor stiller bl.a. brandvæsen, politi, undervisning og sundhedsydelser til rådighed gratis. Alle disse tjenester ville skabe en betydelig indtægt, hvis de skulle købes på markedsvilkår.

Hvis det skal undgås, at BNP påvirkes af, hvem der udbyder en given vare eller tjeneste, skal denne produktion inkluderes. Samtidig vil man opnå et mere fuldstændigt billede af økonomien. En del af den ikke-markedsmæssige produktion bliver inkluderet i BNP, bl.a. tjenester udbudt af den offentlige sektor og lejeværdien af egen bolig. Husholdningernes produktion i hjemmet, fx madlavning, rengøring og børnepasning, inkluderes derimod ikke.

Konsekvensen bliver, at såfremt husholdningerne køber tjenesteydelser, som de tidligere selv producerede, vil BNP vokse på trods af, at produktionen er den samme, jf. Stiglitz, Sen og Fitoussi (2009, side 89 f.) Endvidere vanskeliggøres sammenligninger af BNP på tværs af lande med forskellige erhvervsfrekvenser. I lande, hvor fx en stor del af ældreplejen og børnepasningen foregår i hjemmet, vil BNP være mindre end i lande, hvor denne produktion hovedsageligt sker uden for hjemmet. Sammenligning af BNP på tværs af lande kan derfor overvurdere forskellen i den faktiske produktion.

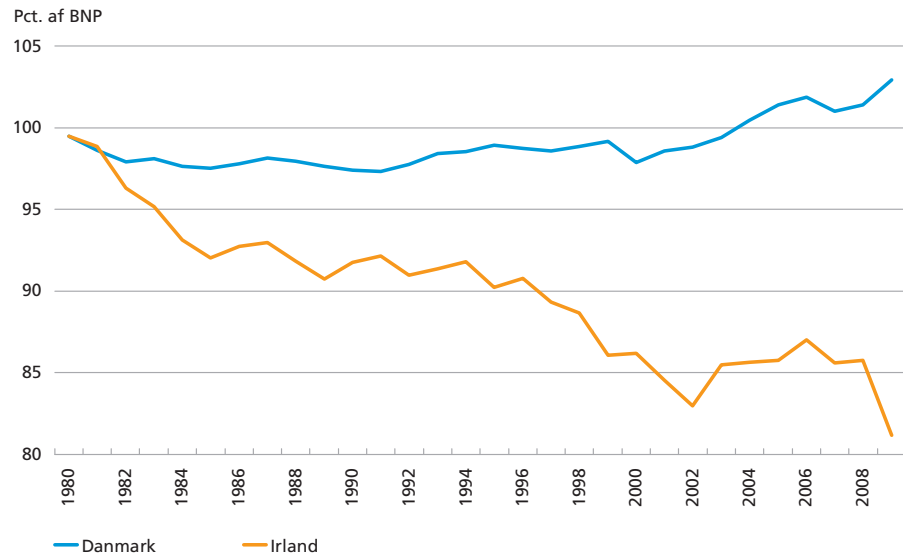
BNP og nationalindkomsten

I en globaliseret verden kan der være betydelig forskel mellem udviklingen i produktionen (BNP) og den indkomst, der tilfalder borgerne i landet, bruttonationalindkomsten, BNI. Der er to væsentlige årsager.

For det første sendes en del af indkomsten, der skabes i et land, til ejere i udlandet, ligesom der modtages indkomst fra investeringer i udlandet. Ved at korrigere BNP for bl.a. disse strømme fås BNI. Målt i forhold til BNP er BNI i Danmark steget svagt siden begyndelsen af 1980'erne, jf. figur 2, mens udviklingen i fx Irland har været modsat. Udviklingen i Irland skyldes, at BNP-væksten bl.a. er blevet drevet af et stort indryk af udenlandske virksomheder, hvis overskud delvis sendes ud af landet. På langt sigt vil transfereringer til og fra udlandet hovedsageligt påvirke niveauet og ikke væksten i BNI.

BRUTTONATIONALINDKOMST

Figur 2



Anm.: Både BNP og BNI er opgjort i løbende priser.
Kilde: OECD, OECD.Stat.

For det andet kan import- og eksportpriser udvikle sig forskelligt. Hvis fx prisen falder på importvarer i forhold til eksportvarer, vil man for samme mængde eksport kunne købe en større mængde import, dvs. bytteforholdet forbedres. Det kan illustreres ved at sammenholde udviklingen i mængder i BNP og BNI.

Siden årtusindskiftet har Danmark haft en væsentlig forbedring af bytteforholdet, jf. figur 3 (venstre). BNI er steget godt 7 procentpoint mere end BNP fra 2000 til 2008. Den danske bytteforholdsforbedring betyder, at Danmarks BNI faktisk er vokset lidt mere end USA's fra 1. kvartal 1990 til 4. kvartal 2009, på trods af at væksten i BNP pr. indbygger er mindre i Danmark end i USA, jf. figur 3 (højre).

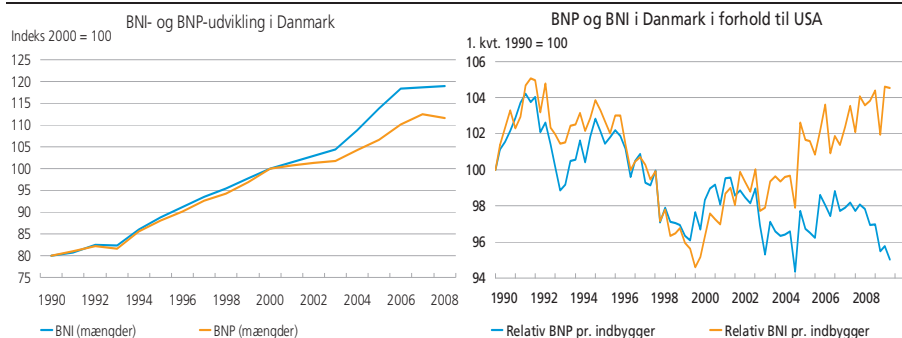
Sammenligning på tværs af lande

Ved sammenligninger af både niveauet og vækstrater på tværs af lande er det nødvendigt at korrigere for befolkningsvæksten. En stigende befolkning medfører alt andet lige en større produktion og dermed højere BNP-vækst. Den større produktion skal deles af flere, hvormed den individuelle velstand ikke nødvendigvis stiger.

For at sammenligne BNP-niveauer på tværs af lande er det ydermere nødvendigt at omregne til en fælles valuta. Hvis markedsvalutakurserne benyttes, varierer priserne på identiske varer og tjenester meget fra land til land, idet markedsvalutakurserne ikke blot afspejler de relative priser på varer og tjenester, men også påvirkes af renteforskelle, finansielle

BNP OG BNI I DANMARK OG USA

Figur 3



Anm.: Ved beregningen af BNI i mængder korrigeres der for bytteforholdsændringer. Se fx Danmarks Statistik (2008), side 262 f. for en nærmere beskrivelse. Venstre figur: årsdata, højre figur: kvartalsdata.

Kilde: Danmarks Statistik og Reuters EcoWin.

strømme mv. I stedet kan der konstrueres kunstige valutakurser, der sikrer, at en kurv af varer og tjenester koster det samme i alle lande. Herved korrigeres der for forskelle i købekraften. Sammenligning af kvalitetsforskelle på beslægtede produkter på tværs af lande er notorisk vanskelig, jf. Stiglitz, Sen og Fitoussi (2009), og kan derfor give anledning til usikkerhed ved internationale sammenligninger.

Benyttes markedsvallutakursen i 2008 var det danske BNP pr. indbygger ca. 130 pct. af det amerikanske. Tages der højde for, at man med 1.000 kroner kan købe færre varer i Danmark end i USA som følge af det høje danske prisniveau, var det danske BNP pr. indbygger kun knap 80 pct. af det amerikanske.

VELFÆRDSINDIKATORER

Der er igennem de sidste 30 år blevet foreslået en række forskellige velfærdsindikatorer, se fx Jensen (1995). Nogle har afsæt i økonomisk velstand som målt i nationalregnskabet med en række efterfølgende korrektioner, mens andre forsøger at måle lykke direkte.

Velfærdsindikatorer med afsæt i nationalregnskabet

Indikatorer, der bygger på nationalregnskabet, tager typisk udgangspunkt i forbruget, inkl. individuelt offentligt forbrug af bl.a. dagpasning, undervisning og sundhedsydelser og ældrepleje, ligesom værdien af produktionen i hjemmet tillægges. Efterfølgende foretages der en række korrektioner, så indikatoren bedst muligt afspejler udviklingen i velfærd.

Defensive udgifter

Defensive udgifter kan defineres som udgifter, der afholdes udelukkende for at modgå negative eksterne påvirkninger. Typiske eksempler er

offentligt forbrug som politi, militær og forebyggelse af forurening. Disse udgifter har kun en værdi i kraft af, at de modvirker en velfærdsforringelse forårsaget af andres adfærd. Det er blevet foreslået, at defensive udgifter skal betragtes som halvfabrikata og derfor ikke medtages i BNP. Udgifter til politi skal således betragtes som en resurse, der forbruges i forbindelse med anden produktion. Andre foreslår, at defensive udgifter i stedet betragtes som reinvesteringer, jf. Stiglitz, Sen og Fitoussi (2009), side 103 f.

En korrektion for defensive udgifter mindsker forbrugsniveauet, men synes at udgøre en relativt fast andel af forbruget, jf. figur 4. Væksten i forbruget påvirkes dermed ikke væsentligt. En korrektion vil endvidere betyde, at BNP formentlig bliver dårligere korreleret med bl.a. arbejdsløsheden, idet dele af den økonomiske aktivitet udelades.

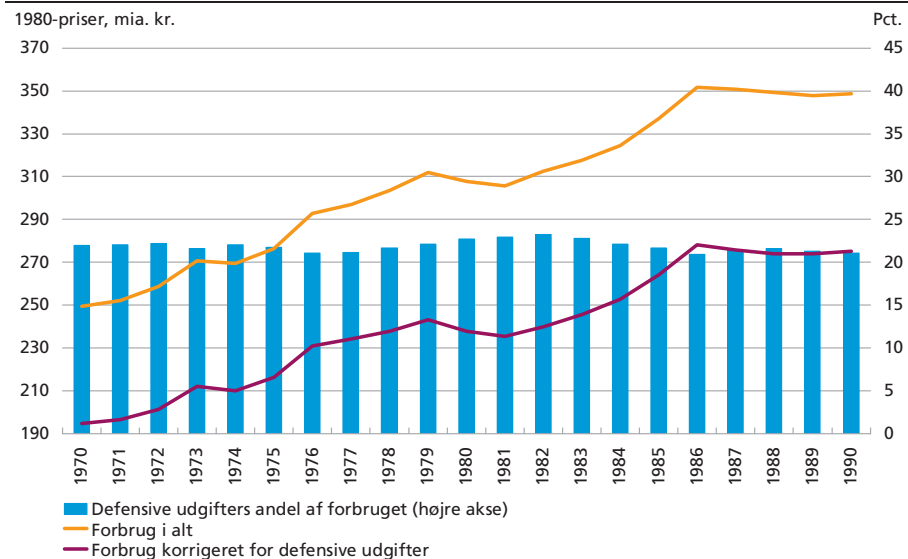
Fritid

De fleste menneskers velfærd afhænger ikke blot af forbruget, men også af mængden af fritid. Fritid kan derfor inkluderes i en velfærdsindikator.

Beregninger af værdien af fritid er behæftet med stor usikkerhed, og udviklingen og niveauet vil i vidt omfang blive bestemt af de beregningsmæssige antagelser, jf. Jensen (1995). For det første er tiden væk fra arbejdet ikke nødvendigvis fritid – fx vil øget tid brugt på transport til og fra arbejde reducere velfærden. For det andet er der ikke en enty-

UDVIKLINGEN I FORBRUG OG DEFENSIVE UDGIFTER

Figur 4



Anm.: Serierne er i faste priser.

Kilde: Jensen (1995).

dig pris på fritid. Fritid som følge af arbejdsløshed øger formentligt velfærden mindre end en frivillig reduktion af arbejdstiden. Man kan derfor argumentere for, at prisen på fritid i forbindelse med arbejdsløshed er mindre end for beskæftigede.

Human Development Index

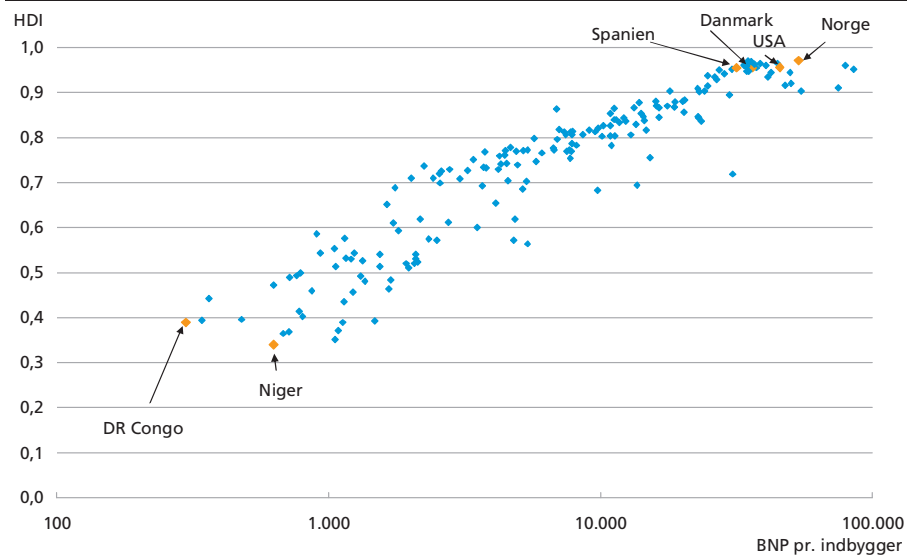
FN udarbejder et mål for velfærd, Human Development Index, HDI, der inkluderer materielle goder (BNP pr. indbygger), sundhed (bl.a. forventet levetid) og uddannelse (bl.a. gennemsnitligt uddannelsesniveau). HDI og BNP pr. indbygger er ganske tæt korreleret, jf. figur 5, idet både forventet levetid og det gennemsnitlige uddannelsesniveau i vid udstrækning varierer sammen med materiel velstand, jf. figur 6. HDI giver derfor ikke et væsentligt bedre billede af velfærden på tværs af lande. Sammenligninger af hver enkelt underkomponent for sig kan dog bidrage til et mere nuanceret billede af velfærden.

Velstand og lykke

Traditionel økonomisk teori antager for det meste, at man ikke objektivt kan måle og sammenligne de enkelte borgeres velfærd eller "lykke". Hermed er det ikke muligt at komme med normative udsagn om fordelingsmæssige spørgsmål. Antages det i stedet, at lykke kan sammenlignes på tværs af individer, er det muligt at konstruere velfærdsindikatorer baseret direkte på lykke.

HDI OG BNP PR. INDBYGGER

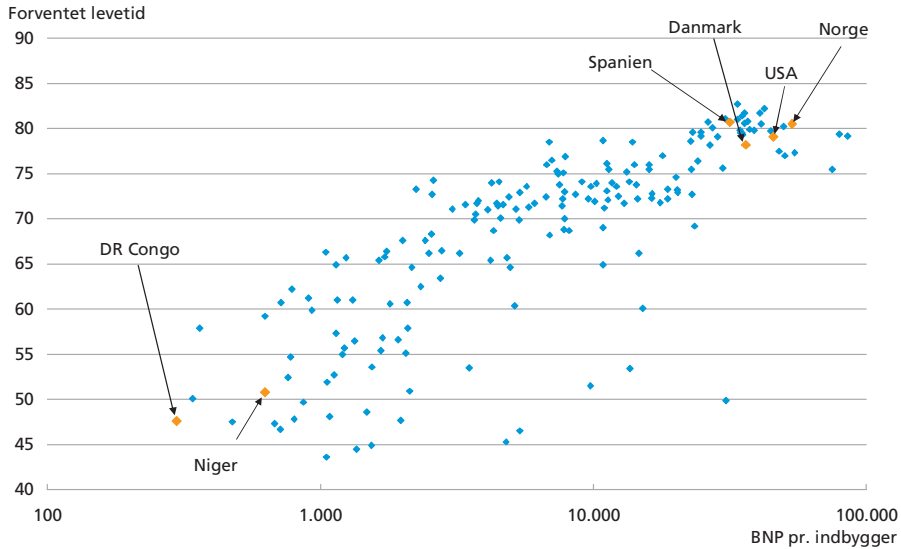
Figur 5



Anm.: Data er for 2007. BNP pr. indbygger er købekraftskorrigeret og målt i dollar.
Kilde: FNs Udviklingsprogram (2009).

FORVENTET LEVETID OG BNP PR. INDBYGGER

Figur 6



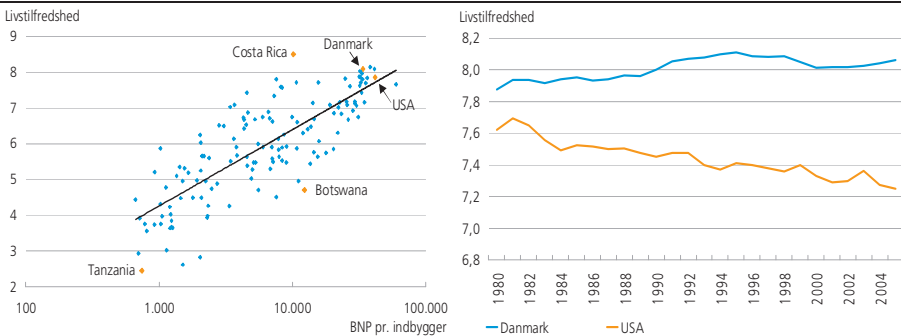
Anm.: Data er for 2007. BNP pr. indbygger er købekraftskorrigeret og målt i dollar.
Kilde: FNs Udviklingsprogram (2009).

Velfærdsindikatorerne konstrueres ved at stille borgerne i forskellige lande en række spørgsmål vedrørende deres lykke. Resultaterne samles i en indikator for hvert land. Lykken sammenlignes på tværs af individer, idet en stigning i "lykkeindekset" på 1 for fem individer vil være bedre end en stigning på 4 for et enkelt individ.

Analyse af lykkeindikatorerne giver anledning til et paradoks. Lykke og indkomst er ganske tæt korreleret på tværs af lande, dvs. de rigeste lande er de lykkeligste, jf. figur 7 (venstre). Men samtidig er lykke og indkomst ikke korreleret over tid, jf. figur 7 (højre). En mangedobling af indkomsten over tid øger tilsyneladende ikke lykken.

LYKKE OG RIGDOM

Figur 7



Anm.: Data i højre og venstre figur kan ikke direkte sammenlignes, da de bagvedliggende datakilder er forskellige.
Venstre: Data er for 2007. BNP pr. indbygger er købekraftskorrigeret og målt i dollar.
Kilde: Abdallah, med flere (2009).

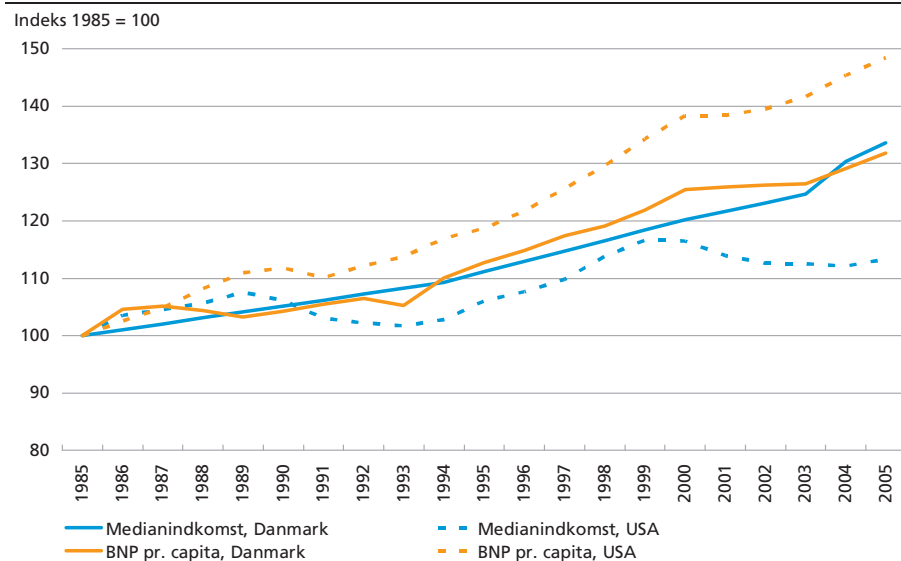
Der synes ikke at være entydig forklaring på paradokset. Variansen i lykke på tværs af lande forklares ved forskelle i adgangen til materielle goder (dvs. forskelle i indkomst) og sundhedsniveau. Der fremføres to overordnede forklaringer på, hvorfor lykkefølelsen ikke stiger over tid, jf. Layard (2003). For det første kan der være vanedannelse i forbruget. Øget forbrug fører kun kortvarigt til øget lykke, idet man efter kort tid vænner sig til det højere forbrugsniveau, og lykkefølelsen falder tilbage igen.

For det andet er det den relative position i indkomsthierarkiet, der er relateret til lykke og ikke det absolutte niveau. Borgerne i rige lande er lykkelige, fordi de er rigere end borgerne i andre lande, men lykken stiger ikke over tid. Det samme gør sig gældende inden for et land, hvor man sammenligner sig med en referencegruppe, fx arbejdskollegaer, familie og naboer. Øget indkomst hos nogle få i referencegruppen mindsker lykkefølelsen hos alle andre. Stor indkomstulighed vil derfor reducere den samlede lykke.

I Danmark har gennemsnitsindkomsten og medianindkomsten stort set udviklet sig ens igennem de sidste 20-30 år, jf. figur 8. Det betyder, at de fleste indkomstgrupper i Danmark har oplevet en ensartet indkomstfremgang. I USA er det den mest velhavende del af befolkningen, der har oplevet den kraftigste indkomstfremgang, hvorved medianindkomstfremgangen i USA faktisk har været mindre end i Danmark. Øget

UDVIKLINGEN I GENNEMSNIITS- OG MEDIANINDKOMSTEN

Figur 8



Anm.: Serierne er i faste priser. Medianindkomsten i USA er pr. husstand, mens den i Danmark er pr. indbygger. Der er kun datapunkter for medianindkomsten i Danmark i 1983, 1994, 2000, 2003, 2004 og 2005. Der er antaget en lineær trend imellem datapunkterne.

Kilde: Danmarks Statistik, Reuters EcoWin og Finansministeriet (2008).

indkomstulighed i USA kan bidrage til at forklare den registrerede faldende livstilfredshed.

Lykkeindikatorerne giver mulighed for en række interessante analyser og kan bidrage med at belyse, hvilke faktorer der på et givet tidspunkt kan påvirke den subjektive lykke mest. Indikatorerne bør dog ikke benyttes alene, idet subjektive bedømmelser af lykke kan skjule objektive uligheder, jf. fx Fleurbaey (2009).

Forurening

Forurening kan ses som en negativ bivirkning af produktion. Velfærden reduceres, hvis fx forureningen påvirker sundheden, øger omfanget af ekstreme vejrforhold eller forhindrer brugen af naturområder. En fortsat ophobning af forurening kan på sigt reducere den globale velfærd betydeligt, fx hvis global opvarmning fører til øget tørke, stigende verdenshave og mere ekstremt vejr.

I en analyse af velfærdsniveauet i et givet år bør kun den umiddelbare negative effekt fra forurening inkluderes i velfærdsindikatorerne. Mulighederne for at opretholde produktionen og velfærden i fremtiden skal således ikke blandes sammen med velfærden i dag. I stedet bør bæredygtighed behandles separat.¹

BÆREDYGTIG ØKONOMISK UDVIKLING

Et højt BNP-niveau i dag sikrer ikke nødvendigvis, at kommende generationer har lige så gode levevilkår som de nuværende, dvs. der er ikke sikkerhed for, at udviklingen er bæredygtig. En opretholdelse af levestandard over tid sikres ved, at det eksisterende produktionsapparat vedligeholdes, og at der også i fremtiden er adgang til nødvendige råvarer, miljøgoder og veluddannet arbejdskraft (humankapital).

Bæredygtig udvikling kan hermed måles via ændringerne i en række beholdninger, fx kapitalapparatet, oliereserverne, den ophobede mængde af forurening og omfanget af humankapital.

Verdensbanken beregner en holdbarhedsindikator, Adjusted Net Savings, ANS, som bygger på ændringer i beholdninger. Ideen er at beregne udviklingen i en "udvidet rigdom", som inkluderer kapitalapparatet som opgjort i nationalregnskabet, råstoffer, humankapital og "naturen" (øget forurening reducerer værdien af natur), jf. Bolt, Matete og Clemens (2002). En ANS-værdi over nul indikerer, at udviklingen er bæredygtig, idet værdien af den "udvidede rigdom" stiger.

¹ Sammenblanding af velfærd og holdbarhed svarer til, at man i en bil kun har én indikator for summen af hastigheden og den resterende mængde af benzin.

Afskrivninger på kapitalapparatet, råstofreserverne og "naturen" overstiger for alle lande opsparingen i humankapital. Hermed bliver ANS mindre end bruttoopsparingen, således at alle observationer ligger over 45°-linjen i figur 9 (venstre). Endvidere skyldes størstedelen af variansen i ANS på tværs af lande bruttoopsparingen, således at observationerne i vid udstrækning ligger parallelt med 45°-linjen.

