



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
4. kvartal
Del 1

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



KVARTALSOVERSIGT, 4. KVARTAL 2012

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

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

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

Ansvarshavende redaktør: Per Callesen
Redaktør: Niels Lynggård Hansen
Redaktionen er afsluttet den 7. december 2012.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,
Kommunikation,
Havnegade 5,
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63
Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00
E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

Indhold

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

Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed	43
---	----

Asger Lau Andersen og Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling, Charlotte Duus og Ri Kaarup, Kapitalmarkedsafdelingen

Danske husholdningers store bruttogæld har tiltrukket sig betydelig international interesse af negativ karakter. Analysen af gælden og dens sammensætning på familieniveau i denne artikel viser, at truslen herfra mod den finansielle stabilitet er begrænset. De fleste familier har en robust økonomi, der kan klare en større rentestigning eller en længere periode med arbejdsløshed, i mange tilfælde dog med betydelige afsavn i forhold til hidtidig livsstil. Lån med afdragsfrihed skaber nogle særlige problemer. Det er ikke almindeligt at bruge afdragsfrihed til at spare mere op på anden vis. I artiklen i Kvartalsoversigtens del 2 er der en mere detaljeret analyse.

Virksomhedernes opsparing og investeringer	55
--	----

Kirstine Eibye Brandt, Jacob Isaksen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling, og Jens Uhrskov Hjarsbech, Statistisk Afdeling

Danske virksomheders nettofordringserhvervelse er aktuelt meget høj. Vi analyserer årsagerne til dette nærmere i Kvartalsoversigtens del 2. Denne oversigtsartikel giver en sammenfatning af analysen. Omsvinget i virksomhedernes nettofordringserhvervelse under konjunkturafmatningen var større, end konjunkturudviklingen normalt vil tilsige. Det kan dog ikke begrundes med et større behov for at nedbringe gæld end i andre lande. Virksomhedernes bruttoopsparing er steget under krisen, især som følge af faldende renteudgifter og udbyttebetalinger. Set over en årrække har niveauet for virksomhedernes bruttoopsparing været højt i Danmark sammenlignet med en række OECD-lande, navnlig på grund af højere formueindkomster og lavere udbyttebetalinger. Stigningen i virksomhedernes nettofordringserhvervelse skyldes også et større fald i investeringerne. Investeringskvoten i Danmark ligger aktuelt noget under det langsigtede niveau. Specielt mellemstore virksomheder har nedbragt deres investeringer.

- Pengeinstitutternes renter** 69
 Brian Liltoft Andreasen, Kapitalmarkedsafdelingen, Paul Lassenius Kramp, Økonomisk Afdeling og Andreas Kuchler, Statistisk Afdeling
 Pengeinstitutternes renter over for husholdninger og virksomheder følger nogenlunde udviklingen i Nationalbankens rentesatser. Hvor tæt sammenhængen med Nationalbankens renter er, varierer i løbet af en konjunkturcykel. Under det nuværende konjunkturtilbageslag har Nationalbanken sat renten ned ad flere omgange, men institutternes renter er ikke faldet i samme grad, som udviklingen i de pengepolitiske renter kunne tilsige. Artiklen belyser, hvorfor det har været tilfældet.
- En sammenligning af ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne med de senere års finans- og statsgældskrise i Europa** 83
 Kim Abildgren og Sune Malthe-Thagaard, Økonomisk Afdeling
 Indførelsen af euroen eliminerede stort set rentespændene mellem eurolandene. Hermed fik lande med makroøkonomiske ubalancer længere tid til at adressere problemerne, inden balancerne blev reflekteret i de lange renter, og uden stigning i de korte renter, der nu blev bestemt af pengepolitikken for euroområdet som helhed. De bedre rammer for at løse balanceproblemer blev imidlertid ikke udnyttet, og eurosamarbejds systemer til at overvåge og imødegå makroøkonomiske ubalancer viste sig utilstrækkelige. Det bidrog til, at ubalancerne fik lov til at udvikle sig til et betydeligt større niveau, end det var tilfældet forud for krisen i begyndelsen af 1990'erne.
- Processen frem mod et EU/IMF-låneprogram og en gældsrestrukturering** 103
 Anne Brolev Marcussen og Louise Funch Sørensen, Økonomisk Afdeling
 På baggrund af erfaringerne fra Grækenlands, Irlands og Portugals låneprogrammer fra EU og Den Internationale Valutafond, IMF, opstilles en typisk tidslinje for processen frem mod vedtagelsen af et program. Erfaringerne viser, at der er gået mellem tre og ti måneder fra en udslagsgivende begivenhed, som udløser mistillid til holdbarheden af det pågældende lands statsgæld, til det endelige program er vedtaget. En restrukturering af gælden kan samtidig blive aktuell, hvis gælden vurderes at være uholdbar på mellemlangt sigt. Ud fra erfaringerne fra tidligere restruktureringsprocesser opstilles et stiliseret forløb, der bruges til at beskrive Grækenlands gældsrestrukturering.

Det danske pengemarked ved lave renter	119
<p>Palle Bach Mindested, Martin Wagner Toftdahl, Handelsafdelingen, og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling</p> <p>Nationalbanken foretager årligt en undersøgelse af omsætningen på pengemarkedet, markedet for bankernes indbyrdes korte lån og handel med rentederivater. Den samlede omsætning i pengemarkedslån var i undersøgelsen for april 2012 i store træk uændret i forhold til 2011. Bankerne foretog i undersøgelsen ikke usikrede udlån i pengemarkedet med en løbetid over 1 måned. Omsætningen i Cita-swaps faldt i forhold til 2011 og er tilbage til niveauet i 2010. Udenlandske banker står for en stor del af omsætningen i FX swapmarkedet. Skævheder i FX swapmarkedet har været medvirkende til at presse renten ned på bl.a. skatkammerbeviser. Omsætningen mellem bankerne i dag til dag-markedet er bevaret efter indførelsen af negativ rente på indskudsbeviser.</p>	
Nils Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 26. september 2012	131
Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 3. december 2012	139
Pressemeddelelser	147
Tabelafsnit	

Aktuelle økonomiske og monetære tendenser

SAMMENFATNING

I USA er et moderat økonomisk opsving i gang. Den økonomiske vækst tiltog fra 2. til 3. kvartal, og de nyeste månedlige oplysninger tyder på fortsat positiv vækst i 4. kvartal. Modsat har euroområdet som helhed haft negativ vækst eller nulvækst i de seneste fire kvartaler, og de månedlige indikatorer tyder på negativ vækst igen i 4. kvartal.

Den positive udvikling på de finansielle markeder i 3. kvartal er fastholdt indtil videre med fremgang på aktiemarkedene og indsnævring af de sydeuropæiske landes statsrentespænd i forhold til Tyskland.

De internationale organisationer forudser samstemmende kun en gradvis højere vækst i verdensøkonomien i de kommende år. Udsigterne er forværret siden foråret, og prognoserne er justeret nedad. Nedjusteringen er større for euroområdet end for USA, og i euroområdet ventes nu først positiv vækst i 2. kvartal 2013. For USA ventes moderat vækst omkring 2 pct. igen i 2013.

Aktiviteten i dansk økonomi steg 0,1 pct. i 3. kvartal efter et fald på 0,7 pct. i 2. kvartal. Den svage fremgang var drevet af øgede erhvervsinvesteringer og offentligt forbrug. På den anden side reduceredes det private forbrug marginalt, og eksporten faldt, bl.a. fordi der var en midlertidig nedgang i Nordsø-produktionen.

Den seneste tids udvikling i det private forbrug skal ses i lyset af den dæmpede udvikling i de disponible indkomster, stort set uændret formue og fortsat svag tillid. Det har betydet, at husholdningerne, ligesom virksomhederne, fortsat konsoliderer sig. For 2012 som helhed skønnes et fald i bruttonationalproduktet, BNP, på 0,4 pct. Næste år ventes en fremgang i den indenlandske efterspørgsel, og væksten i BNP ventes at blive 1,3 pct. stigende til 1,8 pct. i 2014.

Der er for tiden et positivt, men begrænset, ledighedsgab. Det medvirker til en lav dansk lønstigningstakt, som aktuelt forbedrer konkurrenceevnen. Denne situation må anses for at være midlertidig og vil ophøre, når den danske indenlandske efterspørgsel retter sig, og der atter kommer gang i økonomien. Vurderingen er, at det aktuelle ledighedsniveau ikke har forplantet sig til højere strukturel ledighed eller et

varigt fald i arbejdsstyrken. Af hensyn til både konkurrenceevnen og den langsigtede stilling på de offentlige finanser vurderes det at være tilrådeligt at fastholde den lagte linje i finanspolitikken.

Den ledige kapacitet betyder, at der ikke er noget stærkt underliggende inflationspres. Prisstigningstakten har i en periode været trukket op af øgede afgifter, men med afgiftsændringerne, der træder i kraft fra årsskiftet, bliver bidraget til forbrugerpriserne omtrent neutralt i 2013.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

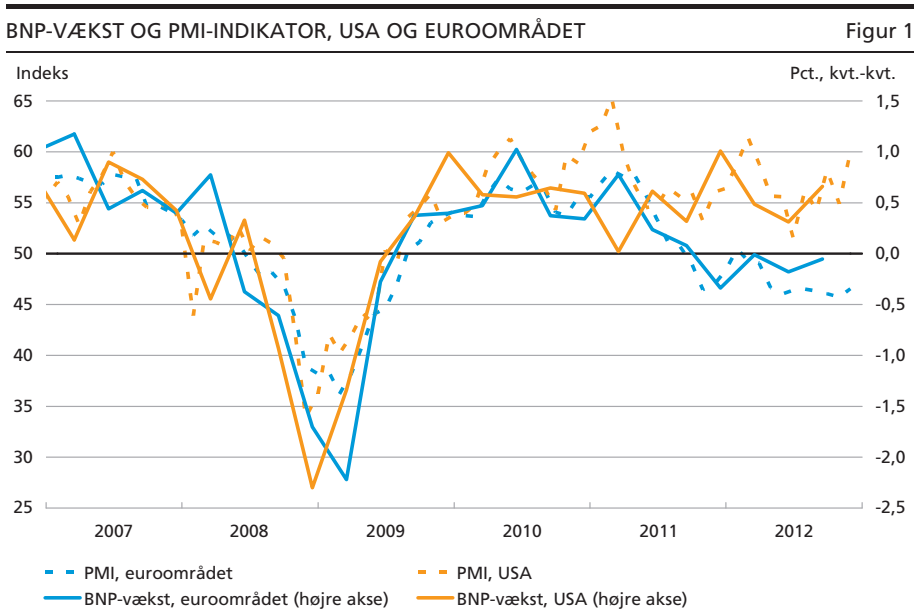
Konjunkturudviklingen

Et moderat økonomisk opsving er i gang i den amerikanske økonomi med vækst i BNP, på 0,3 pct. i 2. kvartal og 0,7 pct. i 3. kvartal. Det er især den indenlandske efterspørgsel, som driver væksten. Det skal ses i lyset af et boligmarked i bedring med stigende boligpriser og boligsalg. Det understøtter bl.a. privatforbruget.

Euroområdet som helhed har nu haft negativ vækst eller nulvækst fire kvartaler i træk. Der er store forskelle inden for euroområdet med kraftig økonomisk tilbagegang i de sydeuropæiske lande, mens især Tyskland indtil videre har været mindre påvirket af problemerne i Sydeuropa. Tysklands BNP voksede dog kun med 0,2 pct. i 3. kvartal. Fransk BNP er ligesom euroområdet stort set ikke vokset siden 3. kvartal 2011, om end der var svag positiv vækst i 3. kvartal. Tilbagegangen i euroområdet skyldtes især et kraftigt fald i den indenlandske efterspørgsel, mens eksporten gik frem. Da importen samtidig faldt som følge af nedgangen i den indenlandske efterspørgsel, bidrog nettoeksporten dermed positivt til væksten i de seneste kvartaler.

Ud over de aktuelle konjunkturbetingede faktorer er den økonomiske vækst i USA højere end i euroområdet som følge af demografiske forhold. Befolkningen i den arbejdsdygtige alder er således over en længere årrække årligt vokset mellem 0,5 og 1 procentpoint hurtigere i USA end i euroområdet. Fra 2007 til 2011 voksede amerikansk BNP ca. 1,5 procentpoint mere end euroområdet, mens befolkningen i den arbejdsdygtige alder i samme periode voksede med ca. 2¼ procentpoint mere i USA end i euroområdet.