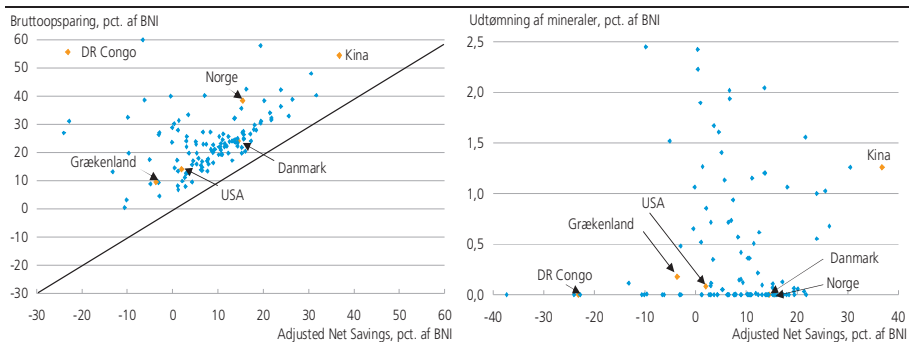
Det er typisk lavindkomstlande, der i høj grad lever af olieeksport, hvis udvikling ikke er bæredygtig ($ANS < 0$). De fleste udviklede lande med højt BNP pr. indbygger har derimod en bæredygtig udvikling. I 2007 var ANS var for verden som helhed knap 9 pct. af BNI. ANS var i Danmark i 2007 14,5 pct. af BNI, hvor olieudvindingen trækker ned med 2,3 procentpoint, hvilket er højt i forhold til OECD-gennemsnittet på 1,0 procentpoint. Opbygning af humankapital forøger ANS med 7,8 procentpoint (OECD-gennemsnit 4,6 procentpoint).

En positiv ANS-værdi betyder, at værdien af den udvidede "rigdom" stiger, men ikke nødvendigvis at alle underkomponenterne stiger. Der ligger således en implicit antagelse om, at de forskellige beholdninger er substitutter for hinanden, således at fx øget forurening kan modgås af et større kapitalapparat. Hermed bliver de relative priser på de forskellige beholdninger helt afgørende for, om udviklingen er bæredygtig. Kina har fx en høj ANS som følge af en meget høj nationalopsparing. Men samtidig udtømmer Kina naturressurser i højt tempo, bl.a. mineraler, jf. figur 9 (højre).

Både niveauet og udviklingen i de eksisterende monetære indikatorer for bæredygtighed, som fx ANS, afhænger helt afgørende af valget af relative priser. Disse er desværre behæftet med ekstrem usikkerhed. Der er derfor argumenter for, at bæredygtighed bedre belyses ved direkte at følge udviklingen i en række centrale beholdninger hver for sig, jf. Stiglitz, Sen og Fitoussi (2009), side 77 f. Hermed undgår man at skulle bestemme relative priser.

ADJUSTED NET SAVINGS, BRUTTOOPSPARING OG BNP

Figur 9



Anm.: BNI. Data i venstre figur er for 2007.

Kilde: Verdensbanken, <http://go.worldbank.org/3AWKN2ZOY0>.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Velfærd og nytte er komplicerede begreber, der ikke let kan måles. BNP, der måler den økonomiske aktivitet og hermed repræsenterer den økonomiske velstand, bruges ofte som et simpelt mål for velfærden. Som følge af en række forhold kan hverken niveauet eller væksten i BNP ensidigt benyttes som mål for den økonomiske velstand og derfor heller ikke som mål for velfærden.

Når det er sagt, bør BNP have en central rolle i den danske velfærdsdebat. Øget velstand kan bruges på bedre sundhed, bedre hjælp til de svageste eller til bedre miljøbeskyttelse. Samtidig er BNP stærkt korreleret med samfundsmæssigt vigtige størrelser, fx skattebetalinger og arbejdsløshed. I Danmark har indkomstuligheden desuden været relativt stabil, så stigende velstand er kommet langt de fleste til gode.

Endvidere kan internationale forskelle i forventet levetid og uddannelsesniveau i vid udstrækning forklares med forskelle i BNP, dvs. den økonomiske velstand.

BNP kan dog ikke stå alene i velfærdsdebatten. Ved også at analysere andre indikatorer, fx for sundhed, indkomstulighed og bæredygtighed, kan der opnås et langt mere nuanceret billede af velfærdssituationen og en bedre forståelse af, hvilke områder der skal prioriteres.

De forskellige faktorer, der påvirker velfærden, skal ikke nødvendigvis samles i en velfærdsindikator, idet en sammenvejning implicit rangordner de forskellige faktorer. Hermed kan opgørelsesmæssige metoder og antagelser blive afgørende for den politiske prioritering.

LITTERATUR

Abdallah, S., S. Thompson, J. Michaelson, N. Marks og N. Steuer (2009), *The (un)Happy Planet Index 2.0. Why good lives don't have to cost the Earth*, nef: London.

Ahmad, Nadim, François Lequiller, Pascal Marianna, Dirk Pilat, Paul Schreyer og Anita Wölfl (2003), *Comparing growth in GDP and labour productivity: measurement issues*, OECD, *Statistics Brief*, nr. 7.

Bolt, Katharine, Mampite Matete og Michael Clemens (2002), *Manual for Calculating Adjusted Net Savings*, Environment Department, World Bank.

Danmarks Statistik (2008), *Nationalregnskab*.

Deaton, Angus (2008), Income, Health, and Well-Being Around the World: Evidence From the Gallup World Poll, Gallup World Poll.

Deveci, Nursen, Kamilla Heurlén og Henrik Sejerbo Sørensen (2008), Non-Market Health Care Service in Denmark – Empirical Studies of A, B and C Methods, artikel præsenteret ved 30th General Conference of The International Association for Research in Income and Wealth.

Finansministeriet (2008), Indkomstudvikling og -fordeling i Danmark 1983-2005.

Fleurbaey, Marc (2009), Beyond GDP: The Quest for a Measure of Social Welfare, *Journal of Economic Literature*, vol. 47, nr. 4.

FNs Udviklingsprogram (2009), *Human Development Report*.

Hobijn, Bart og Charles Steindel (2009), Do Alternative Measures of GDP Affect Its Interpretation?, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 15, nr. 7.

Jensen, Peter Rørmose (1995), En velfærdsindikator for Danmark 1970-1990, Rockwool Fondens Forskningsenhed, *Arbejdsnotat*, nr. 8.

Layard, Richard (2003), Happiness: Has Social Science a Clue?, *Lionel Robbins Memorial Lectures*, The London School of Economics and Political Science.

Regeringen (2010), Danmark 2020, Viden > vækst > velstand > velfærd.

Stiglitz, Joseph (2009), The great GDP swindle, artikel på *guardian.co.uk*, 13. september.

Stiglitz, Joseph, Amartya Sen og Jean-Paul Fitoussi (2009), Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress, www.stiglitz-sen-fitoussi.fr.

Giver lange obligationer et højere afkast end korte?

Søren Schrøder og Christian Stampe Sørensen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Forskellen mellem lange og korte renter har siden efteråret 2008 været stor i et historisk perspektiv. Fx er forskellen mellem en tysk 10- og 1-årig statsobligationsrente knap 2,5 procentpoint, jf. figur 1. Det er betydeligt højere end den gennemsnitlige historiske forskel og gør det fristende at købe lange frem for korte obligationer eller finansiere sig kort og investere langt. Fristelsen kan forstærkes af, at nogle markedsdeltagere tilsyneladende opfatter risikoen som begrænset. Lange obligationer er imidlertid langt mere kursfølsomme end korte og har en højere *renterisiko*. Stiger renterne fra det nuværende lave niveau, kan lange obligationer give lavere afkast end korte.

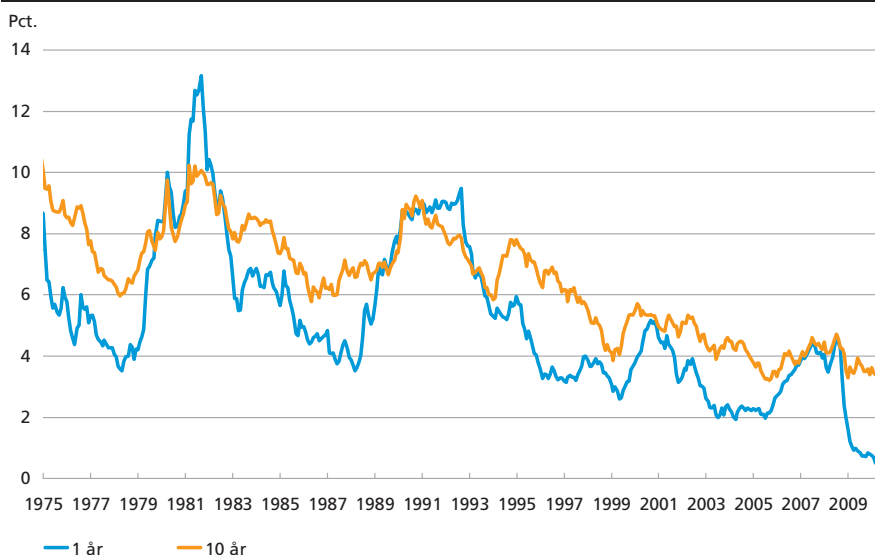
Beslutningen om at tage renterisiko afhænger af mange forhold. De vigtigste er investors risikovillighed og forventning til renteutviklingen. Risikovilligheden afhænger bl.a. af investors formål og horisont. Fx har pensionsselskaber lange forpligtelser, som kan afdækkes ved at købe lange obligationer. For dem er risikoen ved at købe lange obligationer mindre end for en almindelig formueinvestor uden lange forpligtelser. I artiklen betragtes en almindelig formueinvestor, der skal vælge mellem at investere i lange eller korte obligationer.

Første del af artiklen analyserer sammenhængen mellem afkast og renterisiko i perioden 1975-2010 i Tyskland og USA. Det fremgår af analysen, at lange obligationer i gennemsnit har givet et højere afkast end korte – dvs. der har været et merafkast ved at tage renterisiko. Det er et udtryk for, at investor har fået en kompensation – en risikopræmie – for at købe lange obligationer. Merafkastet varierer dog betydeligt over tid. Det afspejler, at det er svært at forudsige, hvordan renteniveauet og rentekurven vil udvikle sig, samt at risikopræmien ikke er konstant.

De historiske sammenhænge mellem afkast og renterisiko kan være en rettesnor for investorer og makroøkonomiske fremskrivninger. I disse fremskrivninger har renten stor betydning for fx skøn for væksten i sam-

TYSKE 1- OG 10-ÅRIGE STATSRENTER

Figur 1



Anm.: Sidste observation er 30. april 2010.
Kilde: Reuters EcoWin.

fundet og den finanspolitiske holdbarhed. Man skal dog være varsom med at anvende de historiske observationer fremadrettet. Særligt i den aktuelle situation med meget lave korte renter som følge af ekstraordinære pengepolitiske tiltag kan renteutviklingen blive anderledes, end hvad de historiske erfaringer viser. For den enkelte investor er det vigtigt at tage udgangspunkt i den aktuelle situation og egen forventning til, hvordan renterne udvikler sig, når pengepolitikken på et tidspunkt normaliseres. I artiklens anden del beskrives sammenhængen mellem den aktuelle rentekurve, investorernes renteforventninger og det *forventede* merafkast ved at tage renterisiko.

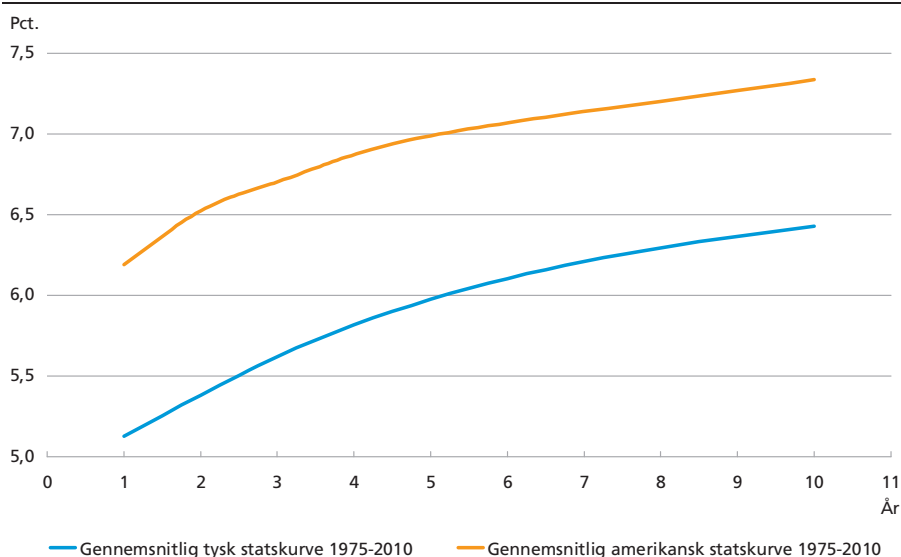
HISTORISK AFKAST PÅ KORTE OG LANGE OBLIGATIONER

Rentekurverne i USA og Tyskland har i gennemsnit haft positiv hældning siden 1970'erne, jf. figur 2. Forskellen mellem 1- og 10-årig rente har siden 1975 i gennemsnit været 1,3 procentpoint i Tyskland og 1,1 procentpoint i USA. Denne renteforskel afspejler især, at investorer kræver en risikopræmie for den øgede risiko, der er forbundet med lange obligationer. Hældningen kan også afspejle investorernes renteforventninger. Det er svært at adskille de to fra hinanden, idet både risikopræmier og renteforventninger varierer over tid.

For at bedømme afkastet på en obligation er det nødvendigt at anvende det samlede afkast – totalafkastet. Det udgøres af kuponrente og

GENNEMSITLIG TYSK OG AMERIKANSK STATSRENTKURVE

Figur 2



Kilde: Reuters EcoWin.

af kursgevinster eller -tab som følge af fx ændringer i det generelle renteniveau.

Lange obligationer er mere kursfølsomme over for ændringer i renteniveauet end korte, jf. boks 1. Derfor er risikoen størst for lange obligationer. Risikoen kan opgøres som volatiliteten i afkastet.

Set over perioden 1975–2010 har totalafkastet i Tyskland og USA været stigende med volatiliteten, jf. figur 4. I gennemsnit har der således været et merafkast ved at øge renterisikoen. Merafkastet kan betragtes som et mål for den realiserede risikopræmie – dvs. det ekstra afkast, som investor har fået for at købe lange obligationer. Merafkastet har været stigende i renterisikoen, men stigningen har været aftagende. Det indebærer, at gevinsten ved at øge renterisikoen er relativt størst i den korte ende.

Der har imidlertid været store udsving i merafkastet siden 1975. Perioden kan groft opdeles i to. I *den første periode* fra 1975-85 i USA og 1975-95 i Tyskland var der ingen eller kun begrænset gevinst ved at tage renterisiko, jf. figur 5. I *den anden periode* fra 1985 i USA og 1995 i Tyskland til i dag var der gevinst. Men selv inden for de to perioder er der betydelige udsving.

Merafkastet i de seneste 15-25 år er usædvanligt i historisk sammenhæng. Set over endnu længere horisonter har merafkastet været begrænset. Dimson mfl. (2002) viser, at det i Tyskland var negativt i første halvdel af det 20. århundrede, mens det i USA kun var svagt positivt.

AFKAST OG RISIKO VED AT KØBE LANGE OBLIGATIONER

Boks 1

Det samlede afkast på en obligation afhænger af kuponrenten og af ændringer i markedsprisen (kursen) på obligationen.

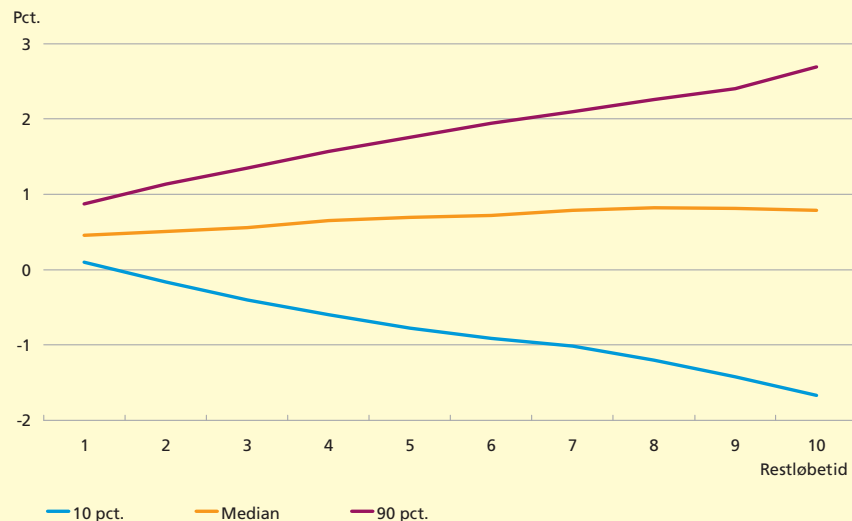
Kuponrenten er obligationens pålydende rente. Hvis kuponrenten ikke svarer til den effektive markedsrente, vil kursen på obligationen være forskellig fra kurs 100 (pari). Kursen vil løbende nærme sig kurs 100 i takt med, at obligationens udløbstidspunkt nærmer sig. Denne type kursregulering kaldes løbetidsforkortelse eller matematisk kursregulering og betragtes ofte som en del af renteindtægten.

Kursen på en obligation påvirkes af ændringer i renterne. Hvis renterne stiger, vil kursen falde og omvendt. Kursens følsomhed over for renteændringer måles ofte ved obligationens *varighed*. Varigheden udtrykker, hvor meget kursen på obligationen ændrer sig i procent, når renterne ændres med 1 procentpoint. Jo højere varigheden er, jo større er følsomheden over for renteændringer. Lange obligationer har en højere varighed end korte.

Risikoen på en obligation bestemmes ikke alene af følsomheden over for renteændringer, men også af hvor meget renterne bevæger sig. Risikoen kan måles som volatiliteten i obligationens afkast. Volatiliteten udtrykker, hvor store udsving der kan forventes i afkastet over en given horisont. Som følge af større kursfølsomhed er volatiliteten på lange obligationer større, jf. figur 3, selv om de lange renter ofte er mere stabile end de korte.

FORDELING AF MÅNEDLIGE TOTALAFKAST FOR TYSKE
STATSOBLIGATIONER, 1975-2010

Figur 3

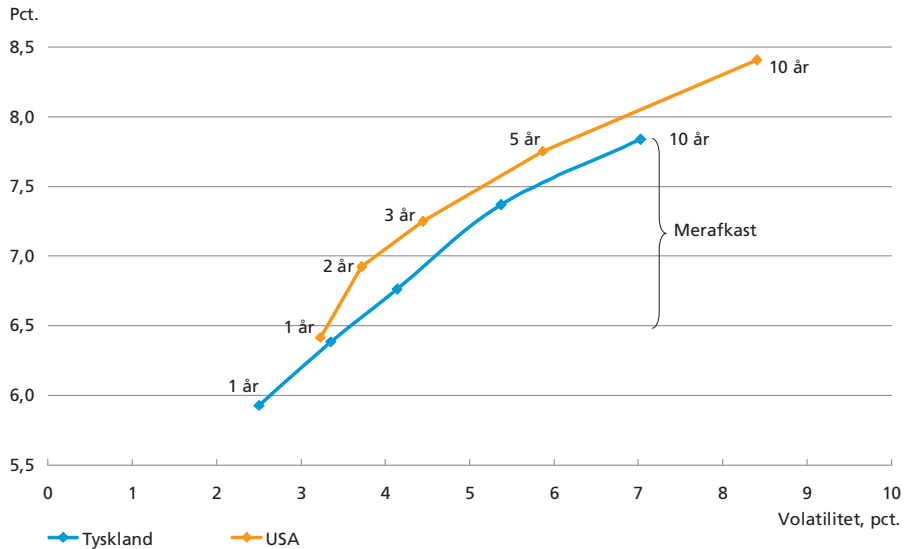


Kilde: Reuters EcoWin.

Selv om der i de seneste år i gennemsnit har været et positivt merafkast, vil det ikke nødvendigvis gælde fremadrettet. Der er mange forhold, som kan påvirke renteutviklingen og medføre betydelige udsving, herunder ændringer i pengepolitik, inflation og vækst. De periodevise varia-

**GENNEMSNITLIGT 12 MÅNEDERS TOTALAFKAST OG VOLATILITET AF
STATSOBLIGATIONER, 1975-2010**

Figur 4

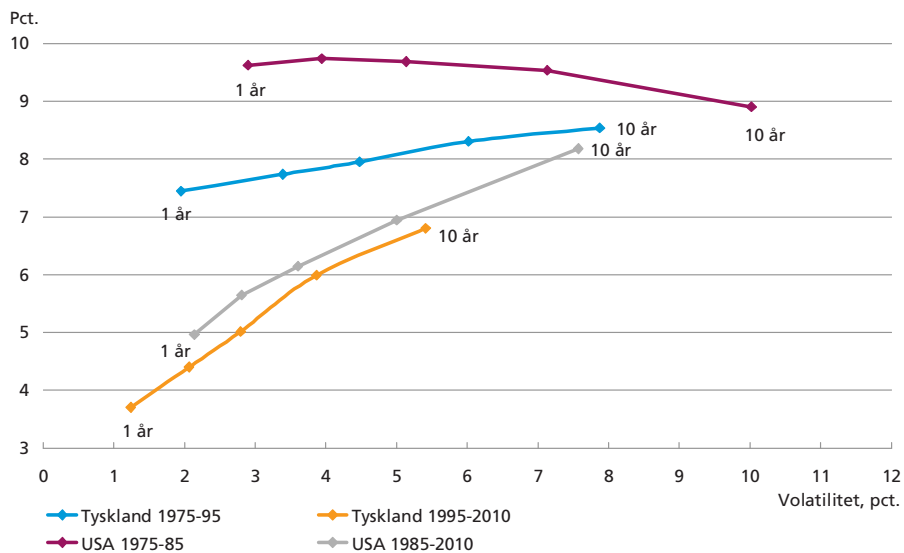


Anm.: Volatiliteten er opgjort som standardafvigelsen af de årlige totalafkast og udtrykker, hvor store udsving der kan forventes i afkastet over en 1-årig horisont. Totalafkastet i USA fra september 2005 er approksimeret ved metoden angivet i Babcock (1984).

Kilde: Reuters EcoWin og Global Financial Data.

**GENNEMSNITLIGT 12 MÅNEDERS TOTALAFKAST OG VOLATILITET AF
STATSOBLIGATIONER I DELPERIODER SIDEN 1975**

Figur 5



Anm.: Volatiliteten er opgjort som standardafvigelsen af de årlige totalafkast og udtrykker, hvor store udsving der kan forventes i afkastet over en 1-årig horisont. Totalafkastet i USA fra september 2005 er approksimeret ved metoden angivet i Babcock (1984).

Kilde: Reuters EcoWin og Global Financial Data.

tioner i merafkastet gør, at det er afgørende at sammenholde egne renteforventninger med den aktuelle rentekurve.

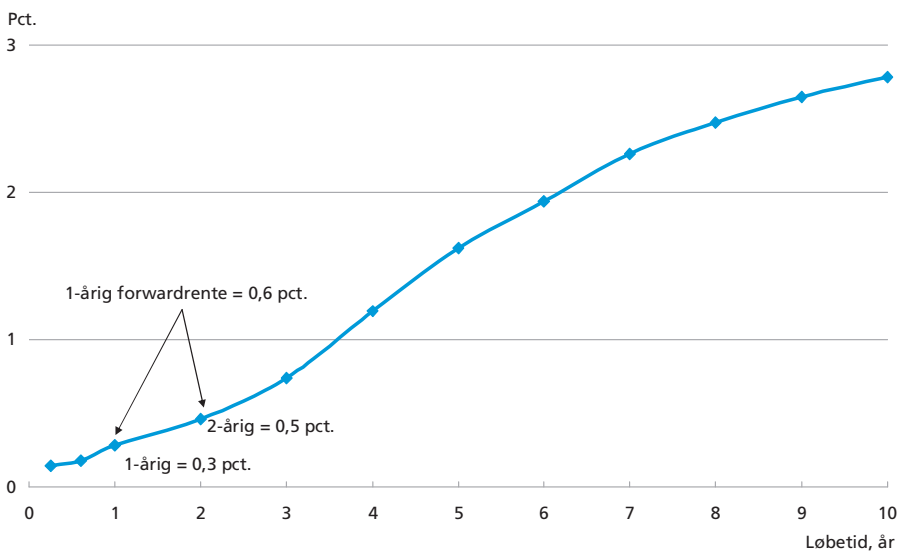
DEN AKTUELLE RENTEKURVE OG MERAFAKAST

De aktuelle 1- og 2-årige renter i Tyskland (opgjort 26. maj 2010) er henholdsvis 0,3 og 0,5 pct., jf. figur 6. Ved at investere i en 2-årig obligation frem for en 1-årig kan investor derved få en merrente på 0,2 pct. det første år. Merrenten i det andet år er imidlertid usikker – medmindre den 1-årige rente om et år låses fast i dag. Det svarer til at investere i en 2-årig obligation, som giver samme sikkerhed. I fravær af risikoaversion kræver en kapitalmarkedslikevægt, at det forventede afkast af den 1-årige og den 2-årige obligation er det samme. Det forventede afkast er netop det samme, hvis den 1-årige rente om et år ventes at være steget med 0,3 procentpoint til 0,6 pct., jf. figur 6. En sådan rentestigning vil nemlig betyde, at investor i det første år får et kurstab på den 2-årige obligation på 0,2 pct. og dermed et samlet afkast på 0,3 pct., svarende til afkastet på en 1-årig obligation, jf. boks 2.

Den i dag observerede 1-årige rente om ét år kaldes *forwardrenten*. Forwardrenten angiver den fremtidige renteutvikling, der netop medfører, at kurstabet på en lang obligation – i dette eksempel en 2-årig obligation – opvejer merrenten i forhold til en 1-årig obligation. Mere generelt er forwardrenterne de ligevægtsrenter, som sikrer samme afkast for

RENTEKURVE I TYSKLAND, 26. MAJ 2010

Figur 6



Kilde: Bloomberg.

**FORDELING AF AFKAST MELLEM RENTE OG KURSREGULERINGER,
HVIS FORWARDRENTEN REALISERES**

Boks 2

De renter, der ligestiller afkastet mellem to obligationsinvesteringer, kaldes forward-renter. Forwardrenterne defineres ud fra et ligevægtsargument: En investering i en 2-årig obligation skal give samme forventede afkast som en investering i fx en 1-årig obligation og herefter en ny 1-årig obligation om ét år:

$$(1) \quad (1+r_2)^2 = (1+r_1) \cdot (1+fr_{1,1}), \text{ hvor}$$

r_2 er renten på en 2-årig obligation¹,
 r_1 er renten på en 1-årig obligation
 $fr_{1,1}$ er den 1-årige forwardrente om ét år

Renten på den 2-årige tyske statsobligation var 0,5 pct. 26. maj 2010, jf. figur 6, mens renten på den 1-årige var 0,3 pct. Med udgangspunkt i (1) fås:

$$(1+0,5/100)^2 = (1+0,3/100) \cdot (1+fr_{1,1}/100) \Rightarrow fr_{1,1} = 0,6 \text{ pct.}$$

Den 1-årige forwardrente om ét år skal derfor være 0,6 pct. for at ligestille afkastet mellem de to obligationsinvesteringer.

Hvis forwardrenten realiseres, vil der om ét år være et kurstab på den 2-årige obligation som følge af rentestigningen, jf. tabel 1. Dette kurstab vil om to år været opvejet af tilsvarende kursgevinst. Det samlede merafkast ved at tage renterisiko er nul, hvis forwardrenten realiseres.

**EKSEMPEL MED 100 KR. INVESTERET, NÅR FORWARDRENTEN
REALISERES**

Tabel 1

Kr.	1-årig obligation	2-årig obligation
<i>Efter første år</i>		
Renter	0,3	0,5
Kursregulering	0,0	-0,2
Afkast	0,3	0,3
Gevinst ved renterisiko		0,0
<i>Efter andet år</i>		
Renter	0,6	0,5
Kursregulering	0,0	0,2
Afkast	0,6	0,6
Gevinst ved renterisiko		0,0

Anm.: Det antages, at rentebetalingen efter år 1 placeres til den 1-årige rente om ét år. Afrundede tal.

¹ Der er anvendt nulkuponrenten, der er renten på en obligation, som kun har én betaling, der forfalder ved udløb.

alle løbetider. Forwardrenterne kan udledes med udgangspunkt i den aktuelle rentekurve. Tilstedeværelsen af en risikopræmie betyder, at man skal være varsom med at anvende dem som et eksakt udtryk for markedets renteforventninger.

En rentestigning højere end forwardrenten giver tab – og omvendt

Forwardrenterne spiller en central rolle for en investor, som overvejer at investere i et længere papir. Hvis investor i eksemplet ovenfor vurderer, at forwardrenterne er høje i forhold til egen renteforventning, vil der være en *forventet* gevinst ved at købe en 2-årig obligation i dag. Det afspejler en forventning om, at den faktiske 1-årige rente om ét år er lavere end forwardrenten.

En sådan investering kan betragtes som et bevidst væddemål på den fremtidige renteutvikling. Ved at købe en 2-årig obligation låser investor den 1-årige rente om ét år fast på 0,6 pct. Hvis den realiserede 1-årige rente om ét år er lavere, vil investor vinde på at tage renterisiko. Er den højere, vil investor tabe.

Den forventede gevinst ved væddemålet skal afvejes mod den øgede risiko, der er forbundet med lange obligationer. I dette tilfælde er risikoen, at den 1-årige rente om ét år stiger til mere end 0,6 pct.

HVORFOR VARIERER MERAFAKASTET?

De historiske udsving i merafkastet i figur 5 kan undersøges nærmere ved at se på variationen i forholdet mellem forwardrenterne og de realiserede renter. I det meste af perioden har de realiserede renter været lavere end forwardrenterne, jf. figur 7. Der har – i forlængelse af ovenstående eksempel – i lange perioder derfor været et højere afkast ved at investere i 2-årige obligationer frem for 1-årige.

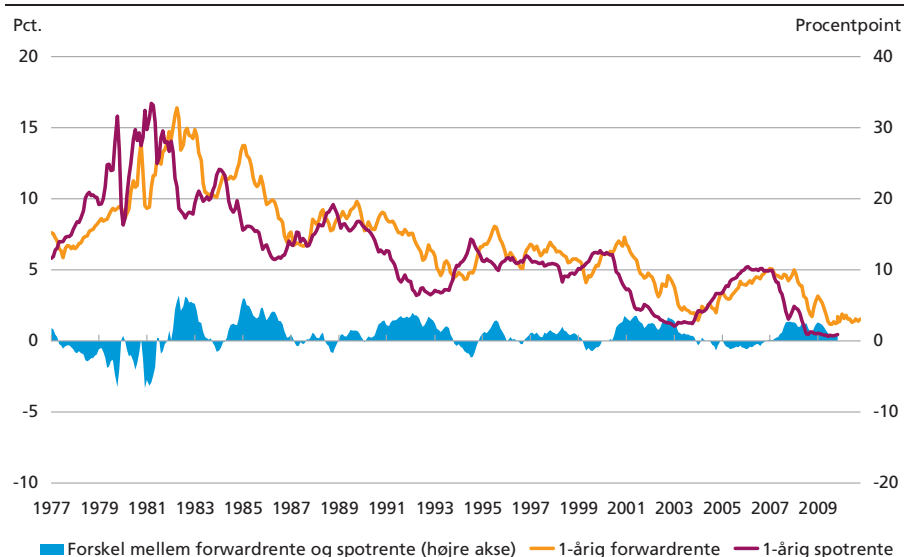
Det er forventet, at de realiserede renter afviger fra forwardrenterne.

Tilstedeværelsen af en risikopræmie gør, at der i gennemsnit må forventes at være en *positiv* forskel mellem forwardrenten og den realiserede spotrente. Det afspejler, at investor tager sig betalt for den risiko, der er forbundet med lange obligationer. Det understøttes af observationerne i figur 7. Risikopræmien er imidlertid vanskelig at opgøre eksakt, men synes at variere over tid. Variationerne har i perioder udgjort en stor andel af de samlede udsving i renterne, jf. Cook og Hahn (1990). Ændringerne i risikopræmien kan formentlig ikke forklare de perioder, hvor forskellen er negativ. Her spiller investorenes renteforventninger ind.

I figur 7 er renteforventningerne baseret på den information, markedet havde adgang til et år før, den realiserede rente observeres. I løbet af året indregnes ny information om bl.a. makroøkonomien og ændringer i risikopræmien. Af den grund må de realiserede renter også forventes at afvige fra forwardrenterne. Udviklingen i konjunkturer, pengepolitik, udefrakommende stød til økonomien, kreditrisiko, likviditet mv. er alle faktorer, som de seneste år har bidraget til afvigelserne mellem de

1-ÅRIG FORWARDRENTE OG SPOTRENTE ET ÅR EFTER I USA

Figur 7



Anm.: Forholdet mellem den 1-årige forwardrente og den realiserede spotrente et år senere afgør, hvornår der er gevinst ved at købe en 2-årig obligation frem for en 1-årig. Når forwardrenten ligger over spotrenten, er der gevinst ved at købe en 2-årig obligation.

Kilde: Reuters EcoWin.

realiserede renter og forwardrenterne. Disse faktorer er meget svære at forudsige og tage højde for i renteforventningerne.

Forskellen udviser imidlertid en vis systematik. I perioder med rentefald synes forwardrenten at ligge over den realiserede rente. I disse perioder er der ofte gevinst ved renterisiko. Modsat ligger forwardrenten typisk under den realiserede rente i perioder, hvor renterne stiger. En del af de systematiske afvigelser kan skyldes træghed i investorerens renteforventninger.

Træghed i renteforventninger

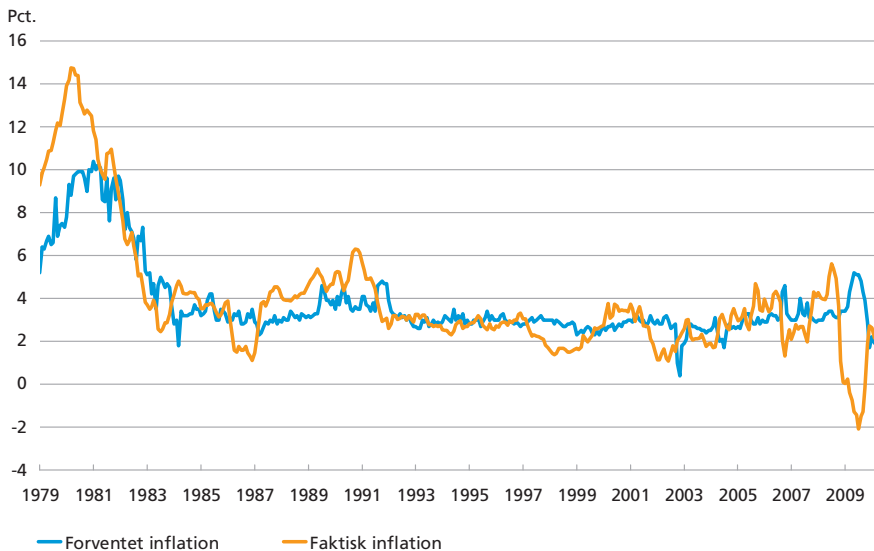
Trægheden indebærer, at de lange renter ikke tilpasser sig tilstrækkeligt hurtigt til ændringer i de korte, jf. Froot (1989). Det kan fx illustreres ved, at mange investorer ikke havde forventet de store og langvarige fald i de korte statsrenter som følge af krisen på det amerikanske subprime-marked for boligfinansiering. Krisen havde i sidste ende store afsmittende virkninger på alle finansielle markeder og medførte en historisk lempelig pengepolitik. Det understreger, at det er svært at forudsige de pengepolitiske renter, især over en længere horisont. Markedet er typisk ikke i stand til at forudsige ændringer ud over en horisont på nogle måneder, jf. Gürkaynak mfl. (2006).

Forudsigeligheden er formentlig øget siden midten af 1990'erne i takt med, at fx den amerikanske centralbank er blevet mere transparent. Det har medført, at markedet i højere grad er i stand til at forudsige ændringer i de pengepolitiske renter, jf. Poole mfl. (2002). Det må forventes at reducere afvigelserne mellem forwardrenterne og de realiserede renter og kan være forklaringen på, at afvigelserne siden midten af 1990'erne synes at være blevet lidt mindre, jf. figur 7. Det lave renteniveau er formentlig også en medvirkende faktor.

Pengepolitikken har også betydning for investorernes inflationsforventninger. En ændring i inflationsforventningen medfører en tilpasning i den krævede nominelle rente for at opretholde den reale værdi. I perioder har inflationen været vanskelig at forudsige. Under og efter oliekrisen i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne undervurderede investorerne den faktiske inflation, jf. figur 8. I den periode var der tab forbundet med renterisiko. I årene herefter var der en tendens til merafkast i de perioder, hvor inflationen var lavere end forventet og tab i perioder med uventet høj inflation. Forskellen mellem forventet og faktisk inflation var igen høj i 2008-09 i forlængelse af krisen på de finansielle markeder, hvor inflationen faldt uventet meget. I disse år var der merafkast ved renterisiko.

FORVENTET OG REALISERET INFLATION I USA

Figur 8



Anm.: Forventet inflation er baseret på University of Michigan Inflation Expectation-målingen.
Kilde: Reuters EcoWin og Federal Reserve Bank of St. Louis.

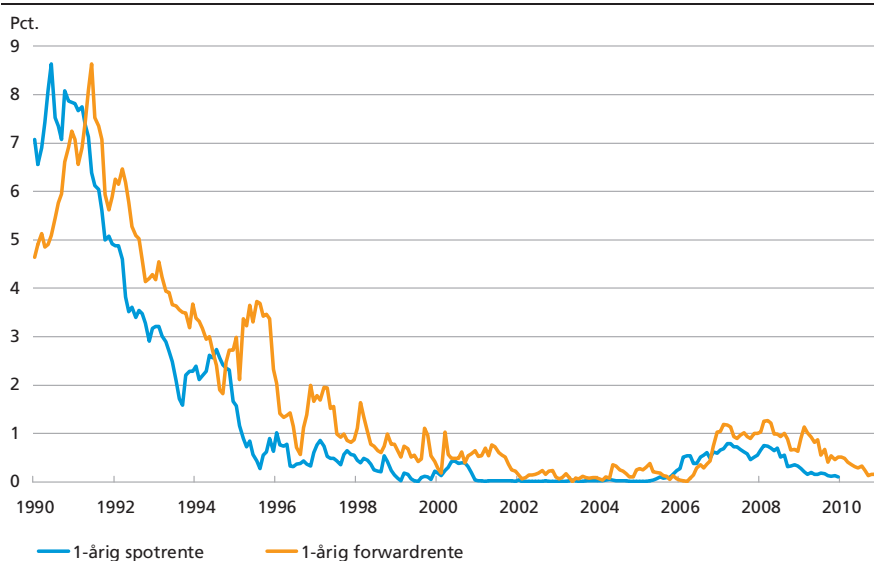
AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Renterne vil stige – hvornår og hvor meget er uvist. Det kan medføre, at lange obligationer i en periode giver et lavere afkast end korte. Udviklingen i Japan viser, at det kan være svært at forudsige, hvornår og hvor meget renterne stiger. I de seneste 15 år har der stort set uafbrudt været gevinst ved at tage renterisiko i Japan, idet forwardrenterne hovedsageligt har ligget over spotrenterne, jf. figur 9.

I øjeblikket er pengepolitikken i det meste af verden meget lempelig og renten lav. Centralbankers obligationsopkøb, historisk lave pengepolitiske renter og særlige likviditetstildelinger har haft betydelig effekt på både renteniveauet og hældningen på rentekurven. Når pengepolitikken på et tidspunkt normaliseres, kan tilpasningen i renteniveauet og rentekurvens hældning ske med en anden hastighed og bevægelse end tidligere, men effekten er usikker, jf. Kohn (2010). Hvis renteniveauet eller kurvens hældning stiger mere, end markedet forventer, kan det medføre kurstab, der kan tvinge investorer til tage mindre renterisiko og lukke positioner ned. Rentestigningerne kan derfor risikere at blive selvforstærkende, jf. BIS (2010). I en sådan situation er det for den enkelte investor af mindre betydning, at der i gennemsnit over en lang periode er gevinst, hvis investor ikke er i stand til at absorbere eventuelle tab på lange obligationer.

1-ÅRIG FORWARDRENTE OG SPOTRENTE ET ÅR EFTER I JAPAN

Figur 9



Kilde: Bloomberg.

LITTERATUR

Andersen, Allan Bødskov og Jacob Lage Hansen (2006), Risk and Return in the bond markets – past developments and future prospects, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 40.

Babcock, Guilford C. (1984), Duration as a Link Between Yield and Value: A summary, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 11, nr. 1.

Berndsen, Jan (2003), Does Duration Extension Enhance Excess Returns?, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 10.

BIS (2010), International banking and financial market developments, Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, marts.

Cook, Timothy og Thomas Hahn (1990), Interest Rate Expectations and the Slope of the Money Market Yield Curve, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, september/oktober.

Dimson, Elroy, Paul Marsh og Mike Staunton (2002), Triumph of the optimists – 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press.

Froot, Kenneth A. (1989), New Hope for the Expectations Hypothesis of the Term Structure of Interest Rates, *The Journal of Finance*, vol. XLIV, nr. 2.

Gürkaynak, Refet S., Brian Sack og Eric Swanson (2006), Market-Based Measures of Monetary Policy Expectations, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper*, nr. 4.

Ilmanen, Antti (1995), Time-Varying Expected Returns in International Bond Markets, *The Journal of Finance*, vol. L, nr. 2.

Kohn, Donald L (2010), Focusing on Bank Interest Rate Risk Exposure, tale ved Federal Deposit Insurance Corporations' Symposium on Interest Rate Risk Management, januar 2010.

Poole, William, Robert H. Rasche og Daniel L. Thornton (2002), Market Anticipations of Monetary Policy Actions, Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, juli/august.

Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken

Astrid Henneberg Poffet, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I kølvandet på den finansielle krise er der kommet øget fokus på reglerne for sikkerhedsstillelse, når centralbanker yder kredit. Det skyldes, at efterspørgslen efter lån i centralbanker stiger, når pengemarkederne ikke fungerer. Aktiver, der kan stilles som sikkerhed for lån i centralbanker, bliver mere attraktive og handles til en højere kurs. Denne belånbarehedspræmie er typisk større under finansiell uro end i normale tider.

Den større opmærksomhed om centralbankers belåningsregler medfører et behov for at redegøre for de overvejelser, der ligger til grund for Nationalbankens fastlæggelse af, hvilke aktiver de pengepolitiske modparter kan stille som sikkerhed for kredit, belåningsgrundlaget.

Nationalbankens belåningsgrundlag er stort og omfatter få aktivtyper, hvilket skyldes det store marked for realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer, SDO'er, hvor den bagvedliggende lovgivning sikrer en høj kreditkvalitet.

I artiklen redegøres først for baggrunden for, at centralbanker stiller krav om sikkerhedsstillelse for kredit, samt de hensyn og landespecifikke forhold der lægges til grund ved fastlæggelse af belåningsgrundlaget. Dernæst gennemgås Nationalbankens belåningsregler og de midlertidige tiltag under den finansielle krise.

BAGGRUND FOR SIKKERHEDSSTILLELSE

Det er normal praksis, at centralbanker stiller krav om sikkerhedsstillelse for kredit til de pengepolitiske modparter.¹ Den primære begrundelse for disse krav er at undgå tab på den ydede kredit. Når der stilles sikkerhed for lån i centralbanken, skal der to konkurser til, før centralbanken påføres et kredittab, idet både modparten og udsteder af de pantsatte aktiver begge skal misligholde deres betalingsforpligtelse.² Ved at stille krav om sikkerhedsstillelse for kredit undgår centralbanken desuden at skulle kreditvurdere modparter og tildele individuelle lånevilkår for kre-

¹ Se fx Chailloux, Gray og McCaughring (2008) og ECB (2007).

² Se Andersen og Gürtler (2003) for en beskrivelse af sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv.

ditgivningen. Differentieret kreditgivning vil være administrativt krævende, og ændringer i centralbankens kreditvurdering vil kunne sende utilsigtede markedssignaler. Lån til samme rente er endvidere afgørende for en effektiv pengepolitik.

Hensyn ved fastlæggelse af belåningsgrundlag

I afgrænsningen af, hvilke aktiver de pengepolitiske modparter kan stille som sikkerhed for kredit, kan centralbanker overordnet set vælge mellem et smalt eller et bredt belåningsgrundlag. Et belåningsgrundlag, der hovedsageligt består af indenlandske statspapirer og gældsinstrumenter udstedt af centralbanken, kan betegnes som smalt. Centralbanken kan gøre belåningsgrundlaget bredere ved at udvide med andre typer af aktiver. De overordnede hensyn, centralbanker traditionelt lægger til grund ved fastlæggelse af belåningsgrundlagets størrelse og sammensætning, fremgår af boks 1.¹

Nationalbankens helt overordnede hensyn bag udformningen af kravene om sikkerhedsstillelse er at holde kursen på danske kroner stabil over for euro. Før 1999 blev en begrænsning af størrelsen af belåningsgrundlaget anset som værende en stabiliserende faktor i udøvelsen af fastkurspolitikken. Med indførelsen i 1999 af foliorammerne, dvs. et loft for modparternes samlede indskud på foliokonti ved dagens afslutning, blev de pengepolitiske modparter muligheder for at opbygge foliolikviditet til at spekulere mod kronen begrænset kvantitativt.² Herefter har fastlæggelsen af et loft for belåningsgrundlaget af hensyn til fastkurspolitikken ikke indgået som en del af Nationalbankens belåningsregler.

Nationalbanken har herudover traditionelt lagt behovshensynet, risikominimeringshensynet, transparenhensynet og det administrative hensyn til grund for beslutninger om ændringer i belåningsreglerne. I perioder med finansiell uro indgår også hensynet til finansiell stabilitet i fastlæggelsen af belåningsgrundlaget. Større ændringer i Nationalbankens belåningsregler siden 1992 fremgår af boks 2.

Afgrænsning af belåningsgrundlaget

De samme overordnede hensyn fører ofte til forskellige afgrænsninger af belåningsgrundlaget som følge af landespecifikke forhold.

Kapitalmarkedernes størrelse har betydning for belåningsgrundlagets afgrænsning, herunder størrelsen af den udestående beholdning af statspapirer. Et stort obligationsmarked som det danske marked for real-

¹ Se fx Federal Reserve System (2002) for den amerikanske centralbank, Federal Reserve, Den Europæiske Centralbank, ECB (2007) for Eurosystemet, Bank of England (2008) og Bakke, Sandal og Solberg (2007) for Norges Bank.

² Se Danmarks Nationalbank (1999) og Danmarks Nationalbank (2009a).

HENSYN VED FASTLÆGGELSE AF BELÅNINGSGRUNDLAG	Boks 1
Centralbankers hensyn ved fastlæggelse af belåningsgrundlaget udgør typisk en delmængde af følgende hensyn: • <i>Behovshensyn</i>: Understøttelse af en effektiv udførelse af pengepolitikken og en smidig betalingsafvikling gennem tilstrækkelige og relevante belånbare aktiver. • <i>Risikominimeringshensyn</i>: Minimering af centralbankens risiko for tab på den ydede kredit. • <i>Administrativt hensyn</i>: Minimering af de operationelle risici og omkostningerne ved at håndtere sikkerhedsstillelsen for de pengepolitiske modparter og centralbanken. • <i>Transparenhensyn</i>: Gennemsigtighed og enkelhed i belåningsreglerne. • <i>Kapitalmarkedshensyn</i>: Forebyggelse af forvriddninger i de relative aktivpriser og i markedsdeltagernes adfærd. • <i>Finansielt stabilitetshensyn</i>: Bidrage til sikring af stabilitet i det finansielle system. • <i>Lighedshensyn</i>: Lige behandling af fx udstedere og modparter (level playing field).	

Kilde: Chailloux, Gray og McCaughrin (2008) og ECB (2007).

kreditobligationer og SDO'er understøtter et smalt belåningsgrundlag. I euroområdet finansieres husholdningers huskøb og virksomheders lånoptagelse i nogle lande overvejende ved banklån frem for ved udstedelse af obligationer, hvilket er baggrunden for, at udlån indgår i Eurosystemets belåningsgrundlag.¹ I Norge udstedes der kun få statspapirer, og obligationsmarkedet er lille, hvilket har været medvirkende årsager til det brede belåningsgrundlag i Norges Bank.²

Betalingsmønstrene spiller også en rolle for, hvor stort behovet for sikkerhedsstillelse er. I Danmark er der et forholdsvis stort likviditetsbehov i betalingssystemerne på termindage eller dage med store indbetalinger til staten som fx skat. I Norge øges modparternes likviditetsbehov på dage med indbetalinger af særlig olieskat til staten.

Endvidere har betalingsinfrastrukturen betydning for behovet for sikkerhedsstillelse, idet fx deltagelse i nettoafviklingssystemer mindsker deltagernes løbende likviditetsbehov³, men samtidig stiller krav om likviditet på bestemte tidspunkter, hvilket øger behovet for adgang til likviditet inden for dagen. Et eksempel herpå er valutaafviklingssystemet CLS, som var baggrunden for etableringen af det automatiserede system for grænseoverskridende sikkerhedsstillelse for intradag-kredit i danske, svenske og norske kroner, Scandinavian Cash Pool.⁴

¹ ECB (2007) og Cheun, von Köppen-Mertes og Weller (2009).

² Bakke, Sandal og Solberg (2007).

³ Se Danmarks Nationalbank (2005) for en beskrivelse af nettingeffekt i betalings- og afviklingssystemer.

⁴ Danmarks Nationalbank (2005).

STØRRE ÆNDRINGER I NATIONALBANKENS BELÅNINGSREGLER		Boks 2
1989:	Nationalbanken indfører krav om sikkerhedsstillelse ved overtræk dag til dag på foliokonti.	
1992:	Nationalbankens pengepolitiske instrumenter omlægges, og der ydes fremover kun lån mod sikkerhed i skatkammerbeviser og andre danske statspapirer i begrænset omfang.	
1993:	Begrænsningen på andre danske statspapirer bortfalder.	
1995-98:	Overgang fra usikret til sikret intradag-kredit.	
1998:	Sikkerhedsretten, der er en fleksibel udnyttelse af sikkerhedsstillelse for intradag-kredit i danske kroner, indføres for værdipapirhandel.	
1999:	Belåningsgrundlaget udvides med realkreditobligationer. Procedurerne for sikkerhedsstillelse omlægges fra genkøbsforretninger til udlån mod pant, og der indføres en fælles sikkerhedspulje for alle typer af kredit i Nationalbanken.	
2002:	Udvidelse af sikkerhedsretten med afvikling af detailbetalinger i Sumclearingen, og afvikling af valutahandler i det internationale clearing- og afviklingssystem CLS Bank International, CLS.	
2003:	Scandinavian Cash Pool, der er et automatiseret system til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse, indføres for intradag-kredit i danske kroner.	
2004:	Belåningsgrundlaget udvides med obligationer i euro.	
2004:	Justering af risikostyringsinstrumenter: Likviditetskategorier indføres, haircuts justeres, og krav om initialmargin bortfalder.	
2007:	Belåningsgrundlaget udvides med SDO'er.	
2008:	Kreditvurderingskrav indføres for intradag-kredit i euro.	
2008-09:	Midlertidige udvidelser af belåningsgrundlaget, jf. boks 6.	
2010:	Belåningsgrundlaget udvides med supplerende sikkerhedsstillelse i tilknytning til SDO, junior covered bonds.	