Også for årets sidste kvartal tyder de nyeste månedlige oplysninger på en højere vækst i USA end i euroområdet. Den sammensatte PMI-indikator, som er en indikator for den økonomiske aktivitet i både fremstillings- og servicesektorerne, peger på fortsat positiv BNP-vækst i USA, jf. figur 1. Modsat tyder PMI-indikatoren for euroområdet på negativ vækst i dette kvartal.



Kilde: Reuters EcoWin.

Storbritanniens økonomi voksede igen i 3. kvartal efter at være gået tilbage i de foregående tre kvartaler. Væksten var dog påvirket positivt af flere midlertidige faktorer, herunder øget aktivitet på grund af afholdelsen af OL i London i august.

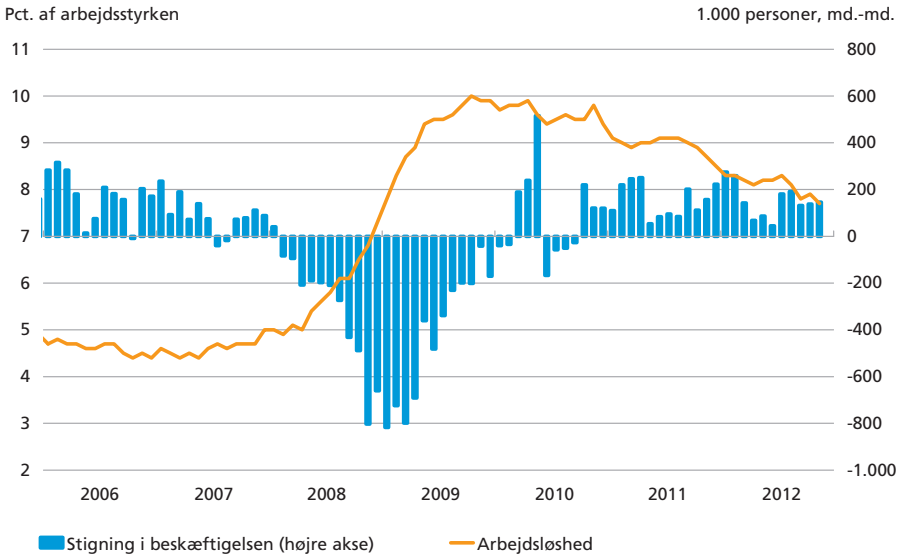
I de store vækstøkonomier er den økonomiske aktivitet også præget af de svage internationale konjunkturer. Væksten er således aftaget i første halvår 2012, men den er fortsat væsentligt højere end i de avancerede økonomier.

Fremgangen i USA kan bl.a. aflæses i tallene for arbejdsmarkedet. Beskæftigelsen er siden juli 2012 steget med mellem 150.000 og 200.000 personer om måneden, hvilket er væsentligt mere end gennem 2. kvartal. Arbejdsløsheden er ligeledes faldet fra 8,3 pct. i juli til 7,7 pct. i november, jf. figur 2. Faldet afspejler dog også – ud over stigningen i beskæftigelsen – at erhvervsfrekvensen er faldet betydeligt de seneste år. Det kan til en vis grad henføres til, at flere trækker sig tilbage som følge af en aldrende befolkning, men i høj grad også til de svage konjunkturer, som har fået mange personer til at forlade arbejdsstyrken, for en stor dels vedkommende formentligt midlertidigt.

Ledigheden i euroområdet som helhed er siden sommeren 2011 steget markant til 11,7 pct. af arbejdsstyrken i oktober. Der er store forskelle inden for euroområdet, idet ledigheden i Spanien er omkring 26 pct., mens den i Tyskland kun er lige over 5 pct. I Frankrig og Italien er den tæt på gennemsnittet for euroområdet samlet set.

BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED, USA

Figur 2



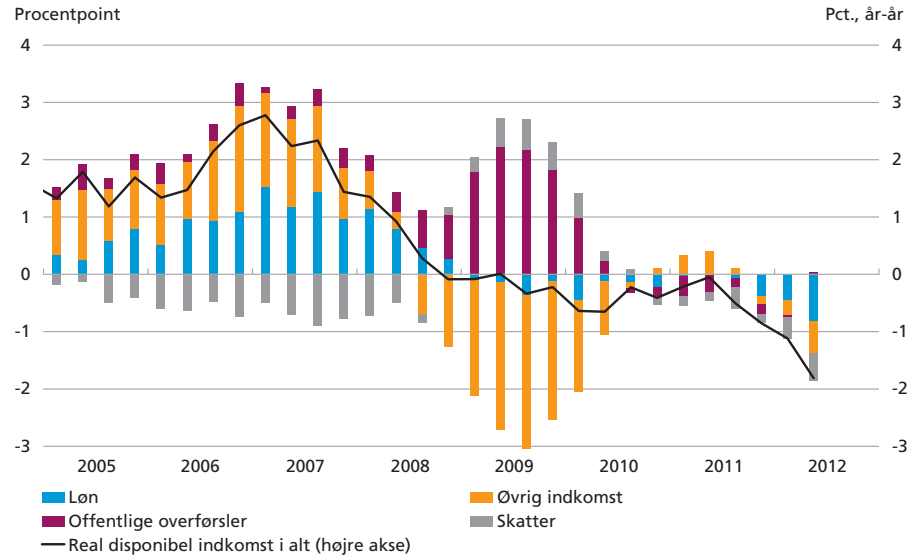
Anm.: Beskæftigelsen er ekskl. ansatte i landbruget.
Kilde: Reuters EcoWin.

I euroområdet er husholdningernes reale disponible indkomst faldet, fordi reallønnen er gået ned og finanspolitikken er strammet, især i de gældsplagede eurolande. De disponible indkomster udhules af både skatte- og afgiftsstigninger samt lavere offentlige ydelser og lønninger, jf. figur 3. Det afspejles også i forbrugertilliden, som er faldet siden midten af 2011. Underkomponenten for husholdningernes forventninger til deres egen økonomi om 12 måneder faldt tilmed i november til det laveste niveau siden undersøgelsens begyndelse i 1985.

Privatforbruget i euroområdet er også faldet det seneste år, men mindre end faldet i de disponible indkomster. Forbrugskvoten er dermed steget og opsparingskvoten faldet. Forbrugskvoten er nu på det højeste niveau i ti år, jf. figur 4. Der er således ikke tegn på, at husholdningerne under ét øger deres opsparing og dermed nedbringer gælden. Blandt forklaringerne kan være, at mange forsøger at udjævne virkninger af faldende indkomst på forbruget ved at trække på opsparing og formue. Forbruget kan reagere på lavere indkomst med forsinkelse. En opadgående tilpasning af opsparingskvoten uden fornyet fremgang i de disponible indkomster vil kunne dæmpe privatforbruget yderligere i den kommende tid. Opsparingskvoten faldt mest markant i Spanien med 7 procentpoint fra 2009-11 og skønsomt yderligere 2 procentpoint i 2012. Det skal ses i sammenhæng med, at kvoten steg næsten tilsvarende i årene forud. Spaniens opsparingskvote er dog nu under gennemsnittet for en 10-årig periode.

REALE DISPONIBEL INDKOMSTER I EUROOMRÅDET

Figur 3



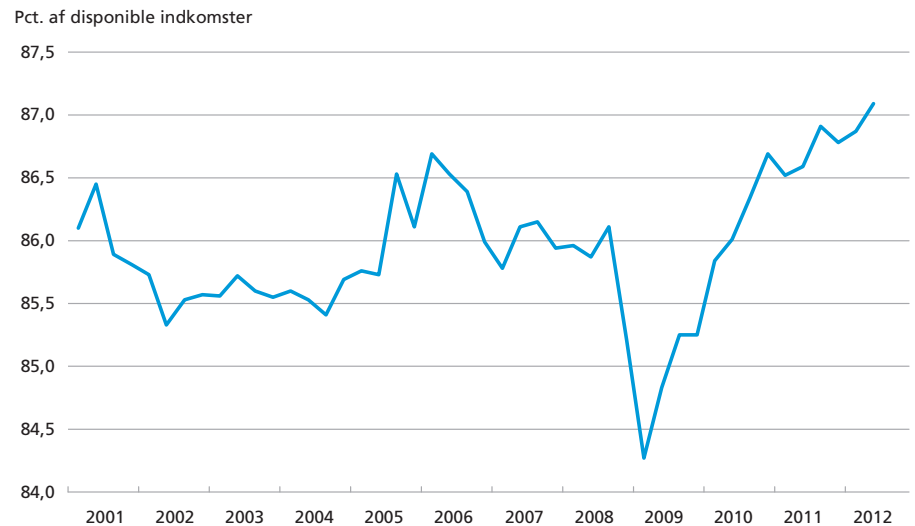
Anm.: Disponibel indkomst og dens underkomponenter er deflateret med deflatoren for privatforbruget. Øvrig indkomst består af renteindtægter og udbytter samt restindkomst.

Kilde: Eurostat og Reuters EcoWin.

I GIIPS-landene, dvs. Grækenland, Irland, Italien, Portugal og Spanien, er der sket fremskridt med hensyn til at gennemføre strukturelle reformer og finanspolitisk konsolidering. Den makroøkonomiske udvikling har dog

FORBRUGSKVOTE, EUROOMRÅDET

Figur 4



Anm.: Forbrugskvoten er privatforbruget i forhold til husholdningernes disponible indkomst.

Kilde: Reuters EcoWin

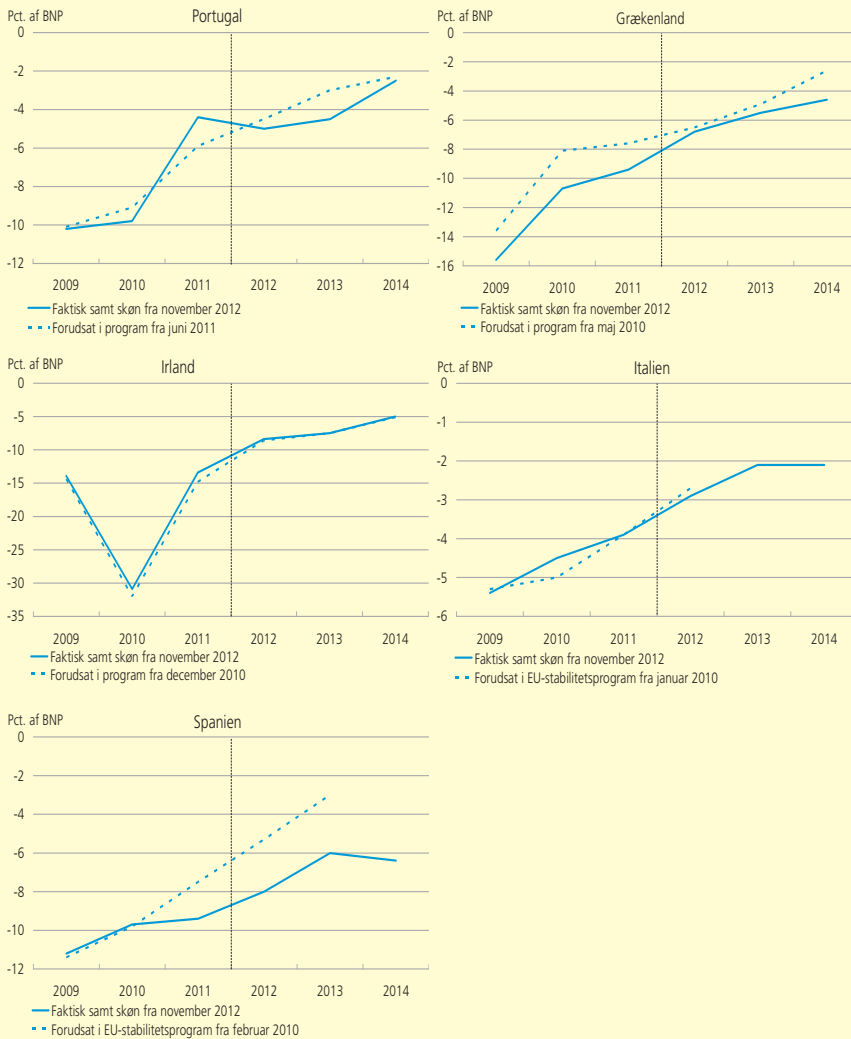
GENOPRETNING I GIIPS-LANDENE

Boks 1

I boksen sammenholdes den forudsatte udvikling i de offentlige saldi fra de økonomiske genopretningsprogrammer for GIIPS-landene med den faktiske udvikling (2009-11) og Europa-Kommissionens seneste prognose (2012-14). Konsolideringer af de offentlige finanser er generelt sket langsommere end forudsat i Portugal, Grækenland og Spanien, jf. figur 5, hvilket afspejler en kombination af utilstrækkelig finanspolitisk konsolidering og en svagere end forudsat makroøkonomisk udvikling.