Anm.: Se Danmarks Nationalbank (2005) for en uddybning af sikkerhedsretten, Sumclearingen, CLS og Scandinavian Cash Pool.

En kreds af modparter, der har en mere homogen sammensætning af aktiver, muliggør et smalt afgrænset belåningsgrundlag. Det er tilfældet i den amerikanske centralbank, Federal Reserve, hvor antallet af modparter er begrænset til en lille gruppe af primary dealere. Modsat vil en kreds af modparter med en mere heterogen sammensætning af aktiver på balancen sætte en begrænsning på, hvor smalt belåningsgrundlaget kan afgrænses. Det er tilfældet i Eurosystemet, der blev opbygget af fragmenterede finansielle markeder med en mere forskelligartet aktivsammensætning på de finansielle institutters balancer. Det medførte et behov for et bredt belåningsgrundlag for at sikre, at modparter i hele euroområdet havde eller måtte forventes at have belånbare aktiver på deres balance.¹ Belåningsgrundlaget i ECB, Federal Reserve, Bank of England, Sveriges Riksbank, Norges Bank og Nationalbanken fremgår af tabel 1.

¹ ECB (2007) og Cheun, von Köppen-Mertes og Weller (2009).

BELÅNINGSGRUNDLAG

Tabel 1

	ECB	Federal Reserve (OMO) ¹	Federal Reserve (SF) ¹	Bank of England Standard ²	Bank of England Udvidet ²	Sveriges Riksbank ³	Norges Bank	Nationalbanken
Statspapirer mv. ⁴	X	X	X	X	X	X	X	X
Dækkede obligationer ⁵	X		X		X	X	X	X
Bankobligationer	X		X		X	X	X	
Erhvervsobligationer	X		X		X	X	X	
Asset-backed securities ⁶ ...	X	X	X		X	X	X	
Banklån	X		X					
Udenlandske obligationer	X		X	X	X	X	X	
Multilaterale institutions obligationer	X		X	X	X	X	X	
Anden valuta (antal)	0	0	8	1	7	6	9	1

Kilde: ECB (2008a), Sveriges Riksbank (2009) og centralbankernes hjemmesider.

¹ Federal Reserve: OMO = ordinære markedsoperationer. SF = stående udlånsfacilitet. Asset-backed securities (ABS) for ordinære markedsoperationer omfatter mortgage-backed securities garanteret af føderale agencies (Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae).

² Bank of England: Standardbelåningsgrundlaget omfatter de ordinære markedsoperationer, intradag-kredit og en operationel stående udlånsfacilitet. Udvidet belåningsgrundlag omfatter de udvidede ordinære markedsoperationer med lang løbetid og en stående udlånsfacilitet, hvor der udlånes statspapirer.

³ Sveriges Riksbank: For de ordinære markedsoperationer omfatter belåningsgrundlaget kun værdipapirer i svenske kroner.

⁴ Omfatter også statsgaranterede papirer samt regionale og lokale myndigheders udstedelser.

⁵ Ved dækkede obligationer (covered bonds) har investor fortrinsstilling til en bagvedliggende cover pool af finansielle aktiver. Se Andersen og Johansen (2009) og ECB (2008b) for en nærmere beskrivelse af dækkede obligationer.

⁶ Asset-backed securities er værdipapirer med pant i bagvedliggende aktiver.

Belåningsgrundlag og risikostyring

Fra et risikominimeringshensyn vil et smalt belåningsgrundlag, der alene omfatter indenlandske statspapirer og gældsinstrumenter udstedt af centralbanken, være at foretrække, da det minimerer risikoen for tab. Ud fra et behovshensyn vil en sådan afgrænsning imidlertid ofte give et for lille belåningsgrundlag til at sikre en effektiv udførelse af pengepolitikken og en smidig betalingsafvikling. Der vil således typisk være behov for et bredere belåningsgrundlag. I takt med at centralbanken udvider belåningsgrundlaget, accepteres aktiver med en relativt større kredit-, markeds- og likviditetsrisiko samt valutakursrisiko for aktiver i fremmed valuta. Centralbankens risici ved kredit mod sikkerhedsstillelse kan styres ved hjælp af en bred vifte af risikostyringsinstrumenter, jf. boks 3.

En centralbank skal i udformningen af belåningsreglerne tage højde for, at modparterne naturligt vil belåne de mindst likvide aktiver med den ringeste kreditkvalitet blandt de belånbare aktiver i centralbanken og reservere de mest likvide aktiver med høj kreditkvalitet til lån i penge-markedet. Dette kan betegnes som Greshams lov for sikkerhedsstillelse.¹

¹ Se Danmarks Nationalbank (2005) for Greshams lov og Chailloux, Gray og McCaughrin (2008) for Greshams lov for sikkerhedsstillelse.

RISIKOSTYRING AF SIKKERHEDSSTILLELSE	Boks 3
• <i>Kreditrisikoen</i>, dvs. risikoen for at modparten misligholder sin betalingsforpligtelse, kan styres ved hjælp af en institutionel og lovgivningsmæssig afgrænsning af belånbare aktiver eller ved at anvende af kreditvurderingskrav. • <i>Likviditetsrisikoen</i>, dvs. risikoen for at markedsværdien af et aktiv påvirkes negativt, når det realiseres, kan styres ved hjælp af børskurshaircut, dvs. procentuelt fradrag i belåningsværdien, initialmargin, dvs. krav om overdækning ved beregning af belåningsværdien, krav om regelmæssige købs- og salgspriser (prisstillerordninger), og evt. minimumskrav til cirkulerende mængde. • <i>Markedsrisikoen</i>, dvs. risikoen for at markedsværdien af aktivet falder mellem seneste beregning af belåningsværdi og tidspunktet, hvor det realiseres, kan styres ved hjælp af daglig markedsværdiansættelse, dvs. den senest noterede kurs (mark-to-market), og teoretisk prisfastsættelse, dvs. en teoretisk kurs, hvis et værdipapir ikke har været handlet i et antal dage, børskurshaircut samt anvendelse af variationsmargin, dvs. krav om yderligere sikkerhedsstillelse ved fald i belåningsværdien. • <i>Valutakursrisikoen</i> ved kredit mod sikkerhed i aktiver i fremmed valuta kan styres ved hjælp af valutakurshaircut. • <i>Koncentrationsrisiko</i> kan styres ved hjælp af grænser for den enkelte modparts lån på fx udstedelse, udsteder, aktivtype, sektor mv.	

Anm.: Se fx Chailloux, Gray og McCaughrin (2008), Federal Reserve System (2002) og Bindseil og Papadia (2006) for en diskussion af risikostyring og sikkerhedsstillelse samt Danmarks Nationalbank (2003) for en beskrivelse af kreditvurderingskrav.

NATIONALBANKENS BELÅNINGSREGLER

Nationalbanken yder tre typer af lån til de pengepolitiske modparter (penge- og realkreditinstitutter) mod sikkerhed: Pengepolitiske lån i kroner, lån inden for dagen (intradag-kredit) i kroner og euro samt lån til kontantdepoter i kroner.

Ved de ordinære ugentlige markedsoperationer har de pengepolitiske modparter adgang til pengepolitiske lån med en løbetid på syv dage og til at placere likviditet i Nationalbanken i syv dage ved at købe indskudsbeviser.¹ Nationalbanken anvender et såkaldt åbent vindue, hvor Nationalbanken fastsætter renterne på ud- og indlån, hvorefter modparterne selv – inden for rammerne af foliorammesystemet – sammen sætter størrelsen af deres ud- og indlån. Der er dermed ikke fastsat en mængdemæssig begrænsning på, hvor meget modparterne kan låne i Nationalbanken, så længe de har tilstrækkeligt med belånbare aktiver.

Nationalbankens belåningsgrundlag består altovervejende af statspapiere, realkreditobligationer og SDO'er, jf. tabel 1. På trods af et relativt stort antal pengepolitiske modparter, aktuelt 112, afgrænser Nationalbanken belåningsgrundlaget for kredit i danske kroner og euro til vær-

¹ Se Danmarks Nationalbank (2009a) for en beskrivelse af de pengepolitiske instrumenter.

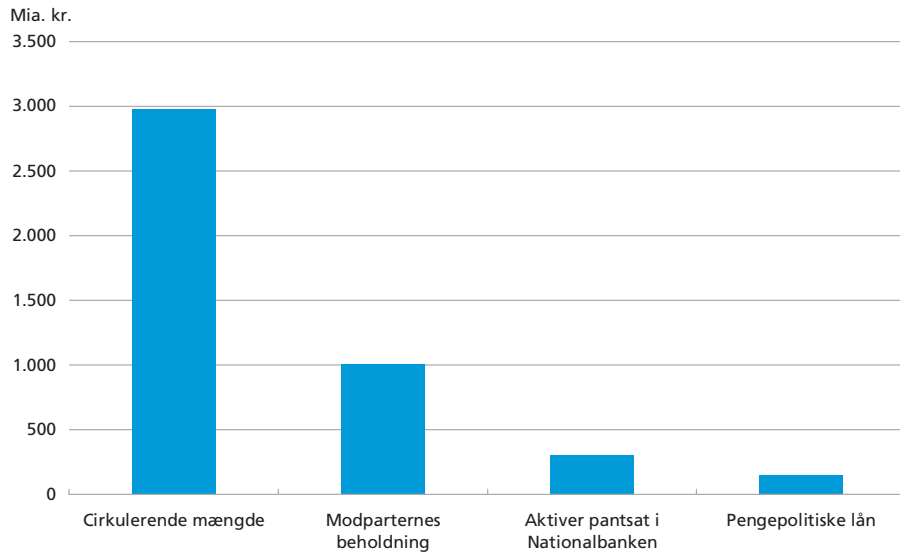
dipapirer, hvor den bagvedliggende lovgivning sikrer en høj kreditkvalitet. Muligheden for at vælge en smal institutionel og lovgivningsmæssig afgrænsning af belåningsgrundlaget kan i høj grad tilskrives det store marked for realkreditobligationer og SDO'er samt kendskabet og tilliden til den bagvedliggende lovgivning. Nationalbankens belåningsgrundlag er beskrevet i boks 4.

Ud fra et behovshensyn vurderes det sædvanlige belåningsgrundlag at være tilstrækkeligt til at dække de pengepolitiske modparter behov for sikkerhedsstillelse i Nationalbanken. Modparternes andel af den samlede udestående beholdning af belånbare værdipapirer udgjorde 34 pct. i

NATIONALBANKENS BELÅNINGSGRUNDLAG	Boks 4
Nationalbanken yder kredit til de pengepolitiske modparter i kroner til pengepolitiske lån, intradag-kredit og lån til kontantdepoter mod pant i følgende værdipapirer i kroner eller euro: • Papirer udstedt af den danske stat. • Obligationer garanteret af den danske stat. • Obligationer udstedt af KommuneKredit og Danmarks Skibskredit A/S. • Realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer, SDO'er, udstedt af institutter omfattet af lov om finansiel virksomhed. • Seniorgæld udstedt i tilknytning til SDO, jf. lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. § 33e eller lov om finansiel virksomhed § 152b., junior covered bonds. • Obligationer udstedt af Føroya Landstýri, Færøernes Landsstyre. Værdipapirerne skal være noteret på OMX Nasdaq København og være registreret i VP Securities. Junior covered bonds skal endvidere opfylde et kreditvurderingskrav. Kravene om registrering i VP Securities og notering på OMX Nasdaq København kan bl.a. tilskrives hensynet til at minimere af operationelle risici og de administrative omkostninger for Nationalbanken og modparterne. Modparterne har endvidere adgang til intradag-kredit i euro. Belåningsgrundlaget er det samme som for kredit i danske kroner med undtagelse af junior covered bonds og obligationer udstedt af Færøernes Landsstyre. Værdipapirerne skal opfylde et kreditvurderingskrav fastsat af ECB. For realkredit- og skibskreditobligationer samt SDO'er gælder kreditvurderingskravet for intradag-kredit i euro kun for obligationsserier, der er åbnet efter 1. januar 2008. Nationalbankens belåningsregler fastsætter derudover, at værdipapirerne ikke må være udstedt af modparten selv eller af koncernforbundne selskaber. Realkreditobligationer og SDO'er er undtaget fra denne regel, da de er såkaldte UCITS 22(4)-papirer, hvor investor har fortrinsret til de underliggende betalinger fra husejerne i tilfælde af, at obligationsudsteder misligholder sin betalingsforpligtelse, jf. direktivet om investeringsinstitutter (direktiv 88/220 om ændring af direktiv 85/611). Indskudsbeviser indgår i belåningsgrundlaget ved beregning af den maksimale adgang til intradag-kredit i kroner.	

MODPARTERNES BEHOLDNING OG BRUG AF BELÅNBARE AKTIVER I 2009

Figur 1



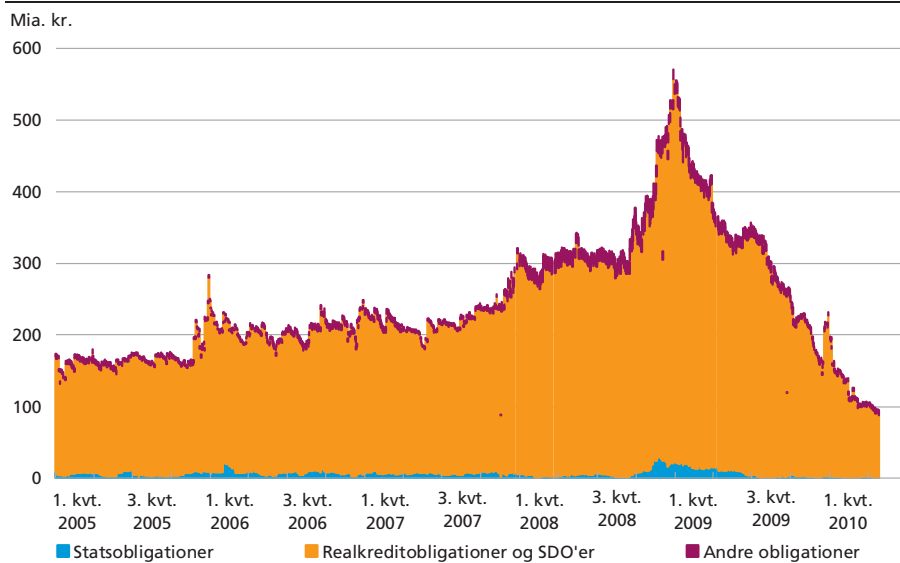
Anm.: Omfatter statspapirer, realkreditobligationer og SDO'er. Gennemsnit ultimo alle måneder i 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

2009. Heraf var 30 pct. pantsat til Nationalbanken, jf. figur 1. Modparterne pantsætter hovedsageligt realkreditobligationer og SDO'er til Nationalbanken, jf. figur 2.

MODPARTERNES PANTSÆTNING AF BELÅNBARE AKTIVER

Figur 2



Kilde: Danmarks Nationalbank.

BØRSKURSHAIRCUT

Boks 5

Børskurshaircut anvendes sammen med den daglige markedsværdiansættelse til at sikre, at belåningsværdien af et pantsat aktiv kan realiseres til en værdi, der mindst svarer til lånebeløbet, i tilfælde af en modparts misligholdelse af sin betalingsforpligtelse. Børskurshaircut anvendes således ikke til at minimere kreditrisikoen, men til at minimere likviditet- og markedsrisikoen.

Børskurshaircut er papirspecifikke og afhænger af det enkelte værdipapirs likviditet og rentefølsomhed. Likviditeten måles normalt ud fra aktivtype, udsteder og cirkulerende mængde og er bestemmende for, hvilken likviditetskategori et værdipapir placeres i. Rentefølsomheden måles på værdipapirets kupontype og restløbetid.

HAIRCUTS VED VP-REGISTREREDE AKTIVER MED FAST KUPONRENTE

Tabel 2

Restløbetid	Kategori 1	Kategori 2	Kategori 3	Kategori 4
0-1 år	0,5	1,0	1,5	6,5
1-3 år	1,5	2,5	3,0	8,0
3-5 år	2,5	3,5	4,5	9,5
5-7 år	3,0	4,5	5,5	10,5
7-10 år	4,0	5,5	6,5	11,5
> 10 år	5,5	7,5	9,0	14,0

Anm.: Procent af markedsværdi. For belånbare værdipapirer med nul kuponrente, variabel kuponrente eller med invers variabel rente fremgår haircuts af ECB (2008a). Værdipapirernes børskurshaircut er de samme, uanset om de anvendes som sikkerhed for kredit i kroner eller euro.

Kilde: ECB (2008a) og www.nationalbanken.dk.

Nationalbankens risikostyring

Nationalbanken er forpligtet til at følge ECB's principper for risikostyring ved intradag-kredit i euro og har valgt ligeledes at lade ECB's principper gælde ved kredit i danske kroner, medmindre der er særskilte hensyn, som taler imod. Det har til formål at forenkle belåningsreglerne, så de er lette at forstå også for udenlandske modparter samtidig med, at Nationalbankens belåningsregler lever op til internationale standarder.

Belåningsværdien af et værdipapir pantsat til Nationalbanken findes ved fra værdipapirets markedsværdi at fratrække en procentsats, et børskurshaircut, der afhænger af papirets rentefølsomhed og likviditet. Pantsatte værdipapirer inddeles i fire likviditetskategorier og tildeles stigende børskurshaircut med restløbetiden, jf. boks 5. Obligationer med variabel rente får børskurshaircut som papirer med løbetid op til 1 år. Når værdipapirer i euro stilles til sikkerhed for kredit i kroner, og omvendt, fratrækkes derudover et valutakurshaircut på 3 pct. Børskurshaircut og likviditetskategorier svarer til dem, der anvendes af ECB.¹

¹ Se ECB (2008a) samt ECB's hjemmeside.

Den daglige markedsværdiansættelse af de belånbare aktiver sker som den officielle kurs på OMX Nasdaq København den foregående dag, inkl. vedhængende rente. Hvis et værdipapir ikke har været handlet de seneste fem bankdage, beregnes en teoretisk pris. For værdipapirer i euro beregnes belåningsværdien i kroner ved hjælp af den officielle valutakurs fra Nationalbanken den foregående dag.

DEN FINANSIELLE KRISE OG SIKKERHEDSSTILLELSE

Den finansielle krise har medført et øget fokus på belåningsreglerne i centralbanker. Belånbarhedspræmien for aktiver, der kan stilles som sikkerhed i centralbankerne, er øget betragteligt, og belånbarhed i centralbanken er blevet en vigtig faktor ved nyudstedelse af værdipapirer. Det understreges af, at der i stigende grad ses en tendens til, at udstederne "skræddersyr" deres udstedelser til centralbankernes belåningsregler.

Et smallere belåningsgrundlag i Nationalbanken end i Eurosystemet kan under finansiell uro med en høj belånbarhedspræmie risikere at medføre, at udstedelser i kroner bliver stillet dårligere end udstedelser i euro, hvilket kan hæmme de danske kapitalmarkeder. Endvidere kan det forstærke, at danske pengeinstitutter optager lån i euro frem for kroner.

Med den finansielle krise er der yderligere kommet fokus på hensynet til finansiell stabilitet. Under krisen indførte centralbanker verden over en række midlertidige lånetiltag for at løse op for den stramme likviditetssituation. Nationalbanken udvidede i lighed med andre centralbanker midlertidigt adgangen til kredit, jf. boks 6.

Nationalbanken får mange henvendelser om ændringer i belåningsreglerne og i særdeleshed om udvidelse af det sædvanlige belåningsgrundlag med nye typer af værdipapirer. Nationalbanken vurderer løbende belåningsgrundlaget i forhold til markedsforholdene og foretager de nødvendige justeringer i belåningsreglerne. Det illustreres fx med udvidelsen af belåningsgrundlaget med junior covered bonds i februar 2010, jf. boks 2.

Hvis behovet for midlertidige justeringer ved fremtidig uro på de finansielle markeder ønskes mindsket, kan belåningsgrundlaget udvides. Denne virkning vil dog kun kunne opnås, hvis der udvides med aktiver, som modparterne har på deres balance.

Som det fremgår af figur 3, udgør udlån langt den største post på modparternes balance. Resterende aktiver ud over udlån og aktiver, som allerede er belånbare i dag i Nationalbanken, udgør kun en lille andel af modparternes balance. Udlån er imidlertid juridisk og administrativt kom-

MIDLERTIDIGE LÅNETILTAG I NATIONALBANKEN

Boks 6

Nationalbanken udvidede under den finansielle krise midlertidigt de pengepolitiske modparters lånemuligheder. Belåningsgrundlaget blev udvidet med:

- Særlige låneobligationer.
- Noterede og unoterede aktier.
- Noterede investeringsforeningsbeviser.
- Noterede og unoterede junior covered bonds med individuel statsgaranti, jf. lov om ændring af lov om finansiell stabilitet samt noterede junior covered bonds uden statsgaranti.
- Noteret og unoteret usikret gæld udstedt af penge- og realkreditinstitutter med generel statsgaranti, jf. lov om finansiell stabilitet, eller med individuel statsgaranti, jf. lov om ændring af lov om finansiell stabilitet.
- SPV-obligationer (Special Purpose Vehicle) udstedt på basis af lån med individuel statsgaranti til penge- og realkreditinstitutter, jf. lov om ændring af lov om finansiell stabilitet.

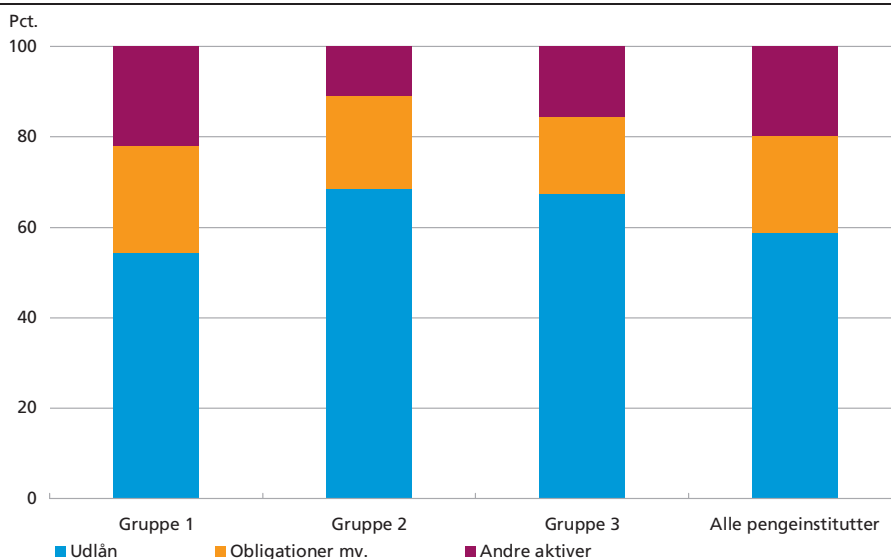
Endvidere indførte Nationalbanken en ny midlertidig lånemulighed, hvor penge- og realkreditinstitutter fik adgang til at låne et beløb, der afhænger af deres overskydende lovmæssige solvens, dvs. forskellen mellem basiskapital og solvensbehov.

De midlertidige lånemuligheder udløber den 26. februar 2011 med undtagelse af udvidelsen af belåningsgrundlaget med værdipapirer omfattet af den individuelle statsgaranti: Usikret gæld udstedt af penge- og realkreditinstitutter, junior covered bonds og SPV-obligationer, som er belånbare frem til 30. december 2013.

Kilde: Se Danmarks Nationalbank (2009b) samt www.nationalbanken.dk under Regelsæt under Midlertidige lånemuligheder for en nærmere beskrivelse af de midlertidige lånemuligheder.

PENGEINSTITUTTERNES AKTIVER FORDELT PÅ AKTIVKLASSER, MARTS 2010

Figur 3



Anm.: Grupperingen følger Finanstilsynets inddeling af pengeinstitutterne efter arbejdende kapital.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

plekst at belåne. Et pengeinstitut har ofte som led i låneaftaler forpligtet sig til ikke at pantsætte sine aktiver, dog med visse undtagelser fx sædvanlig pantsætning til centralbanken. Endvidere kan der være bestemmelser om, at pengeinstituttet alene kan disponere over dets aktiver fx som led i den sædvanlige drift. Et yderligere forhold er, at der skal gives meddelelse til den enkelte skyldner på udlånet ved pantsætning, hvilket kan være administrativt krævende. Under den finansielle krise blev det vurderet, om udlån kunne blive omfattet af et midlertidigt belåningsgrundlag, men bl.a. på grund af ovennævnte forhold blev udlån ikke omfattet af den midlertidige udvidelse af belåningsgrundlaget.

LITTERATUR

Andersen, Carsten og Claus Johansen (2009), Danske realkreditobligationer under den finansielle uro, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Andersen, Niels C. og Kirsten Gürtler (2003), Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Bakke, Bjørn, Knut Sandal og Ingrid Solberg (2007), Sikkerhet for lån i Norges Bank – konsekvenser av endringer i regelverket, Norges Bank, *Penger og kreditt*, nr. 4.

Bank of England (2008), The development of the Bank of England's market operations. A consultative paper, *Bank of England*, oktober.

Bindseil, Ulrich og Francesco Papadia (2006), Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem, ECB, *Occasional paper series*, nr. 49, august.

Chailloux, Alexandre, Simon Gray og Rebecca McCaughrin (2008), Central bank collateral frameworks: principles and policies, IMF, *Working Paper*, nr. 222, september.

Cheun, Samuel, Isabel von Köppen-Mertes og Benedict Weller (2009), The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil, ECB, *Occasional paper series*, nr. 107, december.

Danmarks Nationalbank (1999), *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

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

Danmarks Nationalbank (2005), *Betalingsformidling i Danmark*, juni.

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

Danmarks Nationalbank (2009b), *Finansiel stabilitet 1. halvår*, maj.

Danmarks Nationalbank (2010), Dokumentationsgrundlag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling i DKK, EUR, SEK og ISK, februar.

ECB (2007), The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem, *Monthly Bulletin*, oktober.

ECB (2008a), The implementation of monetary policy in the euro area: General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, november.

ECB (2008b), Covered bonds in the EU Financial System, december.

Federal Reserve System (2002), Alternative instruments for open market and discount window operations, december.

Federal Reserve System (2010), Credit and liquidity programs and the balance sheet, *Monthly Report*, februar.

Sveriges Riksbank (2009), Villkor för RIX och penningpolitiska instrument. Bilaga H4. Anvisningar säkerheter, september.

Inkonverterbare lån til andelsboligforeninger

Ib Hansen og Hans Henrik Knudsen, Handelsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den danske realkreditmodel bygger på fleksibilitet og gennemsigthed. Den er blevet verdenskendt for at tilbyde velfungerende finansiering til boligejere på en simpel måde. De seneste år er der sket en kraftig udvikling af nye produkter. De indeholder bl.a. instrumenter, hvis konsekvenser kan være svære at gennemskue. De nye produkter stiller derfor stadig større krav til långivere og låntagere.

Lån til boligfinansiering sker langt overvejende med mulighed for at indfri lånet til kurs 100 (pari) eller til en kurs tæt på pari. Dermed beskyttes låntager mod store kurstab ved rentefald.

Når renten falder, stiger kursen på obligationslån. Lån, der ikke kan indfries til pari – inkonverterbare lån – kan være meget kursfølsomme over for rentefald. For lange inkonverterbare lån kan det betyde, at det kan blive meget byrdefuldt at indfri lånet fx ved flytning. Derfor er disse lån ikke hensigtsmæssige til boligfinansiering.

Nogle, især nye, andelsboligforeninger har optaget ganske risikable inkonverterbare lån med stigende rentebetalinger. De økonomiske konsekvenser, fx af kurstab ved rentefald, og effekten af stigende rente- og afdragsbetalinger, er svære at gennemskue i sådanne lånekonstruktioner. Det skyldes, at lånene typisk konstrueres som en kombination af et lån og en finansiell aftale – en såkaldt renteswap. Produkternes kompleksitet stiller dermed store krav til, at både långivere og låntagere forstår de risici, der er forbundet med konstruktionen.

INKONVERTERBARE LÅN RISIKERER AT FASTLÅSE BOLIGEJERE

Realkreditsystemet i Danmark er baseret på udstedelse af obligationer med pant i fast ejendom. Et omdrejningspunkt er, at realkreditinstituttet ikke påtager sig risici som følge af udsving i renterne eller i forbindelse med, at låntager konverterer sine lån.

Inkonverterbare lån giver betydelig risiko til låntageren

Hvis låntager ønsker et standard fastforrentet realkreditlån, optages det i form af et konverterbart lån. *Konverteringsretten* betyder, at låntager

er beskyttet mod en kraftig stigning i restgælden ud over kurs pari, hvis renten falder. Låntagers mulighed for at indfri lånet til pari modsvares af, at realkreditinstituttet udsteder obligationer, der også kan indfries til pari. Hvis låntager indfrier sit lån til pari, får obligationsinvestoren udtrykket obligationen til pari. Det betyder, at obligationsinvestoren skal genplacere midlerne til en lavere rente. Med andre ord har *obligationsinvestoren* en konverteringsrisiko.

Obligationsinvestoren skal naturligvis have betaling for at tage denne risiko. Det får han i form af en højere rente. Konverterbare lån har således en højere rente end inkonverterbare lån med samme løbetid. Med andre ord er konverterbare lån dyrere end inkonverterbare lån, men har mindre risiko for store kursstigninger.

I modsætning til *konverterbare* obligationer har *inkonverterbare* obligationer ikke en konverteringsret. Det betyder, at lånet har en lavere ydelse, men til gengæld er låntager ikke beskyttet mod kursstigninger over pari.

Kursstigninger har ikke nødvendigvis den store betydning, hvis lånet holdes til udløb. Hvis boligen skal sælges, kan det imidlertid være et stort problem, hvis kursen på lånet er steget meget. Så skal låntager *realisere* kurstabet. For lange lån kan det betyde, at det kan blive meget byrdefuldt at indfri lånet.

Bred opbakning til beskyttelse af låntager

På grund af risikoen for kursstigninger over pari har det været god latin, at boligfinansiering skulle ske på vilkår, der gav låntager mulighed for at komme ud af sine lån uden at blive fastlåst af uventet stor restgæld. Derfor gives fastforrentede boliglån som konverterbare lån. Låntager kan med andre ord komme ud af lånet ved at betale restgælden.

I forbindelse med loven om lån baseret på særligt dækkede obligationer, SDO, var der opbakning til, at låntager, også her, skulle kunne komme ud til kurs pari. Det omtales som pari-reglen, og der er opbakning til den fra flere sider.

I betænkningen til lovgrundlaget for SDO-lån præciserede forligspartierne, at de forventer, at SDO-lån vil kunne indfries ved opkøb af bagvedliggende obligationer eller ved en kurs, der ikke afviger væsentligt fra pari. Hvis lånet ikke er knyttet til bagvedliggende obligationer, skal det kunne indfries til pari. *Økonomi- og erhvervsministeren* har ved Realkreditforeningens årsmøde 2010 erklæret, at denne regel fastholdes.

Realkreditrådet lægger stor vægt på pari-reglen, jf. rådets høringssvar om SDO-lovgivningen 28. januar 2010:

"Det er afgørende at bevare pari-reglen – også efter en evaluering i 2012. Den politiske opbakning til pari-reglen betyder, at låntagerne også fremover er beskyttet over for væsentlige kurstigninger, og at de hverken behøver at spørge eller forhandle om prisen med kreditinstituttet for en indfrielse af lånet før udløb. Det er også afgørende for stabiliteten i dansk økonomi, at låntagerne altid og uden større omkostninger kan bevæge sig over i de lån, som er bedst og billigst for deres økonomi, og hjemtage de konverteringsgevinster, som der jo opstår fra tid til anden."

Nationalbanken har, senest i sit høringssvar 23. november 2009 vedrørende evalueringen af SDO-lovgivningen, understreget vigtigheden af, at det er obligationsinvestor og ikke låntager, der løbende er eksponeret over for finansielle risici:

"Nationalbanken har forud for evalueringen såvel som ved ovennævnte møde udtrykt ønske om, at den såkaldte pari-regel bibeholdes. Det danske realkreditsystems mangeårige stabilitet bygger på, at det er obligationsinvestor og ikke låntager, der løbende er eksponeret mod finansielle risici. Låntager må selvsagt betale for denne sikkerhed gennem en højere løbende rentebetaling. Historiske eksempler viser, at manglende mulighed for indfrielse til pari senere kan medføre en ugunstig situation for låntageren. Nationalbanken lægger derfor vægt på, at pari-reglen bibeholdes."

Trappelån

De senere år har produktudvikling til boligfinansiering affødt en ny type lån. Låntager betaler en lav ydelse i begyndelsen af lånets løbetid, og herefter stiger den trinvis frem mod lånets udløb. Lån af denne type har fået øgenavnet lokkelån, fordi de "lokker" låntager med en lav rente i begyndelsen. Denne slags lån kendes fra USA, hvor de var en medvirkende årsag til subprime-krisen.

Amerikanske boligejere optog således i stort omfang lån med lokkerenter i årene frem til udbruddet af subprime-krisen. Det viste sig, at hverken boligejere eller realkreditinstitutter var i stand til at vurdere boligejernes økonomi i forhold til denne type lån. Det førte i mange tilfælde til, at boligejerne ikke kunne betale den stigende ydelse. Da boligpriserne begyndte at falde, kunne de ikke omlægge deres lokkelån til nye lån, og subprime-krisen tog sin begyndelse.

I Danmark kaldes den slags lån for trappelån. Lånet tilbydes så vidt vides ikke individuelle boligejere. Men hvis flere boligejere slår sig sammen i andelsboligforeninger, kan de optage et trappelån.

Essensen af lånet er, at låntager udskyder rentebetalingen i forhold til et fastforrentet lån. Med andre ord skubber låntager betalingen foran sig. Hvis et trappelån kombineres med afdragsfrihed, bliver ganske store betalinger skubbet ud i fremtiden.

Der kan naturligvis være hensyn i forbindelse med en virksomhedsdrift, der betyder, at trappelån er hensigtsmæssige. Men konsekvenserne skal analyseres og vurderes grundigt.

Trappelån er inkonverterbare lån med høj risiko

Når inkonverterbare lån ydes som trappelån og evt. kombineres med afdragsfrihed i en lang årrække, bliver lånets kursfølsomhed meget høj. Det betyder, at rentefald udløser ganske betydelige kursstigninger, dvs. kurstab for låntager, se boks 1.

Trappelån er en kombination af inkonverterbare lån, der ikke er hensigtsmæssige til boligfinansiering, og lån med stigende renter, der kan

EKSEMPEL: PRISFØLSOMHED PÅ TRAPPELÅN

Boks 1

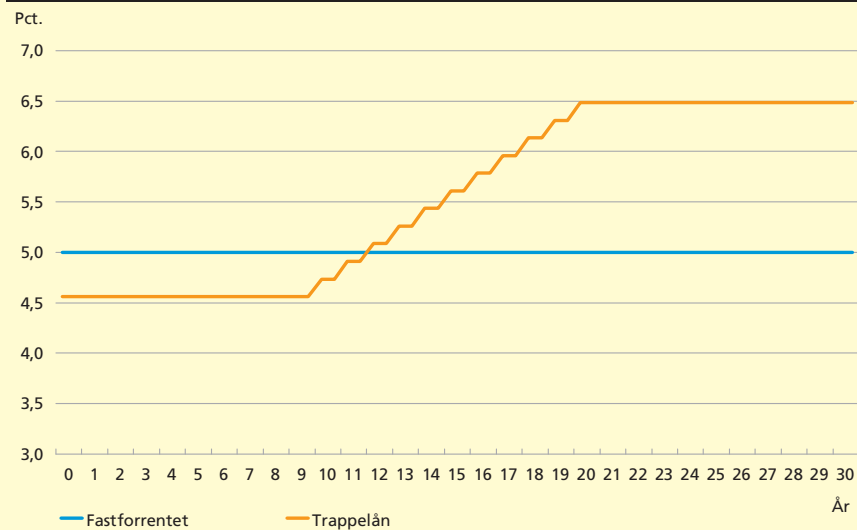
Det følgende er et eksempel på et trappelån givet til en andelsboligforening. Lånet er på i alt 288 mio. kr. Rentefølsomheden fremgår af långivers materiale: hvis renten falder 1 pct., får låntager et kurstab på 19 pct. af hovedstolen, dvs. knap 55 mio. kr.

Til sammenligning er rentefølsomheden på et 30-årigt konverterbart lån på 5 pct. betydeligt mindre. Hvis renten falder 1 pct., svarer det til et kurstab på 2,5 pct. eller godt 7 mio. kr.

Figur 1 viser renteprofilen på trappelånet i forhold til et fastforrentet lån på 5 pct.

TRAPPELÅN I FORHOLD TIL FASTFORRENTET LÅN

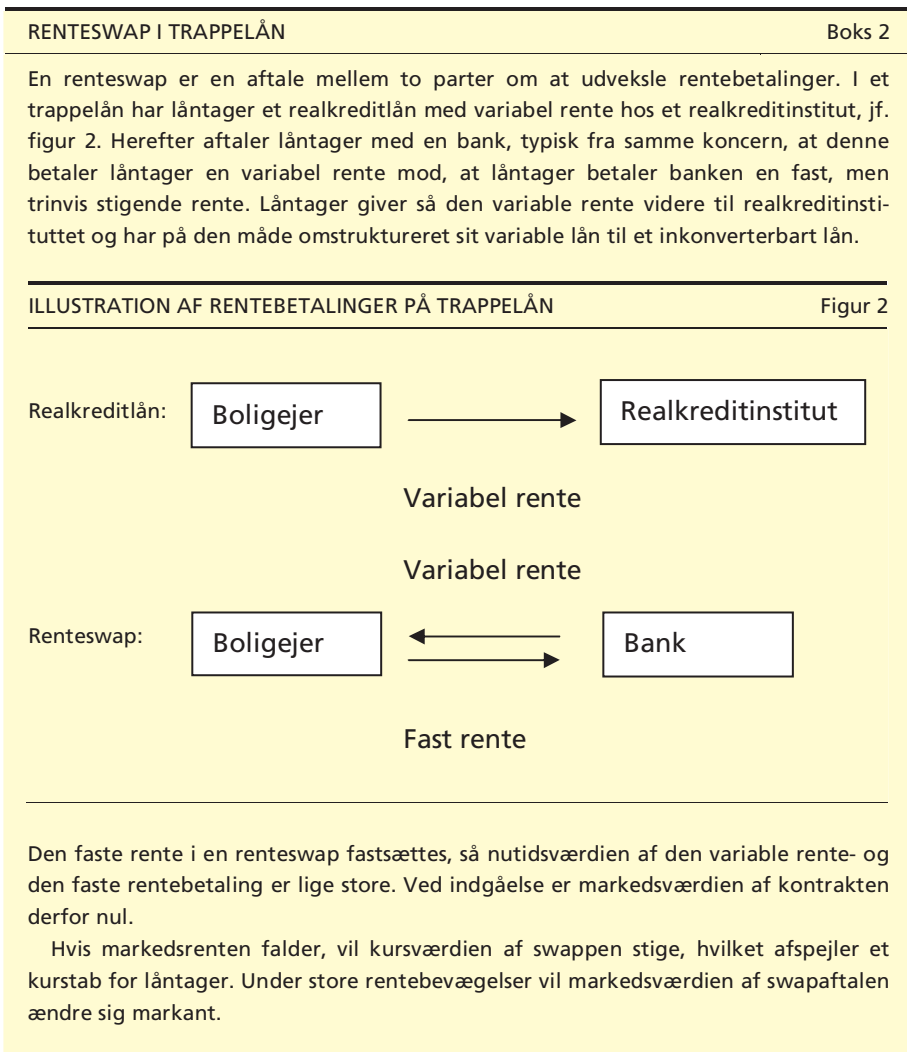
Figur 1



lokke låntager til at optage for store lån. Sammensætningen af lånet gør det vanskeligt at gennemskue de *økonomiske konsekvenser*, fx potentielle kurstab ved rentefald, og effekten af stigende rente- og afdragsbetalinger i fremtiden.

Lånets risiko ligger i renteswappen

Det er ikke muligt direkte at optage de omtalte inkonverterbare lån. Der udstedes ikke så lange inkonverterbare obligationer. Derfor er lånet konstrueret ved at kombinere to produkter: et variabelt forrentet *realkreditlån* og en *renteswap*, se boks 2. Mens realkreditlånet optages hos et realkreditinstitut, indgås renteswappen med en bank, der typisk er fra samme koncern.



Rentefald kan have stor negativ effekt

Som nævnt kan kursværdien af det lange inkonverterbare lån stige og falde ganske meget. Når lånet konstrueres som en kombination af et variabelt forrentet realkreditlån og en swap, kommer langt den overvejende del af kursudsvingene fra swappen. *Realkreditlånets* kurs er typisk ret stabil. Det skyldes, at det er et variabelt forrentet lån, hvor renten fastsættes relativt ofte. Markedsværdien af *renteswappen* kan imidlertid blive meget negativ for låntager, når renten falder, og meget positiv når renten stiger.

Banken bestemmer prisen på renteswappen

På almindelige realkreditlån kan gælden til enhver tid indfries til en kendt markedspris. Det øger gennemsigtigheden. Hvis låntager ønsker at indfri et trappelån, er det derimod ikke muligt at finde kursværdien i en børsliste. Indfrielseskursen på en renteswap afhænger helt af bankens værdiansættelse.

En aftale om renteswap er, som alle andre finansielle kontrakter, opsigelig mod betaling. Den pris kan vise sig at være ganske anseelig.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Lån, der ikke kan indfries til pari – inkonverterbare lån – kan være meget kursfølsomme over for rentefald. For lange inkonverterbare lån kan det betyde, at det kan blive meget byrdefuldt at indfri lånet fx ved flytning. Derfor er lange inkonverterbare lån ikke hensigtsmæssige til boligfinansiering.

Nogle, især nye, andelsboligforeninger har optaget ganske risikable inkonverterbare lån med stigende rentebetalinger. De økonomiske konsekvenser, fx af kurstab ved rentefald, og effekten af stigende rente- og afdragsbetalinger, er svære at gennemskue i sådanne lånekonstruktioner. Det skyldes, at lånene typisk konstrueres som en kombination af et lån og en finansiell aftale – en såkaldt renteswap. Produkternes kompleksitet stiller dermed store krav til, at både långivere og låntagere forstår de risici, der er forbundet med konstruktionen.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank (2009), SDO-evaluering – Analyse af forbrugernes boligfinansieringsmuligheder og konkurrenceforholdene, høringsvar til Økonomi- og Erhvervsministeriet, 23. november.

Erhvervsudvalget (2007), Betænkning over forslag til lov om ændring af lov om finansiell virksomhed og forskellige andre love (Særligt dækkede obligationer), Betænkning, 22. maj.

Realkreditrådet (2010), Realkreditrådet kommenterer rapport om evaluering af SDO-loven, pressemeddelelse, 28. januar.

Økonomi- og erhvervsministeriet (2010), Grundlag for økonomi- og erhvervsminister Brian Mikkelsens tale på Realkreditforeningens årsmøde, 24. marts.

Ny beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks

Erik Haller Pedersen og Mikkel Plagborg-Møller, Økonomisk Afdeling

Indledning

Nationalbanken offentliggør løbende et indeks over udviklingen i kronens styrke, det effektive kronekursindeks, og indeks over dansk industris konkurrencesituation, det reale effektive kronekursindeks. Ændringer i handelsmønstrene gør det nødvendigt med mellemrum at revidere de vægte, hvormed de enkelte valutaer sammenvejes i indeksene. Nedenfor præsenteres 2009-vægtene. Den sidste vægtrevision er dokumenteret i Pedersen (2004).

2009-vægte

Sammenholdt med vægtsættet fra 2002 er de væsentligste ændringer, at den kinesiske valuta, yuan, med en fordobling af sin vægt nu er den fjerdevigtigste valuta i det effektive kronekursindeks, jf. tabel 1. På såvel eksport- som importsiden er samhandlen med Kina øget. Omvendt er vægten til pundet reduceret markant, også her på både import- og eksportsiden. Storbritannien er i det nye vægtsæt kun Danmarks femtestørste samhandelspartner mod tidligere den næststørste.

De øvrige ændringer i vægtsættet er små. Generelt er vægtene til landene i Østeuropa øget, mens den er faldet til mange af landene i euroområdet, herunder Tyskland. Samhandlen med euroområdet er i det nye vægtsæt 48 pct. mod tidligere 51 pct. Også i en længere horisont er vægten til euroområdet faldet. Det ændrer ikke ved, at langt hovedparten af den danske handel sker med lande, som geografisk ligger tæt på, men samhandlen bliver som følge af globaliseringen stadig mere diversificeret.

Om vægtrevisionen

Der er ikke foretaget metodemæssige ændringer i forbindelse med vægtrevisionen. Antallet af lande i vægtberegningen er uændret 27. Kronekursindekset er kædet på det hidtidige indeks pr. 8. april 2010 og gælder fremadrettet fra den dato. Der er således ikke revisioner af de tidligere offentliggjorte tal.

VÆGTE TIL NATIONALBANKENS EFFEKTIVE KRONEKURS

Tabel 1

	Dobbeltvejede eksportvægte	Bilaterale importvægte	2009- vægte			
	65,4	34,6	100	2002- vægte	1995- vægte	1989- vægte
Tyskland (DEM)	16,4	26,0	19,8	21,0	27,4	25,6
Sverige (SEK)	5,9	16,3	9,5	9,0	9,4	11,7
USA (USD)	12,2	3,3	9,1	8,6	7,5	8,7
Kina (CNY)	6,9	9,2	7,7	3,6	-	-
Storbritannien (GBP)	7,1	6,2	6,8	10,4	8,6	9,8
Frankrig (FRF)	6,1	4,1	5,4	6,4	7,0	6,8
Holland (NLG)	3,8	7,6	5,1	5,3	5,5	4,6
Italien (ITL)	5,2	4,0	4,8	5,1	5,4	5,3
Belgien (BEF)	3,7	4,7	4,1	4,1	3,8	3,5
Japan (JPY)	5,4	0,7	3,8	3,9	5,9	6,7
Norge (NOK)	4,2	2,4	3,6	3,7	3,7	3,9
Polen (PLN)	2,4	3,2	2,6	1,9	1,5	-
Spanien (ESP)	3,2	1,4	2,6	2,5	1,8	1,8
Finland (FIM)	2,3	2,2	2,2	2,5	3,1	3,6
Syd Korea (KRW)	2,5	0,5	1,8	1,4	1,4	-
Schweiz (CHF)	1,8	1,4	1,6	1,9	2,4	2,7
Østrig (ATS)	1,7	1,4	1,6	1,7	1,6	1,7
Tjekkiet (CZK)	1,5	1,5	1,5	0,8	0,4	-
Hongkong (HKD)	1,8	0,4	1,3	1,2	-	-
Irland (IEP)	1,3	1,4	1,3	1,7	0,9	0,7
Ungarn (HUF)	1,0	1,0	1,0	0,8	0,3	-
Canada (CAD)	1,3	0,2	0,9	0,7	0,5	0,7
Australien (AUD)	0,9	0,1	0,6	0,5	0,5	0,5
Portugal (PTE)	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	1,0
Grækenland (GRD)	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4
Island (ISK)	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2
New Zealand (NZD)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroområdet (EUR)	44,7	53,6	47,8	51,3	57,7	55,0

Anm.: Det samlede vægtsæt, 2009-vægte, fremkommer som et vejte gennemsnit af den dobbeltvejede eksportvægt og den bilaterale importvægt. Eksporten indgår med en vægt på 65,4 pct., beregnet som industrieksportens andel af produktionsværdien i fremstillingserhverv. Ved sammenvejning af eksport- og importvægtene til det samlede vægtsæt er anvendt flere decimaler end vist i tabellen. Rækkerne er sorteret efter 2009-vægte.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Beregningerne tager udgangspunkt i industrivarehandlen. Den samlede vægt findes ved at sammenveje et vægtsæt for importen, bilaterale importvægte, med et vægtsæt for eksporten, dobbeltvejede eksportvægte, jf. nedenfor. Eksportsiden har i det nye vægtsæt fået større vægt i forhold til importsiden, så eksporten nu vejer 2/3 og importen 1/3. Det afspejler, at 2/3 af industriens produktion nu går til eksport.

At eksportvægtene er dobbeltvejede, betyder, at der tages hensyn til, at danske eksportører konkurrerer med et givet land ikke blot på landets hjemmemarked, men også på tredjemarkeder. For en nærmere beskrivelse af den anvendte metode, se Pedersen (1998).

Til beregning af de dobbeltvægtede eksportvægte opstilles en handelsmatrix over samhandlen med industrivarer mellem de 27 inkludere-

de lande. Matricen er baseret på 2006-tal, da de er de seneste offentliggjorte fra OECD. De bilaterale import- og eksportvægte er 2009-tal. Betydningen heraf vurderes at være begrænset. Dels ændrer de internationale handelsmønstre sig kun langsomt, dels fanges ændringerne et langt stykke hen ad vejen af de bilaterale vægte. Vægten til specielt Kina er dog nok et underkantsskøn, da Kinas betydning i disse år vokser stærkt på alle markeder.

For lande, som geografisk ligger langt fra Danmark, er den dobbeltvejede eksportvægt typisk større end den bilaterale, jf. tabel 2. Det gælder fx for de asiatiske lande som Kina, Japan, Korea og Hongkong. Det afspejler, at de er store eksportører til alle verdens lande og dermed konkurrenter til dansk industri på mange tredjemarkeder. Den direkte bilaterale samhandel er derimod typisk af mindre betydning. Det gælder i mest udpræget grad for Hongkong, hvor den dobbeltvejede eksportvægt er over fire gange større end den bilaterale.