OFFENTLIGE SALDI I GIIPS-LANDENE, FAKTISK OG FORUDSAT

Figur 5



Anm.: Data til og med 2011 er faktiske tal, mens tal for 2012-14 er Europa-Kommissionens skøn. *Forudsat i program* angiver den forudsatte udvikling i låneprogrammerne til Grækenland (maj 2010), Irland (december 2010) og Portugal (juni 2011). For Italien og Spanien angiver det regeringernes egne forventninger som angivet i stabilitetsprogrammerne fra henholdsvis januar og februar 2010.

Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2012, låneprogrammer samt stabilitetsprogrammer.

FORTSAT	Boks 1
<p><i>Portugal</i> nedbragte dog underskuddet hurtigere end planlagt i 2011 på grund af engangsindtægter fra overførslen af pensionsmidler fra banksektoren til staten svarende til 3,5 pct. af BNP. Fraregnet denne ekstraordinære indtægt, som ikke indgik i portugisernes oprindelige plan, og som på længere sigt pålægger den portugisiske stat øgede pensionsforpligtelser, ville underskuddet også i 2011 have været større end planlagt. I 2012-13 forventes underskuddet igen at være større end oprindeligt forudsat. Stigende ledighed har hæmmet konsolideringen af de offentlige finanser, og bl.a. derfor blev Portugal enig med trojkaen bestående af IMF, Europa-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank, ECB, om at revidere målsætningen for det offentlige underskud fra 4,5 til 5,0 pct. af BNP i 2012. Underskuddet forventes nu først at komme under 3 pct. af BNP i 2014 mod tidligere i 2013.</p> <p>Allerede ved revisionen i november 2010 af data for <i>Grækenlands</i> offentlige underskud i 2009 viste underskuddet sig at være ca. 2 procentpoint højere end forudsat i hjælpepakken fra maj 2010. Samtidig har recessionen været dybere end først antaget. Grækenland har derfor haft svært ved at leve op til kravene i både låneprogrammet fra maj 2010 og det reviderede program fra marts 2012. Programmet blev bl.a. på den baggrund opdateret i november 2012.</p> <p><i>Irland</i> har trods øget finansiell uro løbende opfyldt kravene i låneprogrammet fra 2010, og det offentlige underskud ventes som oprindeligt planlagt at være under 3 pct. af BNP i 2015, mens et betalingsbalanceunderskud er vendt til overskud. Irland har på den baggrund i juli og august kunnet gennemføre de første statsgældsudstedelser siden september 2010.</p> <p><i>Italien</i> har siden 2009 formået at nedbringe underskuddet i det forudsatte tempo på trods af svag vækst og forventes akkurat at komme under 3 pct. af BNP i 2012. Det afspejler bl.a. en omfattende konsolidering af de offentlige finanser, som sigter på at opnå balance på den offentlige saldo i 2014.</p> <p>Udviklingen i <i>Spaniens</i> offentlige saldo har efter 2010 været dårligere end forudsat i 2010. Det skyldes bl.a., at den økonomiske aktivitet har været svagere end forudsat. Siden begyndelsen af 2012 er målet for budgetunderskuddet i 2012 blevet revideret flere gange: i april fra 4,4 til 5,3 pct. af BNP og i juni til 6,3 pct. af BNP. I Europa-Kommissionens seneste prognose ventes et underskud på 8,0 pct. af BNP i 2012.</p>	

samtidigt været svagere end forudsat i landenes stabilitetsprogrammer¹ eller låneprogrammer fra EU og Den Internationale Valutafond, IMF. Det har medvirket til, at især Grækenland, Portugal og Spanien har haft svært ved at reducere underskuddet på den offentlige saldo i det omfang, som er forudsat i deres programmer, jf. boks 1.

Europa-Kommissionen har foretaget en grundig analyse af årsagerne til fejlskønnene i prognoserne for den makroøkonomiske udvikling og konkluderer, at afvigelserne i høj grad kan forklares af højere end ven-

¹ I henhold til stabilitets- og vækstpagten udarbejder alle eurolande årligt stabilitetsprogrammer, mens ikke-eurolandene udarbejder konvergensprogrammer. Programmerne indeholder de enkelte landes budgetstrategi på kort og mellemlangt sigt.

tede renteniveauer, som har holdt væksten nede.¹ Hertil kommer, at den svagere end forudsatte økonomiske udvikling måske i et mindre omfang kan tilskrives, at de finanspolitiske stramninger har haft større negativ effekt på den økonomiske aktivitet end forudsat. Væksten er desuden næppe upåvirket af forhold som strejker og problemer med at implementere reformerne.

Der er også sket fremskridt med hensyn til at nedbringe underskudene på betalingsbalancens løbende poster i GIIPS-landene. Irland har allerede vendt underskud til overskud, og Portugal, Grækenland og Spanien har nedbragt deres underskud. Spaniens og Italiens underskud ventes stort set at være elimineret over de næste par år. For GIIPS-landene under ét er betalingsbalanceunderskuddet reduceret med ca. 3 pct. af BNP siden toppunktet i 2008. Modsat er Frankrigs betalingsbalance gradvis blevet svækket, så Frankrig nu har et underskud på omkring 2,5 pct. af BNP mod et overskud af samme størrelsesorden for godt ti år siden, jf. figur 6.

Faldet i GIIPS-landenes betalingsbalanceunderskud afspejler i høj grad de svækkede konjunkturer. Den faldende indenlandske efterspørgsel har således reduceret importen og dermed mindsket betalingsbalanceunderskuddet. Den høje ledighed har samtidig bidraget til at dæmpe lønstigningerne og dermed forbedre konkurrenceevnen på lidt længere sigt. Målt ved de nominelle enhedslønomkostninger er omkostningsniveauet reduceret moderat i Spanien, Grækenland og Portugal, mens det er nedbragt kraftigt i Irland siden slutningen af 2008, jf. figur 7. Forbedringen af betalingsbalancen er generelt primært sket ved at reducere den indenlandske efterspørgsel.

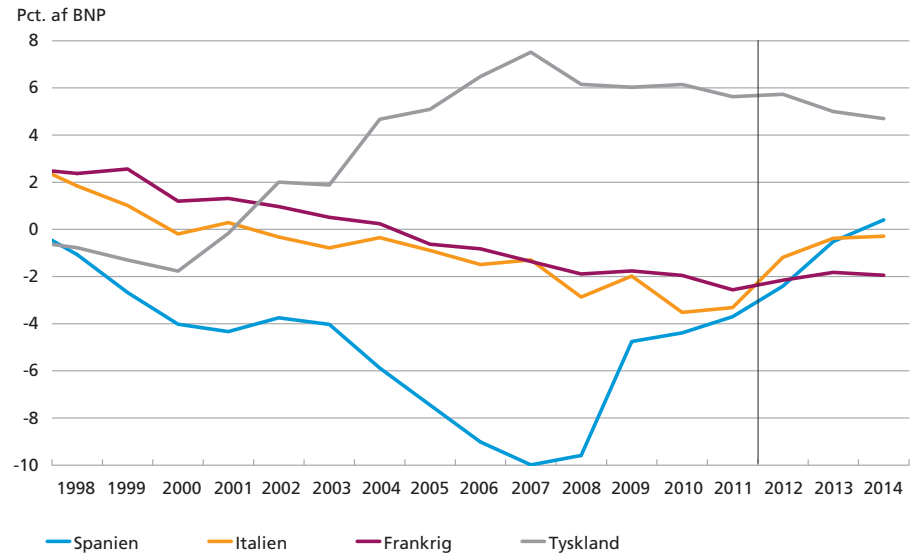
Frankrigs enhedslønomkostninger fortsatte med at stige, også efter at finanskrisen satte ind, og i takt med at konkurrenceevnen blev forbedret i GIIPS-landene og tilsvarende i Tyskland over en lidt længere periode, fremstår behovet for at forbedre Frankrigs konkurrenceevne tydeligere. Behovet er for nyligt påpeget af IMF og også af en kommission nedsat af den franske regering. Regeringen har efterfølgende fremlagt en plan med 35 initiativer til styrkelse af den franske konkurrenceevne.

Inflationen i euroområdet, målt ved stigningen i forbrugerprisindekset, HICP, udgjorde 2,2 pct. i november. Det var især energiprisstigninger og afgiftsforhøjelser, som holdt prisstigningstakten oppe. Det underliggende inflationspres er lavere på grund af den svage økonomiske udvikling med rigelig ledig kapacitet. Stigningen i HICP renses for ændringer i moms og afgifter har ligget omkring 0,4 procentpoint under stigningen i det samlede HICP gennem 2012 som følge af afgiftsforhøjelser, som alle-

¹ Jf. boks 1.5 i Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2012.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER, UDVALGTE LANDE

Figur 6

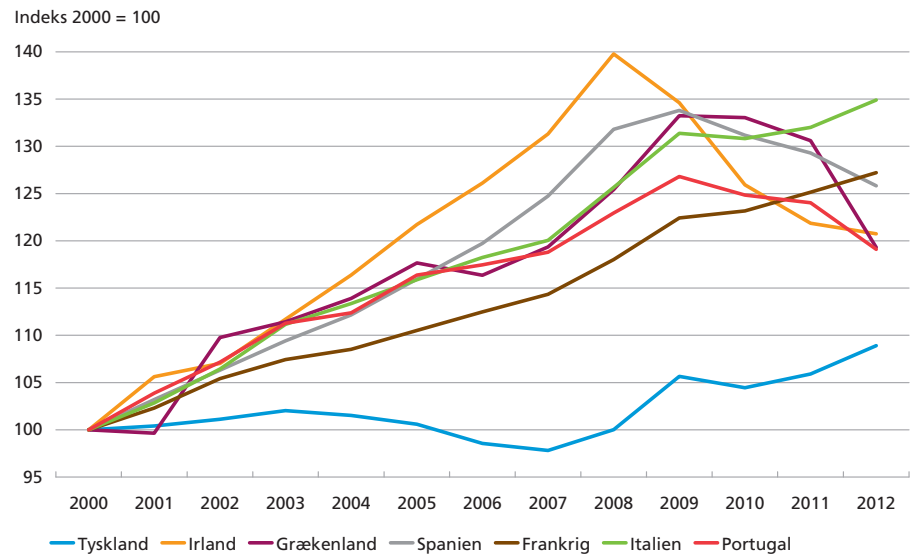


Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2012. 2012-14 er skøn.

allerede er implementerede. Flere lande har enten forhøjet momsen for nyligt eller har vedtaget at gøre det. Spanien forhøjede den højeste momssats med 3 procentpoint i september og lod samtidig den høje sats gælde for en bredere vifte af varer, mens Holland øgede satsen med 2

NOMINELLE ENHEDSLØNOMKOSTNINGER, UDVALGTE LANDE

Figur 7



Anm.: 2012 er skøn fra Europa-Kommissionen.

Kilde: Ameco.

procentpoint i oktober. Både Finland og Italien har vedtaget at forhøje momsatsen med 1 procentpoint i 2013. Efter beslutningen om at udfase atomkraft i Tyskland er investeringerne i vedvarende energi forøget markant. De finansieres via et tillæg til elektricitetsprisen, som isoleret set ventes at øge de tyske forbrugerpriser med 0,2 procentpoint i 2013.

Finansielle forhold

Den positive udvikling på de finansielle markeder i 3. kvartal er indtil videre fastholdt. Det var især annonceringen af ECB's nyeste pengepolitiske instrument, Outright Monetary Transactions (OMT-programmet), i begyndelsen af september, som førte til fremgang på de europæiske markeder. Programmet giver mulighed for at opkøbe statspapirer med en løbetid på 1-3 år på det sekundære marked fra kriseramte eurolande, som har indgået et program med eurolandenes redningsfonde, European Financial Stability Facility, EFSF, og European Stability Mechanism, ESM, og lever op til programmets konditionaliteter.¹

De spanske og italienske statsrenter faldt i forbindelse med annonceringen af OMT-programmet, hvorefter de lå nogenlunde konstant frem til november, jf. figur 8.

I anden halvdel af november blev først det italienske og derefter det spanske statsspænd indsnævret yderligere. Det var måske den foreløbige løsning på Grækenlands problemer i form af opdateringen af det græske låneprogram, der havde en positivt afsmittende effekt på spanske og italienske statsobligationer.

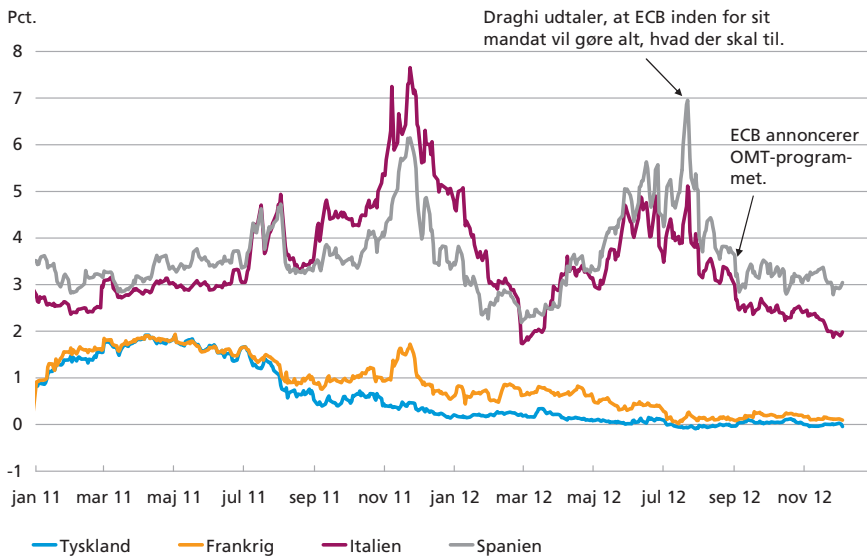
De toneangivende aktieindeks i de vigtigste økonomier steg igennem 3. kvartal og har siden nogenlunde holdt niveauet. På valutamarkedet blev euroen tilsvarende styrket noget over for dollaren.

Kreditgivning til både husholdninger og den ikke-finansielle sektor er fortsat svag i euroområdet, idet kreditvæksten er negativ, jf. figur 9 (venstre). Faldet i kreditgivningen reflekterer, at efterspørgslen efter lån fra husholdninger og virksomheder er afdæmpet i den nuværende situation med svag økonomisk aktivitet og stor usikkerhed. Samtidig hæmmes udbuddet af kredit i nogle eurolande af svagt fungerende finansielle markeder og vanskeligere finansieringsforhold for bankerne kombineret med, at bankerne nedbringer deres balancer. Den seneste kreditvilkårsundersøgelse fra ECB peger således på, at bankerne i 3. kvartal har strammet kreditvilkårene yderligere over for virksomhederne. Samtidig anfører de adspurgte banker, at efterspørgslen fra virksomhederne efter lån er faldet i 3. kvartal efter at være steget i 2. kvartal.

¹ Jf. boks 2 på side 11 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2012, Del 1.

NOMINELLE RENTER PÅ 2-ÅRIGE STATSPAPIRER, UDVALGTE LANDE

Figur 8



Kilde: Reuters EcoWin.

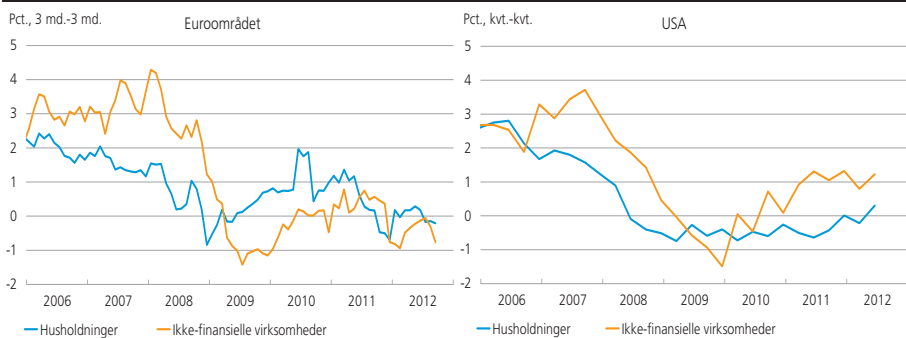
I USA tiltager kreditvæksten. Kreditgivningen til virksomheder er vokset stabilt det seneste år, mens der på det seneste også har været tale en svagt positiv vækst i udlånet til husholdningerne, jf. figur 9 (højre).

Vækstudsigter

De internationale organisationer forudser samstemmende kun en gradvis højere vækst i verdensøkonomien efter den svage vækst i første halvdel af 2012. Udsigterne er forværret siden foråret, og prognoserne er justeret nedad, især for 2013, og mere for euroområdet end for USA, jf. tabel 1.

KREDITVÆKST I EUROOMRÅDET OG USA

Figur 9



Kilde: Reuters EcoWin.

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE ØKONOMIER				Tabel 1	
Pct.	2011	2012	2013	Ændring ift. maj 2012	
				2012	2013
USA	1,8	2,2	2,0	-0,1	-0,6
Euroområdet	1,5	-0,4	-0,1	-0,3	-1,0
Tyskland	3,1	0,9	0,6	-0,3	-1,4
Frankrig	1,7	0,2	0,3	-0,4	-0,9
Italien	0,6	-2,2	-1,0	-0,5	-0,6
Spanien	0,4	-1,3	-1,4	0,3	-0,6
Storbritannien	0,9	-0,1	0,9	-0,6	-1,0
Sverige	3,9	1,2	1,9	0,6	-0,9
Japan	-0,7	1,6	0,7	-0,4	-0,8
Kina	9,3	7,5	8,5	-0,7	-0,8
Indien	6,9	4,4	6,5	-2,9	-1,3

Anm.: Ændring i forhold til maj 2012 angiver revisioner i forhold til OECD, *Economic Outlook*, nr. 91 fra maj 2012.
Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 92, november 2012.

For euroområdet ventes i OECD's seneste prognose negativ vækst både i år og næste år, men dog positiv kvartalsvis vækst fra og med 2. kvartal 2013. For USA ventes moderat vækst omkring 2 pct. i både 2012 og 2013. I både euroområdet og USA hæmmes væksten på kort sigt af bl.a. de finanspolitiske opstramninger og den lave tillid blandt husholdninger og virksomheder. I modsat retning trækker den lempelige pengepolitik og forventningen om gradvis forbedrede finansielle vilkår.

Vækst- og udviklingsøkonomierne ventes trods den nuværende vækstafdæmpning fortsat at have relativt høj BNP-vækst. I fx Kina er der allerede tegn på fornyet vækstfremgang. Det er bl.a. det større råderum til at lempe den økonomiske politik, som giver forventning om en hurtigere genopretning end i de avancerede økonomier.

Blandt de internationale organisationer er det en udbredt opfattelse, at den tiltagende vækst ikke vil være nok til at nedbringe ledigheden markant, og den ventes at forblive høj i mange lande. Inflationen skønnes at falde i de avancerede økonomier til omkring 1,75 pct. primært som følge af den rigelige ledige kapacitet.

De to væsentligste risici ved prognosen knytter sig begge til den førte økonomiske politik. Den ene er, at statsgældskrisen i dele af euroområdet blusser op igen. Hvis det ikke lykkes at inddæmme krisen, og hvis ikke statsgældsrentespændene kan holdes på det nuværende niveau, vil den makroøkonomiske udvikling blive værre end beskrevet ovenfor.

Det andet risikoelement er usikkerheden omkring de finanspolitiske forhandlinger i USA. Den nuværende lovgivning indebærer, at finanspolitikken automatisk strammes betydeligt ved årsskiftet (den såkaldte fiscal cliff). Såfremt alle stramningerne træder i kraft og ikke efterfølgende hurtigt bliver modgået af lempelser, vil det medføre finanspoliti-

FINANSPOLITISKE STRAMNINGER I USA VED NUVÆRENDE LOVGIVNING Tabel 2

Pct. af BNP

Automatisk sparemekanisme aftalt ved forhøjelsen af gældsloftet	0,5
Udløb af forlængelse af arbejdsløshedsunderstøttelse	0,2
Bortfald af lempelser af sociale bidrag (payroll tax cuts)	0,7
Forhøjelse af den alternative minimumsskat (Alternative Minimum Tax) ...	0,6
Bortfald af 2003 skattelettelserne (Bush tax cuts)	1,3
Andet	0,9
I alt	4,2

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2012.

ske stramninger på over 4 pct. af BNP i 2013, jf. tabel 2. IMF og OECD har antaget, at finanspolitikken kun strammes med omkring 1,5 pct. i 2013 og 2014, idet det ventes, at der kan opnås enighed om en kortsigtet løsning, hvor størstedelen af stramningerne foreløbig udskydes, specielt de automatiske sparemekanismer og de fleste af skatteforhøjelserne. Der forhandles i øjeblikket om en sådan aftale. Den vil formentlig skulle danne rammen for videre forhandlinger i 2013 om en troværdig mellemfristet plan for at gøre de offentlige finanser holdbare, som også anbefalet af bl.a. IMF og OECD. En sådan plan, som sikrer stabile økonomiske rammer, vil samtidig kunne styrke tilliden hos husholdninger og virksomheder og dermed understøtte den økonomiske aktivitet.

Økonomisk politik

Pengepolitikken er fortsat lempelig i de fleste økonomier. I euroområdet har ECB tilføjet OMT-programmet til rækken af pengepolitiske instrumenter, jf. ovenfor. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, udvidede i september sit program til opkøb af realkreditobligationer og annoncerede, at opkøbstempoet først neddrog, når beskæftigelsen og den økonomiske aktivitet viser vedvarende bedring. I Storbritannien er opkøbsprogrammet udvidet og suppleret med en facilitet, hvor bankerne tilbydes billigere finansiering mod, at de øger udlånet til den private ikke-finansielle sektor.

Spanien har ikke anmodet om et egentligt låneprogram fra eurolandenes fælles permanente støttemekanisme, ESM. Den seneste spanske reformpakke fra oktober er blevet til i tæt dialog med Europa-Kommissionen, således at yderligere konditionalitet i forbindelse med en anmodning kan blive af begrænset omfang. Til gengæld har Spanien anmodet ESM om et lån på 39,5 mia. euro til at rekapitalisere de spanske banker. Det drøftes for øjeblikket, under hvilke betingelser ESM i fremtiden kan foretage direkte kapitalindsud i banker, jf. boks 2.

ESM OG REKAPITALISERING AF BANKER

Boks 2

Eurolandenes fælles permanente støttemekanisme, European Stability Mechanism, ESM, trådte i kraft den 8. oktober 2012. Hermed blev der bl.a. åbnet mulighed for at anvende ESM-midler til at rekapitalisere banker. ESM-traktaten nævner, at ESM kan yde lån til eurolande med det formål at rekapitalisere finansielle institutter, men nævner ikke muligheden for at foretage direkte kapitalindskud. Det gjorde til gengæld eurområdets stats- og regeringschefer på deres møde i juni, hvor de besluttede følgende: "Når der er oprettet en effektiv fælles tilsynsmekanisme, der omfatter ECB, for bankerne i eurområdet, vil ESM efter en almindelig afgørelse have mulighed for at rekapitalisere bankerne direkte".

I nogle eurolande blev det fortolket sådan, at ESM ville kunne foretage direkte kapitalindskud, så snart et fælles banktilsyn blev etableret, og at det vil kunne medvirke til at lette byrden på den offentlige gæld af umiddelbart forestående behov for rekapitalisering. Det gjaldt især situationen i den spanske finansielle sektor. I kølvandet herpå fremlagde Europa-Kommissionen i september sine forslag om at etablere et fælles EU-banktilsyn forankret i ECB, herunder en tidsplan, hvorefter tilsynet formelt skal være etableret fra begyndelsen af 2013.