BILATERALE OG DOBBELTVEJEDE EKSPORTVÆGTE

Tabel 2

	Bilaterale	Dobbeltvejede
Tyskland (DEM)	18,6	16,4
USA (USD)	9,7	12,2
Storbritannien (GBP)	7,8	7,1
Kina (CNY)	3,3	6,9
Frankrig (FRF)	5,8	6,1
Sverige (SEK)	12,3	5,9
Japan (JPY)	2,0	5,4
Italien (ITL)	3,3	5,2
Norge (NOK)	8,8	4,2
Holland (NLG)	5,1	3,8
Belgien (BEF)	2,3	3,7
Spanien (ESP)	3,4	3,2
Sydkorea (KRW)	0,9	2,5
Polen (PLN)	2,8	2,4
Finland (FIM)	2,9	2,3
Hongkong (HKD)	0,4	1,8
Schweiz (CHF)	1,4	1,8
Østrig (ATS)	1,1	1,7
Tjekkiet (CZK)	1,4	1,5
Canada (CAD)	0,9	1,3
Irland (IEP)	1,9	1,3
Ungarn (HUF)	0,9	1,0
Australien (AUD)	1,2	0,9
Portugal (PTE)	0,5	0,5
Grækenland (GRD)	0,7	0,4
Island (ISK)	0,5	0,2
New Zealand (NZD)	0,3	0,2
Euroområdet (EUR)	45,6	44,7

Anm.: Rækkerne er sorteret efter de dobbeltvejede vægte.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det omvendte forhold gør sig gældende for nærmarkederne. Her er det den direkte eksport, der dominerer, og den bilaterale eksportvægt overstiger den dobbeltvejede. Det ses bl.a. for Sverige og Norge. Det er samme mønster som i tidligere vægtsæt.

VÆGTE TIL BEREKNING AF REALE EFFEKTIVE VALUTAKURSER

En real effektiv valutakurs viser en relativ løn eller pris i samme valuta og er dermed et mål for konkurrenceevne. For en beskrivelse af de reale effektive kronekurser offentliggjort af Nationalbanken, se Pedersen (1996).

I vægtberegningerne indgår kun industrivarehandel, SITC 5-9. Industrieksporten udgør 70 pct. af den samlede danske vareeksport, og 45 pct. af den samlede eksport, der også omfatter tjenester. Se Pedersen (2007) for beregning af et vægtsæt, der inkluderer tjenestehandel.

Til beregning af reale effektive kronekurser anvendes samme vægtsæt som til beregning af den effektive kronekurs, men ekskl. Kina og Hong-

VÆGTE TIL NATIONALBANKENS REALE EFFEKTIVE KRONEKURSER

Tabel 3

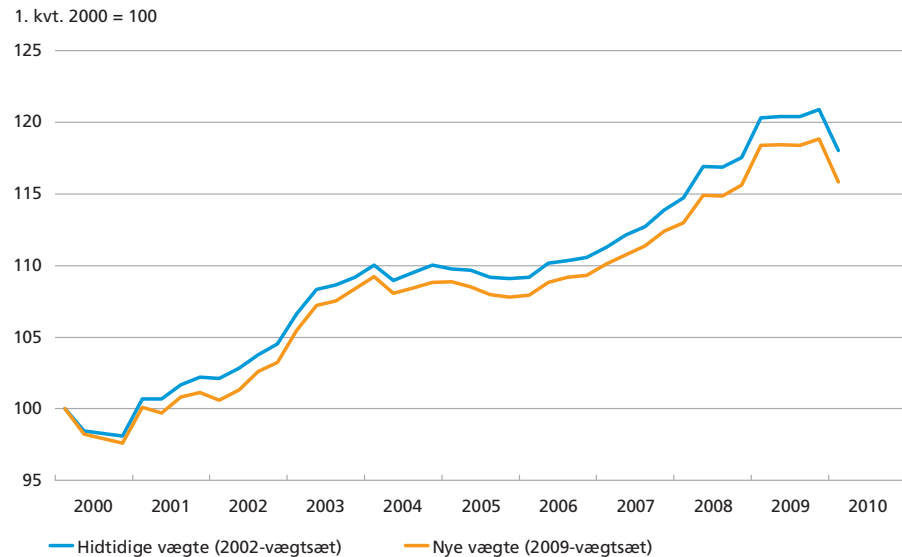
	2009-vægte	2002-vægte	1995-vægte	1989-vægte
Tyskland (DEM)	21,5	22,3	27,4	25,6
Sverige (SEK)	10,4	9,4	9,4	11,7
USA (USD)	10,1	9,0	7,5	8,7
Storbritannien (GBP)	7,5	10,9	8,6	9,8
Frankrig (FRF)	5,9	6,7	7,0	6,8
Holland (NLG)	5,7	5,6	5,5	4,6
Italien (ITL)	5,3	5,4	5,4	5,3
Belgien (BEF)	4,5	4,3	3,8	3,5
Japan (JPY)	4,2	4,1	5,9	6,7
Norge (NOK)	4,0	3,9	3,7	3,9
Polen (PLN)	2,9	2,0	1,5	-
Spanien (ESP)	2,8	2,6	1,8	1,8
Finland (FIM)	2,5	2,6	3,1	3,6
Syd Korea (KRW)	2,0	1,5	1,4	-
Schweiz (CHF)	1,8	2,0	2,4	2,7
Østrig (ATS)	1,7	1,8	1,6	1,7
Tjekkiet (CZK)	1,6	0,8	0,4	-
Irland (IEP)	1,4	1,8	0,9	0,7
Ungarn (HUF)	1,1	0,8	0,3	-
Canada (CAD)	1,0	0,7	0,5	0,7
Australien (AUD)	0,7	0,5	0,5	0,5
Portugal (PTE)	0,6	0,7	0,9	1,0
Grækenland (GRD)	0,4	0,3	0,3	0,4
Island (ISK)	0,2	0,2	0,1	0,2
New Zealand (NZD)	0,2	0,1	0,1	0,1
Kina (CNY)	-	-	-	-
Hongkong (HKD)	-	-	-	-
Euroområdet (EUR)	52,3	54,1	57,7	55,0

Anm.: Rækkerne er sorteret efter 2009-vægtene.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

UDVIKLINGEN I LØNKONKURRECEEVNEN

Figur 1



Anm.: Reale effektive kronekurser, dvs. relativ løn i samme valuta. En stigning i indekset indikerer en svækkelse af den danske lønkonkurrenceevne. 2009-vægtene er her benyttet til at beregne den reale effektive kronekurs med løn som deflator tilbage i tid. I de offentliggjorte tal kædes indeksene, og historiske tal (blå kurve) revideres ikke.

Kilde: OECD, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

kong, jf. tabel 3. Vægtsættet renormeres, så vægtene stadig summer til 100. Grunden til, at der ses bort fra Kina og Hongkong, er, at der ikke umiddelbart findes sammenlignelig lønstatistik for disse lande.

Vægtene til beregning af de reale effektive kurser er kun revideret i mindre omfang. Størst er ændringen for Storbritannien, hvis vægt er faldet en del.

Synet på udviklingen i lønkonkurrenceevnen over det seneste årti ændres ikke, hvis der regnes tilbage i tid med det ny vægtsæt, jf. figur 1. I praksis kædes indeksene, og de historiske tal revideres ikke.

Et stigende indeks indikerer en svækkelse af den danske konkurrenceevne. Den lidt mindre stigning i den alternative beregning med de nye vægte skyldes hovedsagelig den øgede vægt til de østeuropæiske lande, hvor lønudviklingen i perioden har været betydeligt stærkere end herhjemme.

LITTERATUR

Pedersen, Erik Haller (1996), Reale effektive valutakurser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, maj.

Pedersen, Erik Haller (1998), Revision af vægtgrundlaget til beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Pedersen, Erik Haller (2004), Revision af vægtgrundlaget til beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Pedersen, Erik Haller (2007), Effektiv kronekurs og handel med serviceydelser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Nils Bernsteins tale ved Realkreditforeningens årsmøde den 24. marts 2010

Verdensøkonomien er i fremgang. Opsvinget er forsigtigt, og selv om nøgletallene ikke er entydige, synes fremgangen lidt stærkere end forventet i efteråret. Fremgangen er stærkest i de nye vækst- og udviklingsøkonomier, mens den er lidt mere afdæmpet i Europa. Der tegner sig det overordnede mønster, at det økonomiske tilbageslag har været størst i de regioner, hvor den finansielle sektor i særlig grad har været eksponeret over for opskruede aktiver.

Udviklingen har endnu ikke betydet en vending på arbejdsmarkedet i USA og Europa.

Fremgangen i den internationale økonomi skyldes først og fremmest, at mange lande fortsat fører en meget ekspansiv finans- og pengepolitik. De ekstraordinære pengepolitiske tiltag er langsomt ved at blive udfaset. Men det er kun de færreste centralbanker, der er begyndt at sætte renten op.

De offentlige finanser er forværret overalt i industrilandene. Og de fleste EU-lande ventes i år at få et budgetunderskud på mere end 3 pct. af BNP. De har dermed udsigt til at komme i den særlige underskudsprocedure, som retter fokus mod konsolidering og ikke efterlader store manøvre muligheder for at understøtte opsvinget yderligere, hvis det skulle vise sig ikke at være selv bærende.

Udviklingen i Grækenland er et kapitel for sig. Manglende tillid til, at Grækenland ved egen hjælp kan få rettet op på de offentlige finanser, har markant forøget forsikringspræmien for lån til den græske stat. Irland og Letland er eksempler på, hvor kraftige indgreb der skal til, hvis tilliden skal genvindes.

Også herhjemme forventer vi kun en langsom og tøvende fremgang i økonomien. Vi vil fortsat kunne opleve bump på vejen. Væksten i år vil ikke være nok til at standse stigningen i ledigheden. Der er stor ledig kapacitet i virksomhederne, og ledigheden ventes at stige et års tid endnu.

Danmark er en lille åben økonomi, og omkring hvert fjerde job er direkte eller indirekte afhængig af eksporten. Lønkonkurrenceevnen spiller derfor en stor rolle i dansk økonomi, og krisen har betydet svage eksportmarkeder og dermed svage afsætningsmuligheder.

Forværringen af lønkonkurrenceevnen har betydet tab af markedsans dele. Tabet har været forholdsvis stort, sammenlignet med mange af de

lande, vi normalt sammenligner os med. Der er en klar tendens til, at lande med den største forværring af konkurrenceevnen også er dem, der klarer sig dårligst på eksportmarkederne.

Overenskomstforhandlingerne har fundet sted under indtryk af stigende arbejdsløshed og stor usikkerhed om den økonomiske udvikling. Der er udsigt til en svagere lønstigningstakt end i tidligere år. Hatten af for det. Men næppe en ændring af konkurrencesituationen. Det er en træg proces at flytte forventningerne til udviklingen i reallønnen efter en periode med et stærkt arbejdsmarked. Og samtidig en tydelig illustration af problemerne når efterspørgslen når et uholdbart højt niveau.

De finansielle forhold er stærkt ekspansive, med en historisk lav kort rente. Korrigeret for skat og inflation er realrenten på et rentetilpasningslån i øjeblikket meget lav. Det understøtter boligmarkedet. Vor vurdering er, at boligmarkedet er i langsom bedring, og at pristilpasningen er overstået ved det nuværende lave renteniveau. Der er spirende optimisme blandt potentielle købere.

Jeg plejer ikke at give mig til at spå om den fremtidige renteudvikling offentligt. Men i dag vil jeg gøre en undtagelse. Jeg er ret sikker på, at renten på 1-årige rentetilpasningslån ikke varigt vil kunne holde sig på det nuværende lave niveau. Hvornår den vil stige, vil jeg ikke give et bud på. Men jeg vil fraråde boligejere og andre at spænde buen så hårdt, at økonomien kun kan løbe rundt ved den nuværende meget lave rente.

Udviklingen er skrøbelig over for en normalisering af renten og stigende ledighed. Fortsætter den lave vækst i euroområdet den kommende tid, vil det imidlertid udskyde tidspunktet for normalisering af renteniveauet. Omvendt vil en stærkere økonomisk vækst kunne få renten til at stige, men i så fald vil ledigheden stabiliseres og måske begynde at falde.

Udviklingen på boligmarkedet har sammen med stigende aktiekurser bevirket, at husholdningernes formuer igen er stigende. Sammen med fortsat pæn vækst i de disponible indkomster og mere positive forbrugerforventninger får det os til at se mere positivt på udsigterne for udviklingen i det private forbrug.

Faldet i forbruget under krisen har været større herhjemme end i de fleste andre lande. Det er sket på trods af pænt stigende indkomster. Forbrugskvoten har dermed taget et dyk, og ligger nu på et meget lavt niveau. Det åbner sammen med en generel stabilisering af den økonomiske udvikling og den svagt positive stemning op for, at tilliden vender tilbage, og at fremgangen i de disponible indkomster omsættes i forbrug og boliginvesteringer. Indikatorerne for det private forbrug for de første måneder af året tyder dog ikke på nogen stærk vending.

Den lave rentes stimulering af økonomien sker gradvis over en periode på flere år. Der ligger derfor en underliggende ekspansiv effekt på økonomien fra renten i de kommende år. Det samme gælder fra finanspolitikken, hvor tidligere års ekspansion ikke er slået fuldt igennem endnu. En begyndende konsolidering af de offentlige finanser vil derfor næppe ændre billedet af en økonomi i langsom bedring.

For finanspolitikken er udfordringerne nu så store, at konsolidering er en nødvendighed i de kommende år, hvis vi skal undgå en uholdbar stigning i den offentlige gæld. Der er ingen vej uden om – også selv om der stadig er megen ledig kapacitet i økonomien.

Hertil kommer en svækkelse af lønkonkurrenceevnen, stort udgiftspres, højt skattetryk, lav produktivitetsudvikling og lavt arbejdsudbud. Der er betydelige udfordringer for dansk økonomi, som trænger sig på og rækker langt ud over det konjunkturrelle.

Og så til realkreditlen.

Den internationale finansielle krise har vist, at der er behov for, at finansielle institutioner får mere ansvarlig kapital til at stå imod med, og større og mere stabile likviditetsreserver. Begivenheder, som risikostyringsmodellerne anså for meget lidt sandsynlige, fandt alligevel sted.

Der foregår i øjeblikket et internationalt arbejde, hvor man søger at udarbejde og blive enige om nye regler, som kan adressere de problemer, som krisen har afdækket.

Det er vigtigt, at der opnås enighed på tværs af landegrænser og regioner, så vilkårene for finansiell virksomhed så vidt mulig er de samme, uanset hvor det foregår.

For Danmarks vedkommende ser det ud til, at vores realkreditsystem, som er særegent, kan blive stillet over for udfordringer, som vi vil stå ret alene med. Det er derfor vigtigt, at vi nøje overvejer, hvor vi vil sætte kræfterne ind for at tilpasse de nye regler til vores særlige forhold.

Jeg vil her koncentrere mig om de væsentligste forhold, som vi ser dem i dag.

I forslagene til likviditetsregulering lægges der op til en sontring mellem aktiver efter likviditetsgrad. Statsobligationer og fordringer på centralbanker, internationale organisationer mv. anses for fuldt likvide, mens erhvervsobligationer og realkreditobligationer højst kan indregnes med 50 pct. Endelig er der aktiver, der ikke kan medregnes.

Fra dansk side vil vi arbejde for, at realkreditobligationer kan medregnes blandt fuldt likvide aktiver, såfremt deres likviditet er sammenlignelig med statsobligationer. Det er likviditeten – også under stressede forhold, der må være afgørende.

Vi mener at kunne påvise, at danske realkreditobligationer i vid udstrækning kan tåle sammenligning med statsobligationer. Og det vil vi gøre.

Et andet forhold vedrører mere specifikt rentetilpasningslån. Under den finansielle krise oplevede finansielle institutioner generelt, at deres finansieringskilder i markedet tørrede ud. Det var baggrunden for, at mange regeringer fandt det nødvendigt at give statsgarantier for lån til finansielle institutioner.

De regler, der nu ligger på tegnebrættet, stiller derfor krav til, at finansieringen er stabil. Definitionen af stabil finansiering medfører, at danske realkreditobligationer med en restløbetid under et år ikke kan medregnes. Samtidig kræves det, at udlån med en løbetid over et år er dækket af med stabil finansiering.

En sådan regel sætter fingeren på den risiko, der er forbundet med de danske rentetilpasningslån. Det er jo 30-årige lån, der finansieres med korte obligationer, hovedsageligt med et års løbetid. Hvert år skal det udstedende institut ud og refinansiere lånet.

I første omgang kan risikoen væltes over på låntagerne, såfremt de kan bære den. Hvis ikke vender den jo tilbage til långiver. Vi kommer ikke uden om, at der er en reel risiko ved udformningen af de danske rentetilpasningslån. En konstruktion, som indebærer, at der én gang om året skal refinansieres for mere end 500 mia. kr. korte obligationer til at finansiere 30-årige lån.

Jeg vil ikke i dag spå om, hvorvidt den endelige udformning af Basel-reglerne i det lange løb vil umuliggøre en videreførelse af rentetilpasningslånene, som vi kender dem i dag.

I den situation tror jeg, at det vil være konstruktivt, om sektoren selv søger andre løsninger, der er mere i overensstemmelse med traditionel realkredit.

Endelig et par bemærkninger til danske diskussioner.

Jeg har forstået, at der arbejdes for at lempe kravene til danske særligt dækkede obligationer, hvis lånet på grund af ejendomsprisfald kommer til at udgøre mere end 80 pct. af ejendommens værdi. Den såkaldte LTV-regel. I dag er det således, at hvis ejendommens værdi falder, og SDO-lånet derved kommer til at udgøre mere end 80 pct. af den pågældende ejendoms værdi, skal det udstedende institut fremskaffe yderligere sikkerheder i tillæg til ejendomspantet.

Jeg anser det for meget lidt sandsynligt, at en sådan lempelse vil kunne opnås. Og er i tvivl om det i givet fald vil gavne dansk realkredit på længere sigt.

Vi må ikke så den mindste tvivl om kvaliteten af danske SDO'er.

SDO-lovgivningen har givet bankerne mulighed at give investorer i særligt dækkede obligationer separatiststilling til en række aktiver på bankernes balance. Denne konstruktion gør særligt dækkede obligationer til et langt mere sikkert aktiv end senior gæld udstedt af en bank.

Bankerne kan derfor benytte SDO'er til at opnå finansiering med lang løbetid, uden at dette bliver prohibitivt dyrt. Bankerne kan bruge SDO'er, som et redskab til at få et bedre løbetidsmatch mellem aktiv- og passivsiden, og dermed reducere deres likviditetsrisiko. SDO'er er derfor et finansieringsredskab, der bl.a. kan hjælpe bankerne med at leve op til den fremtidige likviditetsregulering. Nationalbanken kan derfor ikke støtte tanker om at afskaffe denne mulighed.

Med disse ord vil jeg på Danmarks Nationalbanks vegne takke Real-kreditforeningen for godt samarbejde i årets løb.

Tak for opmærksomheden.

Nils Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde den 22. april 2010

Verdensøkonomien er i bedring. Den seneste udvikling tyder på, at det sker lidt hurtigere end tidligere ventet. Der er store regionale forskelle. Og der er risiko for bump på vejen.

Fremgangen er kraftigst i vækst- og udviklingsøkonomierne. Lande som Kina, Indien og Brasilien er nu kun i mindre grad mærket af den økonomiske krise. Fremgangen er mere behersket i de gamle OECD-lande, især i Europa.

Bruttonationalproduktet i verden faldt med 0,6 pct. sidste år. Det er det største fald i produktionen, vi har oplevet i efterkrigstiden. Det skal ses i forhold til en global vækst på over 5 pct., da det gik stærkest forud for tilbageslaget.

Selv om krisen tog sit udgangspunkt i USA, har tilbagegangen været større i Europa. Det ser også ud til, at fremgangen i væksten i USA er stærkere end i Europa. Det amerikanske erhvervsliv har endnu engang vist sin tilpasningsevne.

Forbedringen i verdensøkonomien er dog hovedsageligt drevet af en meget ekspansiv økonomisk politik. De pengepolitiske renter er mange steder historisk lave, og budgetunderskuddene meget høje. At køre med så store budgetunderskud er kun muligt i en kortere periode, dvs. i nogle få år. De fleste steder skal der konsolideres de kommende år, nogle steder allerede fra i år. Når optimismen med hensyn til verdensøkonomien trods alt kun er moderat, skyldes det, at det endnu er usikkert, om væksten bliver selvbærende. Dvs. om den private efterspørgsel kan tage over, når finanspolitikken igen strammes.

De bedre konjunkturer ses tydeligt i verdenshandlen, der efter et kraftigt dyk igen er på vej frem. Før krisen var der stor fokus på de internationale ubalancer, især det store amerikanske betalingsbalanceunderskud og det kinesiske – ditto – overskud. Disse ubalancer er ikke forsvundet med krisen, og diskussionen om den kinesiske valutakurs skal ses i denne sammenhæng.

Markedernes fokus er imidlertid flyttet, så der nu i højere grad fokuseres på ubalancerne på de offentlige finanser – "sovereign risk" er kommet i centrum. IMF forventer, at den offentlige gæld for de gamle OECD-lande under ét når 110 pct. af BNP i 2014. Det er et skræmmende højt tal, som dog dækker over betydelige forskelle på tværs af lande.

Grækenland er et eksempel på, hvor galt det kan gå, hvis man for længe lader stå til. Men forløbet har også sat fingeren på Eurosystemets begrænsede muligheder for at rette op, når problemerne får et større omfang, og det pågældende land har vanskeligt ved at klare skærene på egen hånd.

I EU er langt de fleste landes budgetunderskud kommet op over de 3 pct. af BNP, som er tilladt ifølge stabilitets- og vækstpagten. Det vil sige, at de pågældende lande af Kommissionen er blevet, eller vil blive, pålagt at nedbringe underskuddet til under 3 pct. af BNP inden for en kort år-række. Stabilitets- og vækstpagten udgør kernen i EU's overvågning af de offentlige finanser i medlemslandene. Man kan uden at overdrive sige, at denne overvågning ikke har fungeret tilfredsstillende i Grækenlands tilfælde. Hvad konklusionen heraf vil være, har vi endnu til gode at se.

Vi kan glæde os over, at normaliseringen af de internationale finansielle markeder er nået langt. Spændet mellem sikrede og usikrede renter, der afspejler usikkerheden på pengemarkederne, har siden efteråret været tilbage på niveauet fra før den finansielle krise. De lange obligationsrenter i USA er siden begyndelsen af 2009 steget i lyset af de bedre vækstudsigter, og det samme gælder verdens førende aktieindeks.

Et stigende rentespænd i amerikansk favør, samt fra januar i år usikkerhed omkring den græske økonomi og frygt for spredning til andre eurolande har svækket euroen over for dollaren. Der er dog ikke tale om udsving, der er større, end vi er vant til. Den nuværende eurokurs over for dollar svarer stort set til kursen ved finanskrisens begyndelse i sommeren 2007.

I Danmark medførte krisen et fald i produktionen på over 7 pct. Siden sidste sommer har væksten igen været positiv, om end moderat. Det vil også være tilfældet de kommende år. Vi skal formentlig helt frem til 2013 for at være tilbage på en produktion af samme størrelse som umiddelbart forud for krisen.

Det private forbrug her i landet er kun i langsom bedring. De disponible indkomster vokser pænt i år, bl.a. som følge af nedsættelsen af indkomstskatten. Samtidig er husholdningernes formue begyndt at stige lidt igen. Situationen på boligmarkedet tegner også lidt lysere, i hvert fald ved det nuværende renteniveau. Forbrugertilliden er også forbedret markant over det seneste år. Alligevel er der tilbageholdenhed med at bruge penge. Det hænger formentlig især sammen med udviklingen på arbejdsmarkedet, hvor ledigheden er steget. Under ét er husholdningernes økonomiske situation dog ganske robust. Det er forståeligt, at husholdningerne konsoliderer sig. Der er samtidig plads til, at det private forbrug kan bidrage til den forventede fremgang i væksten i den kommende tid.

Eksporten vokser ikke i samme takt som andre landes eksport. Produktionen i industrien ligger stadig lavt. Det, der må bekymre, er den forværring, der er sket af den danske lønkonkurrenceevne over en længere periode. Det kan hæmme danske virksomheders muligheder for at drage den fulde nytte af den spirende internationale fremgang.

De netop indgåede overenskomster på det private område betyder en reduktion af lønstigningstakten i forhold til, hvad vi har været vant til i en periode. Men lønstigningstakten hos vore konkurrenter er også på vej ned. Merlønstigninger og en svag udvikling i produktiviteten har over en længere periode udhulet den danske lønkonkurrenceevne. Det vil kræve en kraftanstrengelse at få vendt denne udvikling. Og resultaterne vil i bedste fald kun vise sig langsomt. Men vi kommer ikke uden om at anstrenge os. Udfordringerne fra omverdenen er voksende.

Beskæftigelsen er faldet kraftigt. Med et tab af 170.000 jobs siden topunktet i 1. kvartal 2008 er næsten hele beskæftigelsesfremgangen under højkonjunkturen tabt igen.

Mange er gået ud i arbejdsløshed, men den registrerede ledighed er "kun" steget med 70.000.

Noget af forklaringen på udfladningen af arbejdsløsheden de seneste måneder kan skyldes en ændret metode for sæsonkorrektion.

Tilbage står dog, at ledigheden er steget langt mindre end beskæftigelsen er faldet. Dette mønster adskiller sig fra tidligere. Under tidligere konjunkturtilbageslag er omkring 1/3 af faldet i beskæftigelsen blevet modsvaret af et fald i arbejdsstyrken, mens 2/3 er blevet modsvaret af større ledighed. Denne gang er det næsten omvendt.