Den 25. september udsendte finansministrene fra Tyskland, Holland og Finland en fælles erklæring med deres udlægning af ESM's manøvre muligheder i relation til direkte kapitalindskud i banker. Her slår de fast, at det først må dokumenteres, at det nye fælles tilsyn fungerer effektivt, før ESM kan foretage direkte kapitalindskud. Ligeledes kan direkte kapitalindskud kun bruges til at adressere problemer, der er opstået efter, at et effektivt fælles tilsyn er etableret, mens problemer som følge af tab på aktiver, der er kommet på bogen og håndteret under de tidligere nationale tilsyn, skal håndteres af de nationale myndigheder.

Herefter besluttede Det Europæiske Råd i oktober at pålægge Eurogruppen at udarbejde de præcise operationelle kriterier for, hvornår og hvordan direkte kapitalindskud kan anvendes. Det endelige resultat foreligger ikke endnu.

Uanset om kapitalindskud i kreditinstitutter foretages direkte af ESM eller indirekte via ESM-långivning til et euroland, er der en række betingelser, der skal være opfyldt. De skal konkret fremgå af et Memorandum of Understanding mellem det pågældende euroland og Kommissionen. Det vil også gælde, hvis ESM skal foretage direkte kapitalindskud, selv om ESM's direkte eksponering i så fald vil blive mod det pågældende finansielle institut og ikke mod eurolandet, hvor instituttet er hjemmehørende. Hvis ESM-assistancen begrænser sig til kapitalindskud, vil betingelserne i MoU begrænse sig til at handle om institutspecifikke forhold og forhold i eurolandets finansielle sektor. Det kan fx være krav til tilsynsvirksomhed, regler for corporate governance eller bestemmelser om håndtering af kriseinstitutter. Betingelserne er med andre ord af en anden karakter end dem, der vil blive stillet i forbindelse med fx ESM-bidrag til generelle økonomiske tilpasningsprogrammer.

Kapitalindskud kan kun foretages under overholdelse af EU's overordnede regler om forbud mod statsstøtte.

Kommissionen vil – i samarbejde med ECB og den relevante europæiske tilsynsmyndighed – skulle overvåge, om betingelserne for kapitalindskud fra ESM løbende overholdes.

En forudsætning for direkte kapitalindskud fra ESM er, at der er etableret af et fælles europæisk banktilsyn, som sammen med fælles indskydergaranti og fælles afviklingsregime udgør elementerne i en bankunion. Der forhandles intenst om udformningen, herunder hvordan vilkårene skal være for ikke-eurolande, som vælger at deltage. Der har i længere tid været sigtet mod politisk vedtagelse inden årsskiftet og implementering i løbet af 2013.¹

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen er de seneste måneder blevet svækket en anelse fra et niveau på 0,1 pct. stærkere end centralkursen til tæt på centralkursen i ERM2, jf. figur 10. Tendensen til en svækkelse af kronen begyndte, da Nationalbanken 5. juli 2012 fulgte ECB's rentenedsættelse og indførte en negativ rente på indskudsbeviser. Efterfølgende er tilliden til håndteringen af gældskrisen i en række europæiske lande blevet forbedret. Det har bragt renterne ned i de pågældende lande og afspejlet sig i en generel styrkelse af euroen. Flere andre lande, hvortil der var kapitalindstrømning i sidste del af 2011 og første del af 2012, har således også oplevet en svækkelse af valutakursen over for euroen i de seneste måneder.

Nationalbanken har ligesom ECB ikke ændret sine pengepolitiske renter siden begyndelsen af juli 2012, hvor Nationalbanken fulgte ECB's rentenedsættelse. Spændet mellem de sikrede pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet, henholdsvis Cita- og Eonia-swaprenten, er siden rentenedsættelsen blevet mindre. De sikrede pengemarkedsrenter er et udtryk for forventningerne til dag til dag-renterne i henholdsvis Danmark og euroområdet. Omsætningen i dag til dag-lån på det danske pengemarked er bevaret efter, at den negative indskudsbevisrente blev indført, jf. artiklen "Det danske pengemarked ved lave renter" i denne Kvartalsoversigt. Seddelømløbet har ikke været påvirket af, at der er indført en negativ rente på indskudsbeviser.

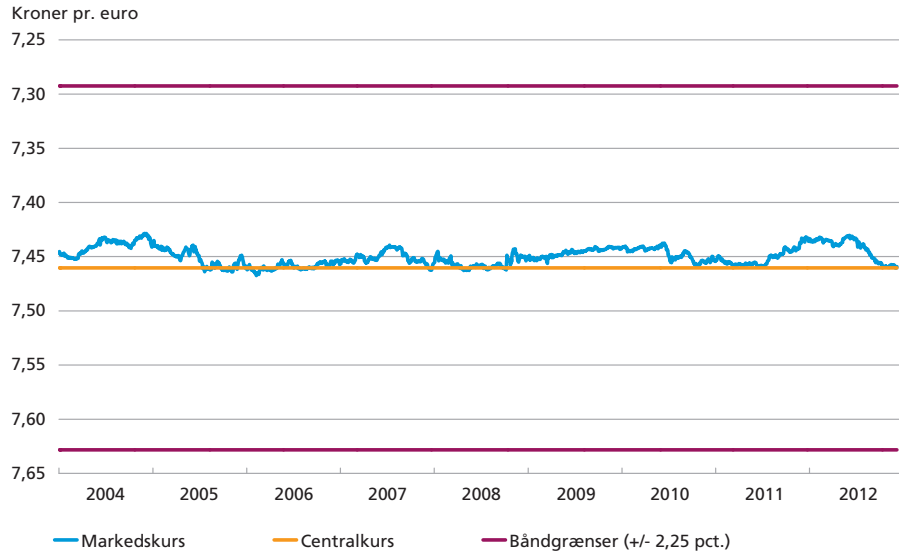
Valutareserven blev fra august til november 2012 fastholdt på et højt niveau. Ved udgangen af november var valutareserven på 512,1 mia. kr. efter beskedne interventioner på godt 2,6 mia. kr. fra september til november. Faldet i valutareserven afspejler, at Nationalbanken netto solgte valuta for 1,7 mia. kr., og at staten netto indfrielede lån i valuta for 0,6 mia. kr. i perioden.

Nationalbanken udbød 28. september 2012 3-årige udlån til de pengepolitiske modparter. Der blev samlet optaget lån for 37 mia. kr. Det samlede udestående af de 3-årige udlån blev efter indfrielse øget til 53 mia. kr.

¹ For en uddybning af det øgede økonomiske samarbejde i euroområdet og det fælles banktilsyn henvises til boks 4 på side 14 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2012, del 1.

KRONENS KURS OVER FOR EURO

Figur 10



Anm.: Omvendt skala. Seneste observation er 6. december 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

5. oktober 2012 forøgede Nationalbanken rammerne for de pengepolitiske modparters folioindestående med et beløb svarende til stigningen i det 3-årige udlån. Den samlede folioramme var herefter knap 105 mia. kr. Forhøjelsen skal ses i lyset af, at forøgelsen af de 3-årige udlån isoleret set indebærer en tilsvarende stigning i modparternes beholdning af indskudsbeviser til negativ rente, og at modparternes beholdning allerede inden det seneste udbud af de 3-årige udlån sikrede et tilstrækkeligt gennemslag fra indskudsbevisrenten til penge-markedsrenterne.

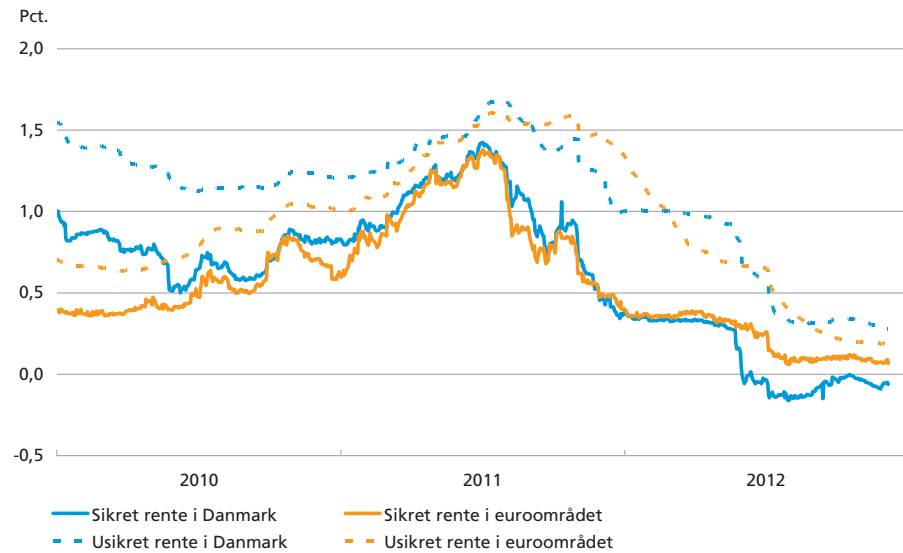
Udviklingen på penge- og kapitalmarkederne

I begyndelsen af december 2012 lå renterne på penge- og kapitalmarkederne fortsat på et historisk lavt niveau.

Den sikrede danske pengemarkedsrente, givet ved 3-måneders Cita-swaprenten, er steget en anelse siden midten af september 2012 og lå i begyndelsen af december på -0,05 pct., jf. figur 11. Den usikrede danske pengemarkedsrente, målt ved 3-måneders Cibor, er i samme periode faldet lidt og var primo december 0,3 pct. Det betyder, at spændet mellem den usikrede og sikrede pengemarkedsrente blev indsnævret fra september til december 2012 og nu ligger tættere på nul. De seneste måneder er euroområdet rentespænd også blevet mindre, hvilket skyldes et fald i den usikrede rente, mens den sikrede rente har ligget nogenlunde konstant.

SIKRET OG USIKRET PENGEMARKEDSRENTE I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 11



Anm.: Den sikrede rente i Danmark og euroområdet er givet ved henholdsvis 3-måneders Cita-swaprenten og Eonia-swaprenten. Den usikrede rente i Danmark og euroområdet er givet ved henholdsvis 3-måneders Cibor og Euribor. Seneste observation er 6. december 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Erhvervs- og Vækstministeriet offentliggjorde i slutningen af september 2012 en redegørelse om den danske referencerente for usikrede udlån i kroner, Cibor. Ministeriet konstaterede: "... at systemet omkring fastsættelsen af Cibor har en række svagheder, og at bankernes egenkontrol og procedurer har været utilstrækkelige".¹ For at genskabe tilliden til referencerentesystemet har erhvervs- og vækstministeren taget tre initiativer. For det første er der indgået en aftale med de finansielle organisationer om, at Finansrådet pr. 1. januar 2013 opretter en markedsbaseret supplerende referencerente baseret på Cita-swaprenten. Derudover har ministeren fremsat to lovforslag om, at der skal etableres et tilsyn med referencerenterne, som Finanstilsynet skal stå for, og at Finanstilsynet som tilsynsmyndighed får mulighed for at undersøge bankernes interne dokumenter vedrørende Cibor-fastsættelsen.

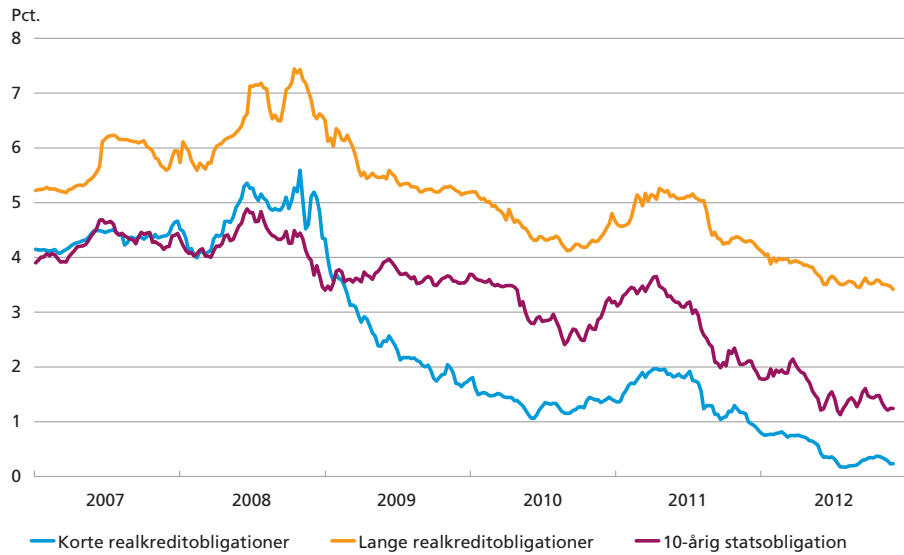
29. november 2012 blev der afholdt auktion over 3-, 6- og 9-måneders skatkammerbeviser. Ved auktionen blev der solgt for 11,9 mia. kr. til renter på henholdsvis -0,39, -0,30 og -0,25 pct. Renterne ved skatkammerbevisauktionerne har været negative siden slutningen af maj 2012.

Den 10-årige statsobligationsrente har været nogenlunde uændret fra midten af september til begyndelsen af december 2012, hvor den var 1,2

¹ Jf. pressemeddelelsen "Redegørelse om Cibor" fra Erhvervs- og Vækstministeriet, 27. september 2012.

RENTER PÅ DANSKE STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 12



Anm.: Ugentlige data. Den korte rente er den 1-årige rente baseret på rentetilpasningsobligationer. Den lange rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Seneste observation er uge 48.

Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

pct., jf. figur 12. I begyndelsen af december 2012 var renten på danske statspapirer negativ for løbetider op til 3,5 år.

I begyndelsen af september 2012 blev der udstedt en ny dansk 10-årig statsobligation med samme løbetid som den inflationsindekserede statsobligation, der blev udstedt i maj 2012. Der var udestående på knap 10 mia. kr. i den inflationsindekserede statsobligation i begyndelsen af december 2012. Ud fra renterne på de to obligationer er det muligt at beregne en implicit markedsbaseret inflationsforventning. Den har fulgt den tilsvarende tyske og var i begyndelsen af december 2012 1,7 pct., jf. boks 3.

Renten på korte og lange realkreditobligationer lå i begyndelsen af december 2012 på henholdsvis 0,2 og 3,4 pct., hvilket er omtrent samme niveau som i midten af september 2012, jf. figur 12. Realkreditinstitutterne har i perioden juli-september 2012 øget deres bidragsatser på udlån til både private og erhverv svagt. Institutterne har annonceret, at bidragsatserne særligt øges på rentetilpasningslån, lån med afdragsfrihed og lån med høj belåningsgrad.

I november og december gennemførte realkreditinstitutterne refinansieringsauktioner for obligationer bag rentetilpasningslån. Institutterne forventede på forhånd, at det samlede refinansieringsbehov var 420 mia. kr. Det var omkring 70 mia. kr. lavere end på auktionen i 2011. Det afspejler bl.a., at der i forhold til sidste år er sket et skifte fra de helt kor-

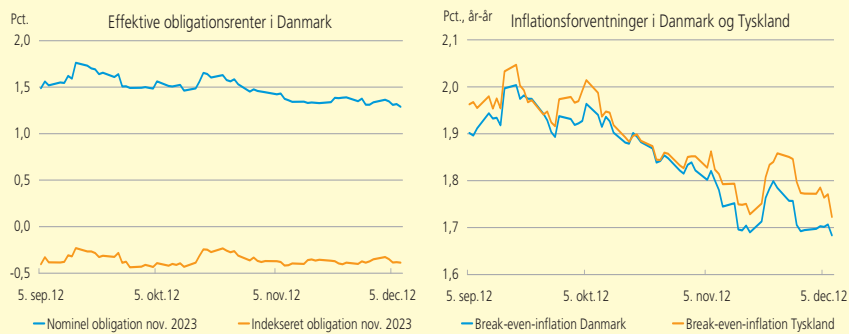
MARKEDSFORVENTNINGER TIL INFLATIONEN I DANMARK

Boks 3

Den danske stat udstedte i maj 2012 en 10-årig inflationsindekseret statsobligation med udløb i november 2023. Kuponrenten på den inflationsindekserede statsobligation udtrykt i procent er fast, mens hovedstolen løbende opskrives med udviklingen i forbrugerpriserne, CPI. Rentebetalinger og afdrag baserer sig på den opskrevne hovedstol. Den indekserede obligation giver mulighed for at beregne en markedsbaseret indikator for forventningen til den gennemsnitlige inflation i Danmark over obligationens løbetid, den såkaldte break-even-inflation. Break-even-inflationen er det inflationsniveau, som ligestiller afkastet på den indekserede statsobligation og en tilsvarende nominel statsobligation. Break-even-inflationen kan beregnes ved at trække den effektive rente på den indekserede statsobligation fra den effektive rente på en nominel statsobligation med samme løbetid. Åbningen af en ny dansk nominel statsobligation i september 2012 med nøjagtig samme løbetid som den indekserede obligation gør det muligt at beregne break-even inflationen i Danmark direkte fra renterne på de to obligationer.

STATSOBLIGATIONSRENTER OG INFLATIONSFORVENTNINGER

Figur 13



Anm.: Seneste observation er 7. december 2012.

Kilde: Bloomberg.

Den effektive rente på henholdsvis den indekserede statsobligation og den nominelle statsobligation har siden september udviklet sig parallelt, jf. figur 13 (venstre). Break-even-inflationen i Danmark har ligget i underkanten af 2 pct., men er dog aftaget lidt over perioden, jf. figur 13 (højre). Markedet forventer dermed en gennemsnitlig årlig inflation i Danmark under 2 pct. frem mod 2023.

Der er imidlertid en række metodiske problemer forbundet med at fortolke den beregnede break-even-inflation alene som forventninger til inflationen i Danmark. For det første indeholder rentespændet mellem den nominelle og den indekserede statsobligation en inflationsrisikopræmie. Inflationsrisikopræmien er det merafkast, som markedsdeltagerne kræver for at være eksponeret over for udsvingene i købekraften af betalingerne fra den nominelle obligation, og medfører, at break-even-inflationen afviger fra inflationsforventningen. For det andet kan rentespændet indeholde en likviditetspræmie som følge af lavere likviditet i den indekserede statsobligation end i den nominelle statsobligation. En sådan likviditetspræmie medfører, at break-even-inflationen er lavere end inflationsforventningen. For det tredje er rentespændet følsomt over for midlertidige prisforvridninger mellem den nominelle og den indekserede statsobligation. Uroen i euroområdet kan have skabt en overnormal efterspørgsel efter den nominelle danske statsobligation, hvilket reducerer renten på denne obligation. Dette er en mulig forklaring på, hvorfor break-even-inflationen i Danmark ligger markant lavere end i Tyskland, jf. figur 13 (højre).

te rentetilpasningsobligationer til de 3- og 5-årige samt fastforrentede lån for omkring 40-50 mia. kr. Desuden er institutterne fortsat med at sprede auktionerne ud over året. Spredningen af auktionstidspunktet er med til at mindske refinansieringspresset op til årsskiftet. Renten på de 1-årige lån blev i gennemsnit 0,26 pct.

Pengeinstitutternes rente på udestående udlån til både husholdninger og erhverv er faldet fra maj til oktober 2012. Faldet i udlånsrenterne til husholdningerne er hovedsageligt sket på udlån til boligformål. Pengeinstitutternes rentesatser er differentierede på tværs af kunder bl.a. på baggrund af kundernes sikkerhedsstillelse. Det ses bl.a. på de gennemsnitlige renter på små og store nyudlån til erhverv, der i slutningen af oktober 2012 var på henholdsvis 1,3 og 5,5 pct. Forskellen i renteniveauet skal ses i lyset af virksomhedernes størrelse og sikkerhedsstillelse samt administrationsomkostninger ved lånet. Herudover har små virksomheder generelt en større konkursrisiko end større virksomheder. Renterne på udlån med relativt god sikkerhed har fulgt pengemarkedsrenterne tættere end renterne på udlån med ringere sikkerhed. Pengeinstitutternes rente på indlån faldt ligeledes, men ikke i lige så høj grad som udlånsrenterne. Det skyldes, at pengeinstitutterne ikke har haft mulighed for at reducere indlånsrenterne yderligere, da renterne på de fleste almindelige indlån på anfordringsvilkår allerede var nul eller tæt herpå. Samlet betyder det, at rentemarginalerne er faldet de seneste måneder, jf. artiklen "Pengeinstitutternes renter" i denne Kvartalsoversigt.

Union Bank of Switzerland, UBS, udtrådte ultimo november 2012 som stiller af den danske T/N-rente, der er en usikret dag til dag rente for pengemarkedsudlån, der løber fra 1. til 2. bankdag efter indgåelsesdagen. Herefter stilles T/N-renten af 8 danske og udenlandske pengeinstitutter.

Penge- og realkreditinstitutterne havde i forbindelse med Bankpakke 2 mulighed for at udstede lån med individuel statsgaranti med løbetider på op til tre år. Den udestående gæld med statsgaranti forfalder mellem 2011 og 2013. Ved udgangen af oktober 2012 udgjorde gælden 74 mia. kr., hvilket er 120 mia. kr. mindre end den oprindelige udestående gæld ultimo 2010. Institutterne har indfriet gælden som planlagt og har i nogle tilfælde været forud med indfrielse.

Erhvervs- og vækstministeren fremsatte i november 2012 et lovforslag om etableringen af et systemisk risikoråd. Ifølge forslaget har rådet til opgave at forebygge og reducere systemiske finansielle risici. Rådet skal overvåge og identificere finansielle risici i Danmark samt udtale sig gennem observationer, advarsler og henstillinger. Advarsler og henstillinger vil som udgangspunkt kunne rettes mod Finanstilsynet og – hvis det vedrører lovgivning – til regeringen. Hvis en henstilling ikke følges, vil

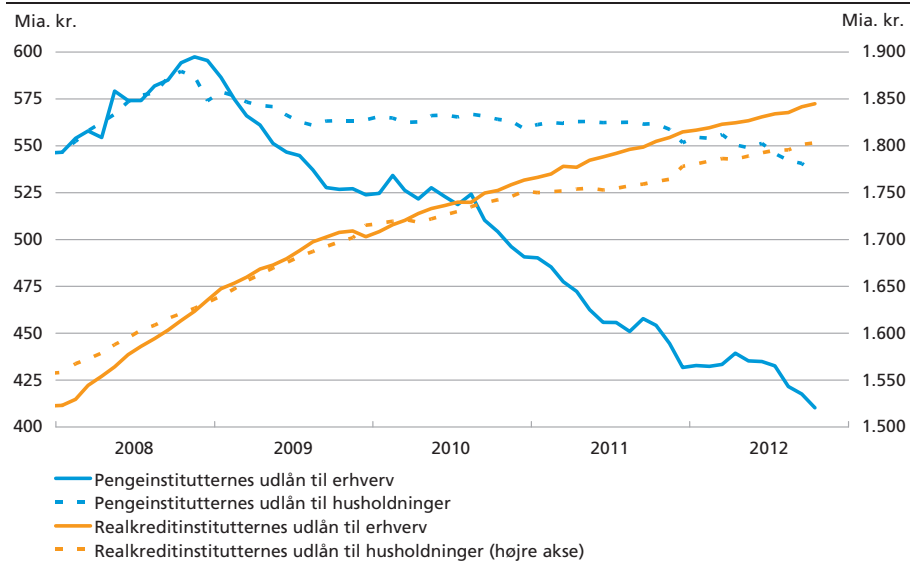
modtageren være forpligtet til at afgive en begrundelse herfor. Rådet vil bestå af én repræsentant fra henholdsvis Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet og Økonomi- og Indenrigsministeriet, to fra Finanstilsynet, to fra Nationalbanken og tre uafhængige eksperter. Det foreslås i lovforslaget, at Nationalbanken varetager formandskabet og sekretariatsbetjeningen. Finanstilsynet, Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet og Økonomi- og Indenrigsministeriet deltager i sekretariatet.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån

Det samlede sæsonkorrigerede udlån fra penge- og realkreditinstitutterne har været nogenlunde konstant siden begyndelsen af 2010. Pengeinstitutternes udlån til erhverv er faldet med omkring 22 mia. kr. fra ultimo juli til 410 mia. kr. ultimo oktober 2012, jf. figur 14. Det skyldes bl.a., at erhvervsudlån for knap 10 mia. kr. fra FIH Erhvervsbank er overgået til Finansiell Stabilitet. Da sidstnævnte ikke har banklicens og dermed ikke indgår i Nationalbankens statistik over udlån, bidrager det væsentligt til faldet i det samlede udlån. Erhvervsudlånet hos realkreditinstitutterne er i samme periode steget godt 5 mia. kr. til 572 mia. kr. Det samlede udlån til husholdninger har praktisk talt været uændret i perioden og lå ultimo oktober 2012 på 2.339 mia. kr., jf. figur 14. Det

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES SÆSONKORRIGEREDE UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 14



Anm.: Sæsonkorrigeret data. Udestående fra penge- og realkreditinstitutter beliggende i Danmark. Seneste observation er fra oktober 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

dækkede dog over en mindre forskydning af udlån fra pengeinstitutterne til realkreditinstitutterne, hvilket har været en generel tendens i de seneste år.