Man kan spørge sig selv, om den uventet lave stigning i ledigheden er udtryk for, at konjunkturerne er stærkere, end vi hidtil har troet? Jeg tror desværre ikke, at det er forklaringen. Svaret er snarere, at afgangens fra arbejdsstyrken har været stærkere end forventet, samt at udviklingen i produktiviteten fortsat er svag.

Nedgangen i beskæftigelsen er sket i den private sektor. Den offentlige sektor har i et vist omfang kunnet få besat nogle af de stillinger, som det var svært at besætte under højkonjunkturen. Den offentlige beskæftigelse under ét er steget med 10.000 siden 1. kvartal 2008.

Hvor er de, der har forladt arbejdsstyrken, så gået hen? Antallet på SU, voksenuddannelse eller uddannelsesaktivering er steget en del, så nogle vælger at uddanne sig enten ved at påbegynde en uddannelse eller ved at udskyde tidspunktet for uddannelsens afslutning. Ser man derimod på antallet af personer på varige offentlige forsørgelsesordninger, er der ikke sket nogen væsentlig stigning. Det tyder derfor på, at mange af de, der har forladt arbejdsstyrken er selvforsørgende, fx ledige uden for A-kasse, som heller ikke er på kontanthjælp. Andre er rejst ud af landet.

Det gælder bl.a. noget af den arbejdskraft fra Østeuropa, som kom her til landet under højkonjunkturen. Hertil kommer et faldende antal pendlere fra især Tyskland og Sverige.

Skal man se noget positivt i situationen, må det være, at der er et begrundet håb om, at der vil være ledige hænder at tage af, når økonomien igen begynder at vokse for alvor. Samtidig er det glædeligt, at antallet på varige forsørgelsesordninger ikke er steget mærkbart.

Noget tyder på, at arbejdsudbuddet i dag reagerer kraftigere på konjunkturerne end tidligere. I den udstrækning det afspejler et mere fleksibelt arbejdsmarked, er det positivt. Det er vigtigt, at det nuværende konjunkturbetingede fald i arbejdsstyrken ikke fører til et øget antal personer på ordninger, som mere permanent øger antallet på overførsel, hvor Danmark i forvejen ligger i den øvre ende.

Udviklingen kan betyde, at der kan gå længere tid, inden vi igen ser en markant nedbringelse af den registrerede arbejdsløshed. Virksomhederne har endnu ikke fuldt ud tilpasset sig produktionsfaldet. Dvs. produktionen vil kunne øges noget uden nyansættelser. Og at der er flere at tage af uden for de registrerede lediges rækker.

Det er interessant, i hvor høj grad tilstedeværelsen af disse ledige uden for den registrerede ledighed vil kunne medvirke til at dæmpe lønstigningstakten. Hvis det er tilfældet, må det betyde, at vort hidtidige skøn over den registrerede strukturelle ledighed måske er i overkant. Det er det dog endnu for tidligt at konkludere.

Normalt giver Nationalbanken sig ikke af med forbrugerspørgsmål. Ikke fordi de ikke kan være vigtige og interessante – men fordi det ligger uden for vores gebet. Jeg vil imidlertid i dag gerne benytte lejligheden til at knytte en kommentar til den seneste udvikling på markedet for finansiering af andelsboliger. Der er tilsyneladende nogle andelsboligforeninger, som de senere år har finansieret sig på en særdeles risikabel måde. Det drejer sig hovedsagelig om optagelse af inkonverterbare fastforrentede lån, hvor renten stiger gennem lånets løbetid. Teknisk er lånene struktureret som et variabelt forrentet lån, kombineret med en renteswap.

Disse lån er ikke i tråd med Nationalbankens holdning til den såkaldte pari-regel, hvorefter et lån kan indfries til en kurs tæt på 100. Lånene synes også at ligge langt fra realkreditens erklærede mål om at beskytte låntager. Det har hidtil været god latin, at boligfinansiering skal ske på vilkår, der giver låntager mulighed for at komme ud af sine lån, uden at blive låst fast af en stigende gæld. Det sikres ved retten til at indfri til pari. Det var også et centralt aspekt i regelsættet omkring særligt dækkede obligationer, SDO, der blev vedtaget for snart tre år siden. Rente-tilpasningslån kan ikke indfries til pari, men her er der typisk tale om

finansiering med obligationer med kort løbetid, så restgældsrisikoen er begrænset.

Flere institutter tilbyder lån til andelsboligforeninger, hvor der i begyndelsen betales en relativt lav rente, som herefter stiger over lånets løbetid. De kaldes på dansk "trappelån", men er magen til de såkaldte "lokkelån", som var udbredt på det amerikanske subprime-marked op til finanskrisen.

Kombinationen af lange inkonverterbare lån forrentet med en rente, som er stigende over lånets løbetid, er ikke hensigtsmæssig til boligfinansiering. Trappelån kan lokke låntager til at optage større lån, end det ellers ville være tilfældet, og forstærker de negative effekter af, at lånet ikke kan indfries til pari.

Og så til realkreditte og dens lovgrundlag. Forslagene fra Baselkomiteen og Europa-Kommissionen vedrørende likviditetskrav er velkendte i denne kreds. Jeg omtalte dem på Realkreditforeningens årsmøde for nogle uger siden, og har ikke nyt at tilføje. Finanstilsynet og Nationalbanken har i fællesskab sendt breve til Basel og Bruxelles for at gøre opmærksom på en række problemer i forhold til dansk realkredit. Det er især et problem, at likvide realkreditpapirer ikke medregnes fuldt ud som likvide aktiver. Forslagene vil også have konsekvenser for den måde, hvorpå rentetilpasningslån ydes af realkreditinstitutterne i dag, men her må man erkende, at der er risici forbundet med den nuværende konstruktion.

Realkreditinstitutter har i det seneste stykke tid gennemført en række auktioner over rentetilpasningsobligationer. Det er godt, at der er kommet gang i spredningen af auktionerne over året. Det vil jeg gerne kvittere for, men samtidig opfordre til at processen fortsætter.

I Danmark har såvel myndigheder som de finansielle virksomheder blikket stift rettet mod 1. oktober 2010. Fra den dag ophører den generelle statsgaranti for indlån og andre simple krav i pengeinstitutter. Det bliver en vigtig milepæl i den proces, der skal føre til, at den finansielle sektor igen kommer til at stå på egne ben.

For at lette overgangen har Nationalbanken forlænget penge- og realkreditinstitutternes lånemuligheder på baggrund af overskydende solvens til 26. februar 2011. Den midlertidige udvidelse af belåningsgrundlaget er ligeledes blevet forlænget.

Det vigtigste initiativ herhjemme, som er på bordet i øjeblikket, er regeringens forslag om en afviklingsordning for pengeinstitutter til afløsning af den generelle statsgaranti. Erfaringer fra finanskrisen og håndteringen af pengeinstitutter i problemer har vist, at det er nødvendigt at etablere en permanent ordning, som skaber mulighed for en kontrolleret afvikling af et pengeinstituts aktiviteter. Som Nationalbanken tidli-

gere har understreget, er det vigtigste ikke det enkelte instituts overlevelse, men en uforstyrret videreførelse af de sunde aktiviteter.

Lovforslaget etablerer en afviklingsordning. Finansiell Stabilitet A/S får mulighed for at overtage nødlidende pengeinstitutter. Simple kreditorer er kun garanteret dækning svarende til den lovpligtige indskydergaranti på 750.000 kr. Udækkede kreditorer vil kunne lide tab på engagementer med pengeinstitutter i lighed med kreditorer i andre erhvervsvirksomheder.

Som konsekvens heraf vil udækkede kreditorer have en tilskyndelse til at komme ud hurtigt, såfremt der er udsigt til problemer i et pengeinstitut. For det første kan det potentielle pres herfra medvirke til, at det finansielle system af sig selv kommer til at fungere uden overdreven risiko. Der vil opstå et markedsmæssigt pres for polstring i det enkelte pengeinstitut.

For det andet bliver det nødvendigt, at myndighederne reagerer tidlige og konsekvent, når et pengeinstitut er på vej i problemer. Det finansielle system og den finansielle stabilitet er ikke tjent med, at der i længere perioder er tvivl om, hvorvidt et pengeinstitut kan fortsætte.

Hvis der skal ageres hurtigere, er vi også nødt til at acceptere, at der handles uden 100 pct. sikkerhed. Det er ikke fremmende for hurtig beslutningstagen, hvis Tilsynet bestandigt skal arbejde under overhængende risiko for bagudskuende undersøgelser af dets beslutninger. Tilsynet må gives en vis margin til at handle.

Lovforslaget kræver, at det enkelte pengeinstitut skal kunne tilvejebringe de nødvendige oversigter over kontoforhold mv. i løbet af 24 timer, så der hurtigt kan tages hånd om en krisesituation. En hurtig løsning med kontinuitet i betalingssystemer kræver også et velplanlagt forløb for ændring i kontoforhold mv. Nationalbanken vil indlede en tæt dialog med øvrige myndigheder og ejerne af afviklingssystemer for at sikre dette, når lovforslaget er vedtaget.

Kontrolleret afvikling efter den foreslåede model skaber større sikkerhed for at bevare aktivernes værdi end en traditionel konkurs. Og pengeinstitutternes kunder vil ikke skulle risikere, at dankortet ikke virker, eller at fx indeståender på lønkonti bliver modregnet i et billån. Det enkelte pengeinstitut er ikke forpligtet til at anvende modellen. En sådan forpligtelse ville, så vidt jeg forstår, kræve yderligere lovgivning for ikke at stride mod grundlovens krav om, at ekspropriation kun kan ske ved lov.

Finanskrisen har lært os, at ingen pengeinstitutter kan tillade sig at sætte kikkerten for det blinde øje og sige, at noget sådant aldrig kan ske for dette institut. Alle er nødt til på forhånd at forholde sig til, at det kan gå galt. Og hvad man vil gøre ved det. Så kan kunderne på forhånd indrette sig på det!

Vi har derfor lagt vægt på, at institutterne forpligtes til, ved en generalforsamling på forhånd, at tage stilling til, om de vil tilslutte sig ordningen nu. Jeg vil gerne her kvittere for, at ministeren har erklæret sig enig.

Det vil i øvrigt være på sin plads, at Finansrådet opfordrer sine medlemmer til at tilslutte sig ordningen.

Med disse ord vil jeg gerne takke for et godt samarbejde med Realkreditrådet og dets medlemmer i det forgangne år.

Tak for opmærksomheden.

Pressemeddelelser

DEN 15. MARTS 2010: ERINDRINGSMØNT I ANLEDNING AF DRONNINGENS 70-ÅRS FØDSELSDAG 16. APRIL 2010

Der er i Danmark en lang tradition for at udsende erindringsmønter ved særlige begivenheder i Kongehuset. Derfor markeres Dronningens 70-års fødselsdag den 16. april 2010 med udsendelsen af en erindringsmønt i tre udgaver.

Der udkommer en 1.000-krone guldmønt med en diameter på 22 mm og en vægt på 8,65 g, en 500-krone sølvmønt med en diameter på 38 mm og en vægt på 31,1 g. Til almindelig cirkulation præges en 20-krone aluminiumsbronzemønt i 1,2 mio. stk. Derudover udsendes en 20-kronemønt i en særlig proof-version.

Motivet på forsiden af mønterne er et nyt portræt af Dronningen udformet af billedhugger Lis Nogel. Det er hensigten, at det nye portræt skal anvendes på de almindelige 10- og 20-kronemønter fra og med 2011. Bagsiden er tegnet af kongelig våbenmaler Ronny Andersen og viser det kongelige våben, som i baggrunden er omgivet af margueritter.

Mønterne kan fra 17. marts købes hos Den Kgl. Mønt, www.kglmoent.dk, i Danmarks Nationalbank og hos visse pengeinstitutter og mønthandlere. Guldmønten sælges til en vejledende udsalgspris på 3.000 kr. inkl. moms. Sølvmønten sælges til pålydende værdi. 20-kronemønten i proof-version sælges kun hos Den Kgl. Mønt. Prisen for proof-versionen er 125 kr. inkl. moms. De almindelige 20-kronemønter sælges i ruller a 20 stk. til pålydende værdi.

DEN 25. MARTS 2010: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 26. marts 2010 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til 0,70 pct., og foliorenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 0,60 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,05 pct., og diskontoen fastholdes på 0,75 pct.

Rentenedsættelsen sker på baggrund af køb af valuta i markedet. De korte markedsrenter i euro er fortsat meget lave, og spændet til de tilsvarende danske renter har givet en tendens til styrkelse af kronen.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,05 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,70 pct.

Foliorenten: 0,60 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

DEN 19. MAJ 2010: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 20. maj 2010 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til 0,60 pct., og foliorenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 0,50 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,05 pct., og diskontoen fastholdes på 0,75 pct.

Rentenedsættelsen sker på baggrund af køb af valuta i markedet.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,05 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,60 pct.

Foliorenten: 0,50 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

DEN 26 MAJ 2010: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 27. maj 2010 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til 0,50 pct., og foliorenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 0,40 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,05 pct., og diskontoen fastholdes på 0,75 pct.

Rentenedsættelsen sker på baggrund af køb af valuta i markedet.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,05 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,50 pct.

Foliorenten: 0,40 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkredit- institutternes nettostilling over for Nationalbanken	3
Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance	4
Pengemængden	5
Udvalgte poster fra pengeinstitutternes balance	6
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance	7
Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge	8
Realkreditinstitutternes udlån fordelt på lånetype	9
Pengeinstitutternes effektive rentesatser	10
Udvalgte poster fra investeringsforeningernes balance	11
Indenlandske værdipapirer fordelt på ejers hjemland	12
Husholdningernes finansielle aktiver og passiver	13
Virksomhedernes finansielle aktiver og passiver	14
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)	15
Betalingsbalancens hovedposter (netto fra udlandet)	16
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet)	17
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet	18
Nationalregnskabets forsyningsbalance	19
EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP) og underliggende inflation (IMI)	20
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer	21
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer	22
Valutakurser	23
Effektiv kronekurs	24
Nationalbankens statistiske publikationer	

Kilde- og signaturforklaring

0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed.

... Tal foreligger ikke eller er uden større interesse.

Visse af de seneste tal kan være foreløbige. Der kan som følge af afrundinger være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 28. maj 2010.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-14, 16-18 og 23-24, dog er NASDAQ OMX Copenhagen kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 15 og 19-22. Beregningerne i tabel 20 og 24 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

RENTER OG AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser			ECB's rente- sats	Ultimo	Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Di- skonto	Udlån	Ind- skuds- beviser	Primære mar- keds- operati- oner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.						Procent p.a.		3.7.89 =100
2005	2,25	2,40	2,40	2,25	2005	2,46	3,30	4,39	393,52
2006	3,50	3,75	3,75	3,50	2006	3,81	3,95	5,24	441,48
2007	4,00	4,25	4,25	4,00	2007	4,65	4,48	5,61	464,14
2008	3,50	3,75	3,75	2,50	2008	4,20	3,31	6,21	247,72
2009	1,00	1,20	0,95	1,00	2009	0,85	3,62	5,19	336,69
2010 15 jan	0,75	1,05	0,80	1,00	okt 09	1,05	3,65	5,28	324,16
26 mar	0,75	1,05	0,70	1,00	nov 09	1,05	3,53	5,21	327,20
20 maj	0,75	1,05	0,60	1,00	dec 09	0,85	3,62	5,19	336,69
27 maj	0,75	1,05	0,50	1,00	jan 10	0,80	3,54	5,10	354,85
					feb 10	0,85	3,42	5,03	354,77
					mar 10	0,70	3,37	5,01	383,04
28 maj	0,75	1,05	0,50	1,00	apr 10	0,70	3,21	4,98	411,50

¹ Til og med 7. oktober 2008 minimumsbudrente.

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
	Ultimo	Mia.kr.					
2005	212,3	56,2	56,4	207,6	12,8	135,3	85,1
2006	171,7	59,8	73,8	163,2	8,8	153,7	18,2
2007	168,8	61,6	89,9	200,5	9,4	216,8	-6,9
2008	211,7	61,3	262,8	118,5	9,7	240,9	-112,7
2009	394,5	60,8	212,4	166,2	22,1	104,2	84,1
nov 09	383,4	58,6	185,2	142,0	15,0	53,3	103,7
dec 09	389,1	60,8	210,9	166,2	22,1	104,2	84,1
jan 10	415,4	58,1	196,0	131,2	11,3	26,4	116,2
feb 10	416,1	58,3	202,0	113,8	12,3	15,5	110,6
mar 10	417,2	59,4	203,5	116,1	19,2	23,3	112,0
apr 10	404,1	60,5	190,3	96,9	16,3	3,1	110,1

**FORSKELLIGE FAKTORERS PÅVIRKNING AF PENGE- OG REALKREDIT-
INSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN**

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer mv.	Likviditetspåvirkning	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
	Mia.kr.									
2005	39,5	30,9	8,6	-18,4	3,0	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
2006	-14,5	16,2	-30,6	-34,3	4,3	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	18,2
2007	-26,1	2,9	-29,1	-1,7	7,2	5,5	-0,4	-1,4	-25,3	-6,9
2008	-11,9	99,6	-111,5	-19,9	0,1	-19,8	0,6	24,9	-105,8	-112,7
2009	178,6	123,8	54,8	153,6	17,1	170,7	6,5	-35,3	196,8	84,1
nov 09	28,9	19,6	9,3	8,7	-0,2	8,5	-0,2	1,2	18,9	103,7
dec 09	-12,4	13,8	-26,2	7,9	-1,7	6,2	-0,4	0,7	-19,6	84,1
jan 10	27,2	13,5	13,7	18,7	3,5	22,2	-3,7	-0,2	32,1	116,2
feb 10	8,6	16,0	-7,4	0,0	2,1	2,1	1,3	-1,6	-5,5	110,6
mar 10	19,5	22,0	-2,5	3,1	-0,9	2,2	1,2	0,4	1,3	112,0
apr 10	17,8	17,9	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-2,8	-1,8	110,1

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo	Mia.kr.							
2005	4.228,2	107,8	2.584,2	75,9	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
2006	4.672,7	116,8	2.953,6	51,8	60,3	1.077,0	1.433,4	-224,2
2007	5.497,4	117,5	3.356,1	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
2008	6.286,4	131,6	3.721,8	40,6	56,7	1.487,5	1.508,4	-407,9
2009	5.970,1	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.427,6	1.651,2	-417,6
nov 09	6.025,3	130,5	3.648,3	74,8	63,2	1.392,3	1.644,3	-417,3
dec 09	5.970,1	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.427,6	1.651,2	-417,6
jan 10	6.091,2	133,7	3.660,0	80,1	68,0	1.430,1	1.704,1	-399,5
feb 10	6.150,8	132,1	3.652,2	72,2	68,6	1.421,6	1.717,2	-403,9
mar 10	6.143,5	135,3	3.660,2	77,1	69,2	1.419,0	1.713,5	-396,7
apr 10	6.132,6	136,1	3.651,7	70,9	69,3	1.421,8	1.683,3	-393,8
Ændring i forhold til året før, pct.								
2005	...	10,6	15,0	-24,7	15,4	14,4	7,9	...
2006	...	8,3	14,3	-31,8	12,8	10,9	8,7	...
2007	...	0,6	13,6	-16,4	5,2	13,3	5,0	...
2008	...	12,0	10,9	-6,2	-10,7	22,0	0,2	...
2009	...	3,3	-2,0	92,4	15,5	-4,0	9,5	...
Nov 09	...	2,2	-1,1	60,7	11,7	-5,2	13,7	...
Dec 09	...	3,3	-2,0	92,4	15,5	-4,0	9,5	...
jan 10	...	1,5	-1,7	111,1	19,0	-3,3	13,4	...
feb 10	...	1,9	-1,4	60,7	22,5	-2,8	13,7	...
mar 10	...	3,6	-1,7	54,3	26,1	-0,7	9,7	...
apr 10	...	3,4	-1,5	26,5	22,8	-1,2	7,3	...

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske monetære finansielle institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

¹ MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differencen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid =<2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel =< 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid =< 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
2005	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,4	798,7
2006	50,7	648,6	699,3	143,0	17,9	860,2	8,0	21,3	889,5
2007	51,9	703,2	755,1	199,7	18,0	972,8	6,2	61,5	1.040,6
2008	50,4	704,8	755,2	286,4	18,4	1.060,0	4,0	57,0	1.121,1
2009	48,5	771,8	820,3	183,2	19,5	1.023,1	10,9	143,0	1.177,1
nov 09	48,1	785,6	833,7	186,9	17,7	1.038,3	3,1	160,1	1.200,6
dec 09	48,5	771,8	820,3	183,2	19,5	1.023,1	10,9	143,0	1.177,1
jan 10	47,4	792,7	840,2	185,4	17,2	1.042,8	6,9	191,5	1.241,3
feb 10	47,5	791,1	838,6	174,6	17,3	1.030,5	6,5	188,9	1.225,9
mar 10	50,7	788,2	838,9	156,9	17,4	1.013,2	19,9	187,3	1.220,5
apr 10	51,1	806,8	857,8	157,7	16,1	1.031,6	17,3	165,5	1.214,6
Ændring i forhold til året før, pct.									
2005	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,3
2006	...	...	8,7	...	...	10,8	...	...	11,4
2007	...	...	8,0	...	...	13,1	...	...	17,0
2008	...	...	0,0	...	...	9,0	...	...	7,7
2009	...	...	8,6	...	...	-3,5	...	...	5,0
nov 09	...	...	9,4	...	...	-2,4	...	...	3,6
dec 09	...	...	8,6	...	...	-3,5	...	...	5,0
jan 10	...	...	9,0	...	...	-3,8	...	...	4,5
feb 10	...	...	7,8	...	...	-4,4	...	...	2,6
mar 10	...	...	9,1	...	...	-4,0	...	...	3,1
apr 10	...	...	9,1	...	...	-2,4	...	...	2,1

¹ Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia.kr.							
2005	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
2006	3.242,0	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.133,8	1.148,3
2007	3.991,1	924,3	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.441,8	1.345,6
2008	4.568,5	974,6	1.546,3	586,8	603,3	1.092,1	1.444,2	1.424,2
2009	4.147,6	876,1	1.359,1	575,7	529,7	1.203,5	1.178,7	1.417,3
nov 09	4.170,2	861,8	1.355,7	560,6	529,3	1.204,9	1.151,7	1.431,8
dec 09	4.147,6	876,1	1.359,1	575,7	529,7	1.203,5	1.178,7	1.417,3
jan 10	4.244,1	950,4	1.361,4	565,4	523,6	1.181,3	1.233,6	1.431,3
feb 10	4.261,4	969,2	1.344,9	560,9	534,6	1.154,1	1.228,7	1.418,7
mar 10	4.293,0	949,6	1.347,2	566,5	532,3	1.241,8	1.258,4	1.423,1
apr 10	4.225,4	918,7	1.333,7	560,0	528,1	1.188,7	1.143,6	1.445,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
2005	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3
2006	...	9,7	22,2	19,8	23,8	3,2	16,2	7,8
2007	...	29,9	18,9	17,4	21,0	20,1	27,8	17,2
2008	...	5,4	15,9	5,3	9,3	2,5	0,2	5,8
2009	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-18,4	-0,5
nov 09	...	-19,7	-10,2	-3,9	-11,7	0,3	-31,1	-0,9
dec 09	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-18,4	-0,5
jan 10	...	0,8	-11,3	-2,3	-10,6	2,0	-13,6	-1,9
feb 10	...	6,9	-10,2	-2,0	-7,2	-2,2	-11,0	-0,7
mar 10	...	0,8	-10,6	-2,0	-7,2	4,7	-11,1	1,1
apr 10	...	-5,3	-9,5	-1,6	-6,9	-2,2	-21,0	1,7

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia.kr.							
2005	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
2006	2.699,9	245,1	1.834,8	1.420,2	358,2	574,1	226,5	2.297,9
2007	3.088,2	362,8	2.015,5	1.549,2	404,0	649,2	344,2	2.495,2
2008	3.322,7	428,5	2.164,6	1.629,6	467,4	633,5	474,4	2.582,3
2009	3.827,1	512,2	2.278,8	1.712,2	501,0	927,6	539,3	3.048,3
nov 09	3.236,9	420,0	2.278,9	1.704,9	504,2	426,6	456,0	2.557,0
dec 09	3.827,1	512,2	2.278,8	1.712,2	501,0	927,6	539,3	3.048,3
jan 10	3.074,5	429,2	2.283,2	1.714,0	504,2	278,4	484,6	2.418,2
feb 10	3.120,7	438,3	2.288,9	1.716,5	506,6	290,8	495,5	2.444,5
mar 10	3.235,7	500,4	2.293,2	1.718,4	507,4	344,5	502,9	2.540,3
apr 10	3.122,4	424,7	2.298,2	1.718,0	512,8	286,9	477,7	2.453,6
Ændring i forhold til året før, pct.								
2005	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6
2006	...	141,7	10,2	10,8	7,2	-11,0	49,3	2,7
2007	...	48,0	9,9	9,1	12,8	13,1	52,0	8,6
2008	...	18,1	7,4	5,2	15,7	-2,4	37,8	3,5
2009	...	19,5	5,3	5,1	7,2	46,4	13,7	18,0
nov 09	...	16,6	5,6	4,6	9,1	54,8	24,3	14,0
dec 09	...	19,5	5,3	5,1	7,2	46,4	13,7	18,0
jan 10	...	27,4	4,9	4,7	7,7	-6,9	18,2	6,7
feb 10	...	30,7	4,6	4,4	6,4	18,5	21,9	9,6
mar 10	...	36,1	4,1	3,9	5,8	32,1	20,4	11,2
apr 10	...	12,5	3,7	3,4	5,7	19,7	12,3	6,9

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia.kr.								
Ultimo									
2005	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
2006	3.000,8	1.895,2	1.002,6	1.166,0	475,0	636,9	1.834,8	1.420,2	365,7
2007	3.387,8	2.106,7	1.173,0	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.549,2	412,4
2008	3.787,5	2.216,4	1.457,1	1.622,9	586,8	978,3	2.164,6	1.629,6	478,8
2009	3.682,4	2.287,9	1.283,8	1.403,6	575,7	770,0	2.278,8	1.712,2	513,8
nov 09	3.679,1	2.265,5	1.305,7	1.400,2	560,6	785,6	2.278,9	1.704,9	520,2
dec 09	3.682,4	2.287,9	1.283,8	1.403,6	575,7	770,0	2.278,8	1.712,2	513,8
jan 10	3.684,5	2.279,4	1.297,1	1.401,3	565,4	780,3	2.283,2	1.714,0	516,9
feb 10	3.673,7	2.277,4	1.291,9	1.384,8	560,9	772,6	2.288,9	1.716,5	519,3
mar 10	3.680,4	2.285,0	1.289,5	1.387,1	566,5	769,6	2.293,2	1.718,4	519,9
apr 10	3.671,8	2.278,0	1.287,1	1.373,6	560,0	762,3	2.298,2	1.718,0	524,9
Ændring i forhold til året før, pct.									
2005	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8
2006	14,8	12,9	17,7	22,7	19,8	24,8	10,2	10,8	7,0
2007	12,9	11,2	17,0	17,7	17,4	19,4	9,9	9,1	12,8
2008	11,8	5,2	24,2	18,3	5,3	28,6	7,4	5,2	16,1
2009	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,3
nov 09	-1,8	2,4	-8,1	-11,8	-3,9	-17,1	5,6	4,6	9,8
dec 09	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,3
jan 10	-2,1	2,9	-9,0	-11,6	-2,3	-17,6	4,9	4,7	8,0
feb 10	-1,7	2,7	-8,2	-10,5	-2,0	-16,0	4,6	4,4	6,6
mar 10	-2,1	2,4	-8,9	-10,9	-2,0	-16,7	4,1	3,9	5,8
apr 10	-2,0	2,1	-8,4	-10,3	-1,6	-15,8	3,7	3,4	5,1

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

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo	Mia.kr.							
2005	88,6	720,3	853,9	616,0	1.662,8	80,5	315,5	
2006	83,5	797,5	951,7	720,5	1.832,7	85,7	432,2	
2007	77,9	889,2	1.045,6	796,6	2.012,7	123,8	547,3	
2008	72,4	903,9	1.189,1	900,3	2.165,4	155,3	626,4	
2009	68,3	740,2	1.472,7	1.106,6	2.281,2	211,4	695,1	
nov 09	70,7	769,0	1.437,9	1.103,4	2.277,6	201,3	688,0	
dec 09	68,3	740,2	1.472,7	1.106,6	2.281,2	211,4	695,1	
jan 10	68,5	729,5	1.487,3	1.092,9	2.285,3	214,2	697,5	
feb 10	68,7	719,2	1.504,0	1.103,6	2.291,9	216,1	702,5	
mar 10	68,8	697,5	1.529,8	1.137,4	2.296,1	220,3	703,2	
apr 10	69,0	684,4	1.548,1	1.147,9	2.301,5	221,8	706,2	

Anm.: Tabellen inkluderer alene indenlandske realkreditudlån, hvorimod tabel 7 og 8 omfatter samtlige indenlandske udlån fra realkreditinstitutter.