Faldet i erhvervsudlånet hos kreditinstitutterne skal også ses i lyset af, at større danske erhvervsvirksomheder i højere grad er begyndt at udstede obligationer, når de skal hente kapital. Siden begyndelsen af 2010 har de netto udstedt for nominelt 42 mia. kr. Den samlede cirkulerende mængde af erhvervsobligationer har været jævnt stigende og var ultimo oktober 2012 på 167 mia. kr. Dermed svarer de til omkring 40 pct. af pengeinstitutternes udlån til erhverv, men er fortsat begrænset i forhold til det samlede erhvervsudlån fra penge- og realkreditinstitutter på 983 mia. kr. Det skønnes, at den gennemsnitlige effektive rente på udestående erhvervsobligationer var i omegnen af 3-4 pct. ved udgangen af oktober 2012.

Penge- og realkreditinstitutterne angav i Nationalbankens udlånsundersøgelse i 3. kvartal 2012, at de havde strammet deres kreditstandarder og forhøjet priserne på udlån til husholdninger. Priserne på udlån til erhverv blev også angivet som forøget. Stramningen i kreditpolitikken skyldtes ifølge kreditinstitutterne hovedsageligt øgede finansieringsomkostninger. For 4. kvartal angav kreditinstitutterne ikke væsentlige ændringer i kreditpolitikken.

I regi af Erhvervs- og Vækstministeriet har der været nedsat et udvalg om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder med en bred vifte af medlemmer fra bl.a. den finansielle sektor, brancheorganisationer, ministerier og Nationalbanken. Udvalget aflagde rapport til erhvervs- og vækstministeren den 22. november 2012. I rapporten kom udvalget med en række anbefalinger. Én anbefaling går på at indføre et lovgrundlag, der muliggør etableringen af et trustee-system i Danmark, som det fx kendes fra Norge.¹ Systemet medvirker til at lette processen i forbindelse med udstedelse af erhvervsobligationer og indebærer, at trustee'en træder ind som repræsentant for ejerne i tilfælde af misligholdelse af lånet. En anden anbefaling går på at åbne for, at pengeinstitutterne kan udstede obligationer eller andre værdipapirer med sikkerhed i en nærmere angiven pulje af lån til små og mellemstore virksomheder; såkaldt sekuritisering.

Nationalbanken støtter arbejdet med at forbedre rammebetingelserne for erhvervenes finansiering. Det er dog vigtigt, at nye finansieringsmuligheder bygger på markedsmæssige vilkår, hvor statsgaranti eller -støtte ikke indgår. Et produkt med statsgaranti er fundamentalt anderledes end et produkt uden statsgaranti, og dermed vil produktet ikke

¹ En trustee-funktion fungerer som et mellemlid mellem obligationsudsteder og investor.

være en igangsætter. Statsgaranti vil ikke fjerne de reelle barrierer, men kan fjerne incitament for markedsbaserede løsninger. Desuden vil statsgaranti til erhvervsobligationer medføre, at formidlere og investorer mister incitament til at kreditvurdere lånene, fordi de på grund af garantien ikke bærer nogen risiko. Et marked opbygget ved hjælp af statsgaranti vil være konkurrenceforvridende, og det vil give staten potentielt store forpligtelser (contingent liabilities). Erfaringen viser endvidere, at det kan være svært for staten at trække sig ud igen.

Et flertal i Folketinget indgik i slutningen af november 2012 en aftale om en række nye finansieringsmuligheder i Vækstfonden og Eksport Kredit Fonden af hensyn til små og mellemstore virksomheder. Aftalen betyder bl.a., at Vækstfondens ramme for at tilbyde efterstillede lån og vækstgarantier øges, og at Eksport Kredit Fonden vil tilbyde garantier for investeringslån til eksportvirksomheders produktionsfaciliteter i Danmark. I aftalen vurderes det, at initiativerne vil danne basis for et øget udlån på 12 mia. kr. over de næste tre år.

DANSK ØKONOMI

Aktiviteten steg 0,1 pct. i 3. kvartal efter en tilbagegang på 0,7 pct. i det foregående kvartal, jf. tabel 3. Den svage fremgang var drevet af øgede erhvervsinvesteringer og offentligt forbrug, mens det private forbrug

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER

Tabel 3

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2011	2012	2013	2014	2012		
					1. kv.	2. kv.	3. kv.
BNP	1,1	-0,4	1,3	1,8	0,1	-0,7	0,1
Privat forbrug	-0,5	1,0	1,2	1,8	0,2	0,2	-0,1
Offentligt forbrug	-1,5	0,1	1,2	0,8	0,3	0,5	0,2
Boliginvesteringer	14,6	-9,2	1,7	3,7	-8,5	-4,0	-0,8
Offentlige investeringer	4,2	4,0	-6,9	-1,0	-5,8	7,6	-1,8
Erhvervsinvesteringer	-1,8	6,6	4,6	3,1	6,0	-3,9	4,3
Lagerinvesteringer ¹	0,5	-0,7	0,0	0,2	0,6	-1,3	0,3
Eksport	6,5	1,9	2,7	3,6	0,1	2,4	-0,8
Industrieksport	7,7	2,3	3,8	5,1	1,7	2,1	1,7
Import	5,6	3,2	2,9	3,8	1,8	0,9	0,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.767	2.753	2.742	2.753	2.760	2.754	2.752
Ledighed, brutto, 1.000 personer	162	165	171	165	161	162	165
Ledighed, netto, 1.000 personer	109	121	136	134	110	117	124
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,7	5,5	4,8	4,8	4,3	7,8	5,2
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,0	-3,9	-2,8	-2,8	-1,6	-6,4	-4,6
Kontantpriser, pct. år-år	-2,8	-3,8	2,0	3,8	-5,5	-5,8	-3,2
Forbrugerpriser, pct. år-år	2,7	2,4	1,7	1,8	2,7	2,2	2,4
Timeløn, pct. år-år	2,3	1,8	2,0	2,3	2,1	2,0	1,6

¹ Bidrag til BNP-vækst.

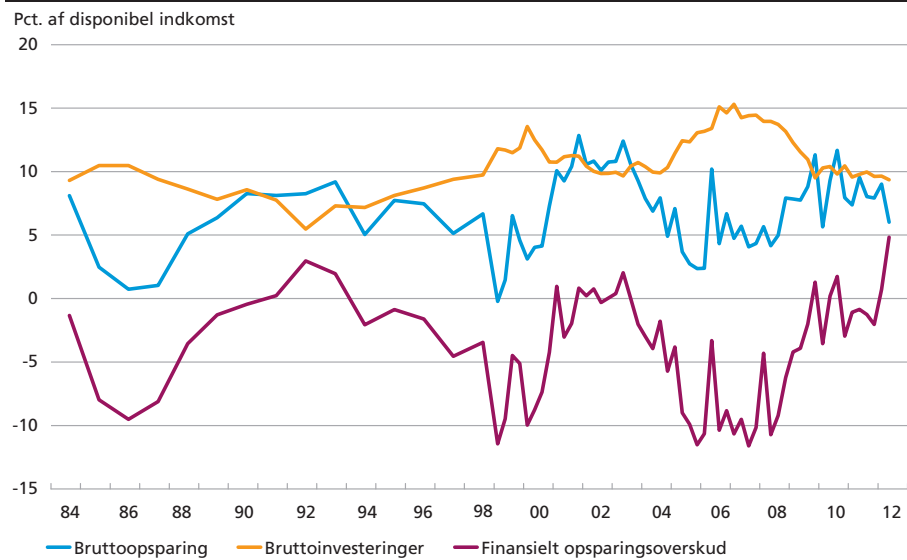
trak ned. Desuden faldt eksporten efter en markant stigning i 2. kvartal, mens importvæksten var positiv, men noget lavere end i kvartalerne forud.

Det private forbrug faldt marginalt efter en beskedne fremgang i årets første to kvartaler. Det skal ses i lyset af den svage udvikling i de disponible indkomster og stort set uændret formue. Det lille fald i forbruget var drevet af fortsat fald i detailomsætningen, hvorimod der var en mærkbar stigning i bilkøbet. Ud over faldet i forbruget er husholdningernes investeringer, som altovervejende består af boliginvesteringer, mindsket de seneste par kvartaler.

Set i forhold til husholdningernes disponible indkomst er hverken forbruget eller investeringerne dog særligt lave, men ligger begge lidt under deres gennemsnit for de seneste knap 30 år. De tilbagebetalte efterlønsbidrag har kun haft en begrænset effekt på det private forbrug. De har i stedet betydet et markant løft i husholdningernes finansielle opsparringsoverskud i 2. kvartal, jf. figur 15. Det finansielle opsparringsoverskud har siden 2009 ligget lidt over sit langsigtede gennemsnit, og billedet er dermed fortsat, at husholdningerne konsoliderer sig. Det skal ses i lyset af, at gælden er høj, og at de fornyede fald i boligpriserne har øget belåningsgraden i ejerboligerne.

HUSHOLDNINGERNES OPSPARING OG INVESTERINGER

Figur 15



Anm.: Årlige observationer indtil 1998, derefter sæsonkorrigerede kvartalsvise observationer. Bruttoopsparing er disponibel indkomst fratrukket forbrug. Finansielt opsparringsoverskud er bruttoopsparing fratrukket bruttoinvesteringer og korrigeret for kapitaloverførsler, herunder udbetaling af efterlønsbidrag i 2. kvartal 2012. Seneste observation er 2. kvartal 2012.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Husholdningernes disponible indkomst er for tiden understøttet af de meget lave renter. Det høje gældsniveau i forhold til den disponible indkomst giver imidlertid en betydelig rentefølsomhed og har tilskyndet til øget forsigtighed. I forbindelse med realkreditauktionerne i december har husholdningerne bevæget sig over mod lån med længere rentebinding. Til en vis grad dæmper det usikkerheden vedrørende fremtidige renteutgifter.

Den beherskede udvikling i lønindkomsterne ventes at fortsætte de kommende år. På den baggrund skønnes en moderat stigning i forbruget på 1,2 pct. i 2013 og 1,8 pct. i 2014. Det understøttes også af, at forbrugertilliden i de seneste måneder har ligget omkring et neutralt niveau. Indikatoren trækkes op af, at et flertal af husholdningerne forventer fremgang i løbet af det næste år, særligt for deres egen økonomi, men også for landets økonomi, mens vurderingen af den aktuelle økonomiske situation i forhold til for et år siden trækker ned.

De samlede erhvervsinvesteringer steg i 3. kvartal 4,3 pct. efter et fald på knap 4 pct. i 2. kvartal og en stigning på 6 pct. i 1. kvartal. Når der tages højde for de store kvartalsvise udsving, har erhvervsinvesteringerne ligget på omtrent samme niveau siden midten af 2009. Bygge- og anlægsinvesteringerne fortsatte med at falde og var meget lave, også set i et længere tidsperspektiv. Omvendt skete der for investeringerne i maskiner, transportmidler og software mv. et løft i forhold til 2. kvartal. Næste år ventes en vis fremgang i materielinvesteringerne. Det sker bl.a. med afsæt i, at kapitalapparatets størrelse i forhold til produktionen er lavt og ligger under det langsigtede gennemsnit. Investeringskvoten, der måler materielinvesteringerne i forhold til bruttoværditilvæksten, kommer dermed i 2013 omtrent op på sit gennemsnitlige niveau.

Husholdningernes og virksomhedernes finansielle opsparingsoverskud under ét har været særdeles højt siden 2009. I år ventes det at blive omkring 9,5 pct. af BNP, hvilket er det højeste niveau i perioden, hvor der er data, dvs. siden 1971. Opsparingsoverskuddet varierer normalt med konjunkturerne, men sammenlignet med andre lande har stigningen i de seneste år været større, end konjunkturerne normalt vil tilsige, jf. artiklen "Virksomhedernes opsparing og investeringer" i denne Kvartalsoversigt. En del af de meget store opsparingsoverskud kan henføres til, at den finansielle sektors opsparing ligger på et højt niveau. Det skal ses i lyset af behovet for og kravet om øget solvens i banksektoren. Der er også et betydeligt bidrag fra de ikke-finansielle selskaber. Uanset løftet i investeringerne er der ikke udsigt til, at virksomhedernes store opsparingsoverskud reduceres markant de kommende år.