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kv. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kv. 09	6,0	7,4	6,2	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kv. 09	5,1	6,4	5,3	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
3. kv. 09	4,6	6,0	5,0	2,1	1,8	1,8	1,5	1,9
4. kv. 09	4,1	5,6	4,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,5
1. kv. 10	3,9	5,5	4,4	1,5	1,2	1,4	0,9	1,3
okt 09	4,3	5,7	4,7	1,9	1,5	1,5	1,2	1,6
nov 09	4,1	5,7	4,6	1,6	1,4	1,5	1,1	1,5
dec 09	3,9	5,6	4,5	1,5	1,3	1,5	1,1	1,4
jan 10	3,9	5,6	4,4	1,5	1,3	1,4	1,0	1,4
feb 10	3,9	5,4	4,4	1,5	1,2	1,3	0,9	1,3
mar 10	3,8	5,4	4,4	1,4	1,2	1,3	0,9	1,3

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
		Mia.kr.					
Ultimo							
2005	794,7	412,1	286,4	265,7	236,5	263,0	24,4
2006	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
2007	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
2008	772,2	424,4	222,5	211,4	265,9	238,2	14,6
2009	865,3	487,5	301,3	252,7	357,8	185,0	22,7
4. kv. 08	772,2	424,4	222,5	211,4	265,9	238,2	14,6
1. kv. 09	751,0	429,1	197,4	204,8	261,1	221,4	13,7
2. kv. 09	765,1	448,1	233,5	222,2	296,5	174,1	16,1
3. kv. 09	844,0	478,5	283,7	243,6	338,7	189,8	17,7
4. kv. 09	865,3	487,5	301,3	252,7	357,8	185,0	22,7
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
4. kv. 08	...	-18,2	-8,2	-4,6	-9,3	-7,3	-2,2
1. kv. 09	...	0,7	-8,6	-1,8	-2,8	-9,4	-0,1
2. kv. 09	...	8,1	0,5	3,3	10,5	-65,1	0,5
3. kv. 09	...	13,2	15,0	5,4	11,7	-3,4	0,2
4. kv. 09	...	4,8	4,1	3,0	5,9	-4,9	3,0

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.							
2005	2.559,7	461,2	434,9	205,1	2.002,9	252,5	845,2	300,5
2006	2.541,3	464,7	380,1	172,6	2.034,9	285,9	989,4	361,8
2007	2.701,2	475,8	301,9	176,2	2.247,1	287,7	996,1	445,4
2008	2.981,5	405,0	363,1	158,5	2.419,2	227,4	529,9	244,4
2009	3.410,7	435,8	392,9	160,0	2.799,3	255,4	639,8	348,7
okt 09	2.906,2	461,2	404,9	162,9	2.289,9	279,0	619,6	332,7
nov 09	3.037,9	452,3	396,6	163,2	2.433,5	269,5	618,3	338,7
dec 09	3.410,7	435,8	392,9	160,0	2.799,3	255,4	639,8	348,7
jan 10	2.742,5	457,6	414,0	156,5	2.122,0	282,0	676,3	368,3
feb 10	2.761,9	479,4	413,5	173,3	2.143,0	285,6	671,5	375,8
mar 10	2.882,5	477,1	424,7	178,7	2.248,5	277,8	703,6	409,7

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

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
2005	785	173	1.121	1.617	3.696	1.892	1.804	3.696
2006	836	181	1.559	1.681	4.256	2.073	2.183	4.256
2007	902	191	1.434	1.723	4.250	2.272	1.977	4.249
2008	900	180	784	1.785	3.649	2.434	1.215	3.649
2009	913	168	912	1.929	3.923	2.572	1.351	3.923
4. kv. 08	900	180	784	1.785	3.649	2.434	1.215	3.649
1. kv. 09	912	167	688	1.781	3.548	2.463	1.086	3.549
2. kv. 09	913	171	815	1.796	3.695	2.488	1.207	3.695
3. kv. 09	908	172	886	1.886	3.852	2.527	1.325	3.852
4. kv. 09	913	168	912	1.929	3.923	2.572	1.351	3.923

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiel netto- formue	I alt
						Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia.kr.								
2005	790	162	2.198	3.150	1.342	142	3.219	-1.554	3.149
2006	815	148	3.083	4.046	1.575	139	4.427	-2.095	4.046
2007	896	134	2.890	3.921	1.711	118	4.234	-2.141	3.921
2008	1.034	126	1.763	2.922	1.914	109	2.489	-1.589	2.923
2009	1.020	127	1.954	3.100	1.874	138	2.612	-1.524	3.100
4. kv. 08	1.034	126	1.763	2.922	1.914	109	2.489	-1.589	2.923
1. kv. 09	1.020	124	1.591	2.735	1.933	107	2.184	-1.490	2.735
2. kv. 09	998	134	1.847	2.978	1.917	118	2.490	-1.547	2.979
3. kv. 09	970	139	1.910	3.019	1.887	122	2.563	-1.553	3.019
4. kv. 09	1.020	127	1.954	3.100	1.874	138	2.612	-1.524	3.100

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 15

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
2005	43,9	38,3	82,2	9,9	-25,0	67,1
2006	18,2	42,0	60,2	16,8	-28,4	48,6
2007	2,0	43,0	45,0	9,2	-29,3	25,0
2008	-3,7	51,0	47,3	19,8	-29,2	38,0
2009	35,2	21,5	56,6	42,6	-32,0	67,2
apr 08 - mar 09	-0,3	48,9	48,6	28,0	-33,3	43,3
apr 09 - mar 10	45,9	17,3	63,2	40,2	-32,2	71,1
okt 09	1,5	1,4	3,0	4,4	-2,2	5,2
nov 09	6,3	1,6	7,9	4,2	-2,2	9,8
dec 09	3,0	1,8	4,8	4,4	-2,2	7,1
jan 10	0,5	0,1	0,6	2,3	-4,2	-1,2
feb 10	4,2	1,0	5,2	2,2	-3,9	3,5
mar 10	7,4	1,4	8,8	-0,5	-3,3	5,0

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhver- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
2005	70,0	-97,1	77,2	-68,8	23,2	-16,2	-11,8
2006	48,6	-50,2	16,1	-103,3	83,4	-33,0	-38,3
2007	25,2	-112,3	64,3	-32,2	56,5	-2,7	-1,2
2008	38,3	-70,9	13,9	60,9	-64,3	-49,2	-71,4
2009	66,8	-84,7	42,5	107,8	191,9	-36,3	288,0
apr 08 - mar 09	43,7	-85,4	18,8	53,9	24,6	-18,5	37,2
apr 09 - mar 10	70,7	-76,7	25,6	23,1	203,0	-58,7	187,1
okt 09	5,2	-16,1	7,4	-28,1	-4,5	22,5	-13,6
nov 09	9,8	-9,0	3,4	-34,2	61,1	-20,2	10,9
dec 09	7,1	15,3	-12,4	-30,0	14,0	11,4	5,4
jan 10	-1,2	-10,4	9,0	-21,0	54,4	-10,7	20,0
feb 10	3,5	-13,0	-10,2	25,7	8,3	-14,1	0,3
mar 10	5,0	0,3	3,9	-38,2	28,9	0,5	0,4

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.² Kan afvige fra totalen i nedenstående Tabel 17, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.³ Omfatter fejl og udeladelser.⁴ Omfatter transaktioner i *alle* Nationalbankens udenlandske mellemværender og ikke alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven. Sidstnævnte offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt ¹
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2005	20,8	122,5	-18,9	-108,2	-85,0	-68,8
2006	16,3	70,0	-34,4	-21,5	-133,8	-103,3
2007	26,2	73,4	15,0	-96,7	-50,0	-32,2
2008	-59,1	141,2	11,4	-86,7	54,1	60,9
2009	-0,1	163,3	46,3	-75,2	-26,5	107,8
okt 09	-0,8	-10,0	0,9	-8,9	-9,4	-28,1
nov 09	-12,6	-31,1	7,5	1,2	0,8	-34,2
dec 09	-9,1	-10,5	3,7	-19,4	5,4	-30,0
jan 10	0,0	17,0	0,6	-31,8	-6,8	-21,0
feb 10	14,8	-8,5	7,2	2,8	9,4	25,7
mar 10	-3,2	5,2	5,5	-41,2	-4,5	-38,2

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

¹ Kan afvige fra "Porteføljeinvesteringer" i foranstående Tabel 16, da betalingsbalancens samlede finansielle poster offentliggøres 1-2 uger senere.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt ¹
	Egen-kapital	Koncern-lån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
Aktiver										
2005	564	253	556	684	85	37	720	19	217	3.140
2006	575	258	741	674	47	41	823	30	178	3.380
2007	635	285	793	733	1	47	1.034	32	176	3.749
2008	621	375	445	777	83	45	1.097	37	226	3.731
2009	754	368	592	918	34	39	927	32	400	4.098
4. kv. 08	621	375	445	777	83	45	1.097	37	226	3.731
1. kv. 09	665	394	430	833	54	46	1.088	36	269	3.842
2. kv. 09	732	360	475	864	41	43	991	36	336	3.918
3. kv. 09	740	362	563	881	39	41	955	33	400	4.053
4. kv. 09	754	368	592	918	34	39	927	32	400	4.098
Passiver										
2005	506	231	311	1.019	...	27	967	21	3	3.080
2006	485	272	358	1.067	...	32	1.144	35	4	3.383
2007	543	277	425	1.124	...	36	1.407	37	5	3.840
2008	502	296	245	1.199	...	43	1.409	41	121	3.830
2009	513	305	356	1.368	...	37	1.414	38	5	3.998
4. kv. 08	502	296	245	1.199	...	43	1.409	41	121	3.830
1. kv. 09	507	309	232	1.314	...	40	1.483	39	46	3.943
2. kv. 09	511	298	298	1.357	...	42	1.437	38	38	3.978
3. kv. 09	508	311	344	1.437	...	36	1.376	39	8	4.016
4. kv. 09	513	305	356	1.368	...	37	1.414	38	5	3.998
Nettoaktiver										
2005	59	22	245	-335	85	10	-247	-2	214	61
2006	90	-15	382	-393	47	9	-321	-5	174	-3
2007	92	8	368	-392	1	10	-372	-5	171	-90
2008	119	79	199	-422	83	1	-312	-4	105	-99
2009	241	62	236	-450	34	2	-486	-6	395	100
4. kv. 08	119	79	199	-422	83	1	-312	-4	105	-99
1. kv. 09	158	86	198	-482	54	6	-395	-3	223	-100
2. kv. 09	221	61	177	-493	41	1	-446	-2	298	-60
3. kv. 09	232	51	219	-556	39	5	-421	-6	392	37
4. kv. 09	241	62	236	-450	34	2	-486	-6	395	100

Anm.: Som hovedprincip for opgørelsen er der anvendt markedsværdi.

¹ I alt-tallene er revideret for at sikre konsistens med Nationalbankens statistik for finansielle konti, jf. tabel 13 og 14. Øvrige tal bliver først revideret på et senere tidspunkt, hvorfor summen af de enkelte serier ikke svarer til I alt-tallet.

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
Mia.kr.								
2005	1.545,3	745,1	402,5	303,9	17,9	1.469,5	757,0	681,2
2006	1.631,7	786,6	422,6	356,0	14,6	1.579,8	849,6	797,7
2007	1.691,5	821,7	439,1	379,6	9,8	1.650,2	886,4	845,1
2008	1.737,4	845,5	463,8	365,7	15,7	1.690,7	955,9	909,2
2009	1.659,7	817,4	492,1	312,1	-19,1	1.602,6	784,2	727,0
4. kv. 08	440,2	213,7	121,9	93,0	2,1	430,6	233,0	223,5
1. kv. 09	405,2	199,5	118,3	81,9	-2,7	397,0	193,5	185,2
2. kv. 09	410,3	203,8	122,2	77,2	-5,9	397,3	191,2	178,2
3. kv. 09	414,2	200,4	123,5	74,6	-4,3	394,3	197,8	177,9
4. kv. 09	430,0	213,7	128,1	78,4	-6,3	413,9	201,7	185,6
Realvækst i forhold til året før, pct.								
2005	2,4	3,8	1,3	4,7	...	3,4	8,0	11,1
2006	3,4	3,6	2,8	14,2	...	5,2	9,0	13,4
2007	1,7	2,4	1,3	2,9	...	1,9	2,2	2,6
2008	-0,9	-0,2	1,6	-4,7	...	-0,5	2,4	3,3
2009	-4,9	-4,6	2,5	-12,0	...	-6,3	-10,4	-13,2
4. kv. 08	-3,6	-5,4	2,0	-9,3	...	-3,2	-0,9	0,0
1. kv. 09	-3,9	-6,0	2,8	-4,6	...	-5,5	-7,9	-11,1
2. kv. 09	-7,2	-7,0	2,3	-16,5	...	-8,7	-13,7	-16,8
3. kv. 09	-5,2	-4,3	2,7	-13,9	...	-6,2	-11,4	-13,7
4. kv. 09	-3,2	-1,0	2,1	-12,6	...	-4,6	-8,3	-11,2
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
4. kv. 08	-2,3	-3,2	0,7	-4,3	...	-2,5	-3,1	-3,5
1. kv. 09	-1,8	-1,2	0,4	0,4	...	-3,1	-5,3	-8,0
2. kv. 09	-1,9	-0,6	0,5	-11,1	...	-2,0	-3,9	-4,3
3. kv. 09	0,4	0,5	0,9	0,3	...	1,0	0,4	1,5
4. kv. 09	0,2	0,4	0,2	-2,2	...	-0,4	0,3	-0,9

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

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
	Vægtfordeling i pct.									
	100	10,4	17,4	72,2	7,4	3,9	60,9	53,2	16,8	36,4
	Vækst i forhold til året før, pct.									
2005	1,7	7,6	1,0	1,0	2,4	3,2	0,6	0,7	3,4	-0,6
2006	1,9	5,3	2,2	1,2	2,1	0,9	1,1	1,3	3,1	0,4
2007	1,7	0,3	3,7	1,3	2,1	0,6	1,2	1,4	1,4	1,4
2008	3,6	7,7	6,7	2,1	2,8	3,5	1,9	2,1	4,0	1,1
2009	1,1	-4,0	0,5	2,0	3,1	4,8	1,7	1,9	-4,3	5,1
1. kv. 07	1,9	1,1	4,1	1,3	2,0	0,3	1,3	1,3	1,7	1,1
2. kv. 07	1,5	-1,7	3,6	1,5	2,1	0,2	1,5	1,4	0,9	1,7
3. kv. 07	1,0	-1,4	2,0	1,2	2,2	0,8	1,0	1,2	0,9	1,4
4. kv. 07	2,2	3,3	5,2	1,2	2,0	1,0	1,2	1,6	2,0	1,4
1. kv. 08	3,2	7,5	6,0	1,7	2,2	2,4	1,6	2,0	3,6	1,2
2. kv. 08	3,7	9,7	7,4	1,7	2,6	4,0	1,4	1,8	4,2	0,6
3. kv. 08	4,6	10,4	8,6	2,5	3,9	3,7	2,2	2,2	5,0	0,9
4. kv. 08	3,0	3,1	5,0	2,4	2,4	3,8	2,3	2,3	3,2	1,8
1. kv. 09	1,7	-4,6	3,2	2,2	2,7	4,2	2,0	2,3	-1,9	4,4
2. kv. 09	1,1	-5,5	0,7	2,2	3,1	5,0	1,9	2,1	-4,2	5,2
3. kv. 09	0,6	-5,9	-0,5	2,0	3,5	5,1	1,6	1,9	-6,0	6,0
4. kv. 09	0,9	0,3	-1,5	1,6	2,9	4,9	1,2	1,6	-5,0	4,9
1. kv. 10	1,9	8,9	0,0	1,4	2,9	3,7	1,0	1,2	-1,3	2,3

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2009.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri ¹	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
Pct. af arbejds- styrken	2005=100	2005=100	Stk.		Nettotal				
2005	5,1	100,0	100,2	1.874	148.578	9	0	7	20
2006	3,9	105,7	103,5	1.231	156.719	10	9	21	24
2007	2,8	107,0	104,9	1.392	162.481	7	5	9	20
2008	1,8	106,7	101,7	2.840	150.663	-8	-7	-16	3
2009	3,5	88,2	97,0	4.140	112.247	-5	-17	-44	-13
Sæsonkorrigeret									
dec 09	4,2	82,9	97,4	438	10.637	-2	-2	-39	-4
jan 10	4,2	85,3	96,6	475	13.327	-1	3	-42	-1
feb 10	4,2	86,4	97,1	463	10.826	3	5	-46	4
mar 10	4,2	86,3	100,0	498	12.424	1	7	-40	1
apr 10	4,1	...	...	380	11.193	3	6	-33	1
maj 10	...	...	...	...	...	2	8	-33	6

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2005	2.767	1.924	141,4	141,7	130,7	82,3
2006	2.825	1.980	145,7	146,1	134,0	100,0
2007	2.908	2.066	151,3	152,0	138,1	104,9
2008	2.949	2.111	158,0	158,5	142,4	101,1
2009	2.842	1.995	162,8	163,1	144,7	87,1
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 08	2.949	2.110	160,3	160,6	143,3	93,0
1. kv. 09	2.892	2.050	161,7	162,3	144,0	87,3
2. kv. 09	2.868	2.019	162,3	162,3	144,3	86,8
3. kv. 09	2.823	1.976	163,4	163,8	145,0	87,5
4. kv. 09	2.786	1.938	163,9	164,3	145,7	86,8
Vækst i forhold til året før, pct.						
2005	1,0	1,4	2,9	2,7	2,6	17,4
2006	2,1	2,9	3,1	3,1	2,5	21,5
2007	2,9	4,4	3,8	4,0	3,0	4,9
2008	1,4	2,2	4,4	4,2	3,1	-3,6
2009	-3,6	-5,5	3,1	2,9	1,6	-13,8
4. kv. 08	0,9	1,3	4,2	3,8	2,5	-10,5
1. kv. 09	-2,1	-3,0	4,1	3,9	1,8	-15,1
2. kv. 09	-2,4	-4,0	3,0	2,7	1,6	-16,3
3. kv. 09	-4,5	-6,7	2,8	2,7	1,6	-13,3
4. kv. 09	-5,5	-8,2	2,3	2,3	1,6	-6,7

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2005	745,19	600,34	1.090,02	80,29	93,11	481,30	5,4473
2006	745,91	594,70	1.094,32	80,62	92,71	474,22	5,1123
2007	745,06	544,56	1.089,81	80,57	92,99	453,66	4,6247
2008	745,60	509,86	939,73	77,73	91,02	469,90	4,9494
2009	744,63	535,51	836,26	70,18	85,39	493,17	5,7296
nov 09	744,15	498,97	827,87	72,02	88,44	492,66	5,5974
dec 09	744,18	508,69	826,69	71,46	88,43	494,93	5,6775
jan 10	744,24	521,55	842,99	73,01	90,97	504,06	5,7128
feb 10	744,40	543,98	849,77	74,83	91,94	507,39	6,0308
mar 10	744,16	548,49	825,42	76,50	92,59	513,89	6,0496
apr 10	744,27	555,17	851,40	77,05	93,83	518,83	5,9429

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn- ninger	Forbruger- priser i euro- området
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2005	101,6	241,7	228,4	107,6	109,5	100,0
2006	101,6	246,2	233,0	107,5	110,3	102,2
2007	103,2	250,5	238,2	108,5	112,9	104,4
2008	105,8	259,0	245,8	111,5	117,1	107,8
2009	107,8	262,4	246,3	115,3	121,2	108,1
nov 09	108,4	263,3	247,2	115,7	...	108,5
dec 09	108,1	262,9	247,8	114,9	121,6	108,9
jan 10	107,0	263,6	247,4	114,3	...	108,1
feb 10	105,7	266,6	248,3	114,0	...	108,4
mar 10	105,4	268,2	249,4	113,9	...	109,4
apr 10	104,8	268,6	250,5	112,9	...	109,9

Ændring i forhold til året før, pct.

2005	-0,6	1,8	1,9	-0,7	-0,2	2,2
2006	0,0	1,9	2,0	0,0	0,7	2,2
2007	1,6	1,7	2,2	0,9	2,4	2,2
2008	2,5	3,4	3,2	2,8	3,7	3,3
2009	1,9	1,3	0,2	3,4	3,5	0,3
nov 09	3,6	1,3	0,4	3,8	...	0,5
dec 09	0,7	1,4	1,1	0,6	2,9	0,9
jan 10	-0,3	2,0	1,3	0,0	...	1,0
feb 10	-1,0	1,9	1,3	-0,7	...	0,9
mar 10	-2,4	2,2	1,6	-2,2	...	1,4
apr 10	-2,4	2,4	1,9	-2,2	...	1,5

Anm.: Indekset for den nominelt effektive kronekurs er en geometrisk sammenvejning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. I beregningen af forbrugerpriser i udlandet samt den reale effektive kronekurs baseret på henholdsvis forbrugerpriser og timelønninger indgår dog kun 25 lande. Vægtgrundlaget er baseret på industrivarehandelen i 2002.

En stigning i et kronekursindeks er udtryk for en nominel eller real appreciering af kronen.

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

Nationalbanken offentliggør ny statistik i elektroniske publikationer, der består af følgende to dele:

- **Nyt** der beskriver den aktuelle udvikling.
- **Tabeltillæg** der indeholder tabeller med størst mulig detaljeringsgrad.

"Nyt" findes kun på dansk, mens tabeltekster i tabeltillægget samt kilder og metoder også findes på engelsk.

Statistikbank

De statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der opdateres samtidig med udsendelsen. Tidsserierne indeholder data så langt tilbage i tid som muligt. Nationalbankens statistik offentliggøres som en integreret del af Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via: nationalbanken.statistikbank.dk

Særlige opgørelser

De særlige opgørelser omhandler statistikker af tematisk karakter og udarbejdes ikke regelmæssigt.

Udgivelseskalender

En oversigt over statistiske udgivelser for løbende måned og følgende 3 måneder findes i udgivelseskalenderen, der kan hentes på: www.nationalbanken.dk (under Statistik > Udgivelseskalender).