Eksporten faldt i 3. kvartal. Det afspejler, at der var en midlertidig nedgang i eksporten af brændsel på grund af vedligeholdelse på et pro-

duktionsfelt i Nordsøen. I de tre første kvartaler i 2012 har dansk industri øget sin markedsandel i mængder. Det skal ses i lyset af danske lønstigninger i underkanten af udlandets, og at dansk industrieksport generelt er mindre konjunkturfølsom end andre landes. I prognoseperioden falder markedsandelen svagt. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at aftage lidt de kommende år, da den indenlandske efterspørgsel i Danmark skønnes at indhente noget af det efterslæb, der er opstået i forhold til udlandets efter de senere års svage udvikling herhjemme.

Nedgangen i BNP skønnes at blive 0,4 pct. i år for derefter at vende til en positiv vækst på 1,3 pct. i 2013 og 1,8 pct. i 2014. Væksten de næste to år skyldes primært højere bidrag fra det private forbrug samt investeringerne. Den forventede fremgang i BNP i 2013 og 2014 er stærkere end udviklingen i den potentielle produktion. Det bidrager til en gradvis indsnævring af produktionsgabets. I takt med fremgang i konjunkturerne ventes en gradvis bedring på arbejdsmarkedet i løbet af 2. halvår 2013.

I fremskrivningen udgør den sydeuropæiske statsgældskrise en væsentlig, negativ risiko. Den har direkte betydning for eksporten, men kan også indirekte påvirke den indenlandske efterspørgsel som resultat af svækket tillid i husholdningerne og erhvervene. En anden usikkerhedsfaktor knytter sig til den private sektors konsolidering. Hvis tilliden hurtigt vender tilbage, kan fremgangen i investeringerne og det private forbrug komme hurtigere og stærkere end lagt til grund i prognosen.

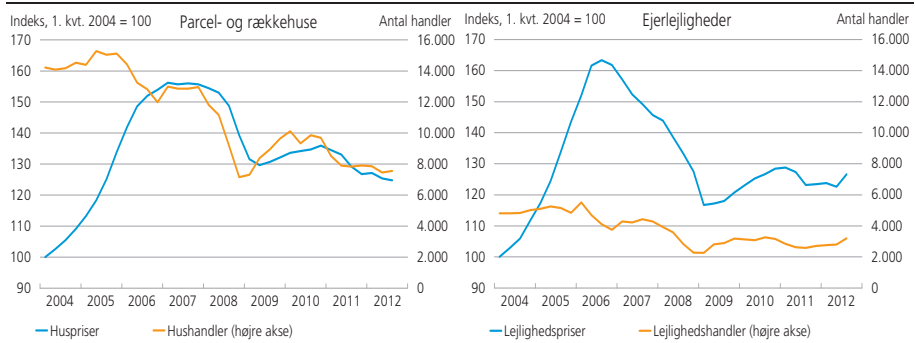
Boligmarked

Der er tegn på, at priserne på boligmarkedet er stabiliseret. Stabiliseringen er sket efter, at boligmarkedet blev svækket igennem 2011 og bragte priserne ned på samme niveau som i 2005. Huspriserne har ligget stort set fladt det seneste halve år. I september var der dog et fald, hvilket skal ses i lyset af, at det seneste månedstal, der baserer sig på ca. 70 pct. af alle handler, normalt efterfølgende er blevet oprevideret. Priserne på ejerlejligheder er de seneste måneder begyndt at stige, jf. figur 16. Det skal ses sammen med, at både de korte og lange renter er meget lave, hvilket holder hånden under markedet. Med de nuværende lave renter vurderes boligpriserne at være under ligevægtsniveauet. På den baggrund er det skønnet, at boligpriserne stiger moderat i 2013 og 2014.

Det udbudte antal boliger til salg er faldet i løbet af 2012. Fra slutningen af 2011 til oktober 2012 er udbuddet af huse efter sæsonkorrektion reduceret med 10 pct. til 41.200. For lejligheder er det mindsket med over en fjerdedel til 7.200. Det faldende boligudbud skyldes primært, at der trækkes boliger tilbage fra markedet, da antallet af handler ikke er

PRISER OG ANTAL HANDLER FOR HUSE OG EJERLEJLIGHEDER

Figur 16



Anm.: Sæsonkorrigerede observationer. Seneste observation er 3. kvartal 2012, hvor månedstallene for juli til september fra Danmarks Statistik er anvendt, mens de øvrige observationer stammer fra den kvartalsvise statistik. Antallet af tinglyste salg opjusteres bagud, efterhånden som handlerne tinglyses, hvilket tidsmæssigt sker, når boligen overtages. Antallet af handler for 3. kvartal må således forventes revideret op.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

steget. Ifølge Danmarks Statistik blev der i september i år tinglyst salg af 2.500 huse og 1.000 lejligheder. For begge er det væsentligt under det historiske gennemsnit. Månedstallene kan ikke opdeles geografisk, men ifølge de kvartalsvise tal har salget af ejerlejligheder i hovedstadsregionen været stigende i 1. halvår 2012. Samtidig er udbuddet af lejligheder i hovedstadsområdet faldet relativt mere end i resten af landet. Det københavnske ejerlejlighedsmarked er interessant, da det i tidligere omsving har været det første til at reagere.

Selv om boligudbuddet er faldet på landsplan, har det ikke haft effekt på liggetiderne. De er fortsat høje med godt ti måneder for parcel- og rækkehuse og syv måneder for ejerlejligheder. Der er stor geografisk spredning på liggetiderne, som er lavest i hovedstaden.

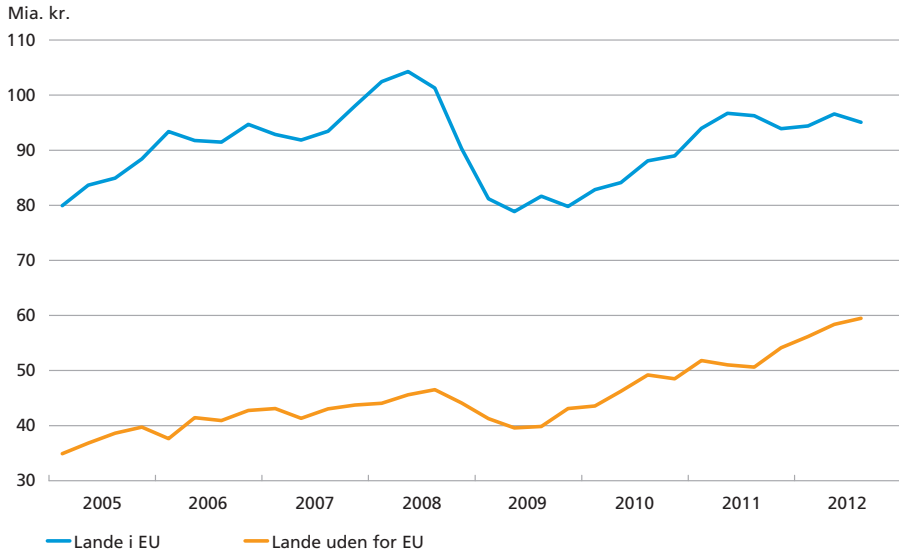
Udenrigshandel og betalingsbalance

Eksporten i mængder faldt i 3. kvartal 0,8 pct. efter sæsonkorrektur. Det dækker over en stor reduktion i eksporten af energi på grund af mindre produktion i Nordsøen som følge af vedligeholdelse på et stort produktionsfelt. Nedgangen var midlertidig, og i oktober var olie- og gasproduktionen igen på sit normale niveau. Den lavere værdi af energiekseporten blev til dels modsvaret af en fremgang i eksportværdien af kemikalier og kemiske produkter samt landbrugsvarer. Importen i mængder steg i 3. kvartal med 0,3 pct. Der var øget import af færdigvarer til forbrug, mens der var lavere import til erhverv. Overskuddet på handelsbalancen ekskl. skibe og fly blev dermed 22 mia. kr. sæsonkorrigeret i 3. kvartal. Det er omtrent samme niveau som siden midten af 2009.

Den svage udvikling i den internationale økonomi har siden 2011 dæmpet eksportvæksten, som er blevet trukket ned af en stort set flad

DANSK EKSPORT AF VARER EKSKL. SKIBE OG FLY

Figur 17



Anm.: Kvartalsvise, sæsonkorrigerede observationer.
Kilde: Danmarks Statistik.

udvikling i værdien af eksporten til lande i EU, jf. figur 17. Til gengæld har lande uden for EU, specielt USA og Kina, aftaget flere danske varer. Det afspejler højere vækst i de lande og ikke stigende markedsandel for de danske eksportvirksomheder.

I prognoseperioden falder dansk industris markedsandel svagt. Sammen med en forventning om, at væksten på eksportmarkederne efterhånden vil løfte sig fra et lavt niveau, bevirker det, at eksporten i mængder skønnes at vokse med 1,9 pct. i år stigende til 3,6 pct. i 2014.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster udviste i de 12 måneder frem til og med september 2012 et overskud på 103,9 mia. kr., svarende til 5,8 pct. af BNP. Det er 1,4 mia. kr. mindre end i den foregående 12-måneders periode og dækker over større overskud på løn- og formueindkomst, mens overskuddet på handel med varer, og i noget mindre grad også tjenester, er mindre. Desuden var der et større underskud på de løbende overførsler, som bl.a. inkluderer ulandshjælp og nettobidrag til EU.

De offentlige finanser

Det reale offentlige forbrug skønnes at vokse med 0,1 pct. i år, hvilket er noget lavere end budgetteret for 2012. Også sidste år blev forbrugsvæksten væsentligt mindre end planlagt. At det offentlige forbrug begge år

er blevet lavere, end der var lagt op til, skal ses på baggrund af de effektive sanktionsmekanismer, der er indført over for kommunernes budgetoverskridelser. Desuden har kommunerne skærpet økonomistyringen og skal bl.a. lave et halvårsregnskab, som skal godkendes af kommunalbestyrelsen i september. Dermed har kommunerne allerede inden for samme år kunnet følge op på budgetafvigelse. I 2013 og 2014 antages det offentlige forbrug at stige henholdsvis 1,2 og 0,8 pct.

Parallelt med den svage udvikling i det offentlige forbrug har de offentlige investeringer i de første tre kvartaler af 2012 også været lavere end planlagt. Det tyder ikke på, at den planlagte stigning i år realiseres, også selv om det er muligt, at noget af det tabte indhentes i 4. kvartal. Et stigende investeringsomfang i slutningen af 2012 kan gøre det vanskeligt at bremse udviklingen i 2013.

Underskuddet på den offentlige saldo skønnes i år at blive 71 mia. kr., svarende til 3,9 pct. af BNP. Heraf kan knap 29 mia. kr. henføres til engangsudbetalingen af efterlønsbidrag. Indtægterne fra pensionsafkastskatten skønnes i år – ligesom i de seneste to år – at ligge væsentligt over normalniveauet. Der er dog betydelig usikkerhed forbundet med denne post. At det er særligt vanskeligt at forudsige indtægterne fra pensionsafkastskatten, skyldes, at skatten opgøres ud fra et lagerprincip, således at der betales skat af både realiserede og urealiserede kapitalgevinster i løbet af kalenderåret. Skatten er dermed bestemt af udviklingen på de finansielle markeder, herunder specielt renteutviklingen.

Skatteaftalen, som blev vedtaget i september 2012, giver mulighed for i 2013 at opnå en afgiftsbesparelse ved at betale afgiften på eksisterende kapitalpensioner nu frem for ved udbetalingen af pensionen. Ifølge regeringen vil fremrykningen give et ekstraordinært provenu på godt 5 mia. kr., hvilket også beregningsteknisk er lagt til grund i denne prognose. Dermed ventes underskuddet på den offentlige saldo at udgøre 2,8 pct. af BNP i 2013. Provenuet kan vise sig at blive markant større og underskuddet dermed mindre.

Den strukturelle saldo, dvs. saldoen rensset for effekten af konjunkturer og midlertidige forhold, vil ifølge regeringen komme i balance i 2013. Dermed er der udsigt til, at Danmark netop lever op til kravet i EU-henstillingen om at forbedre den strukturelle saldo med 1,5 pct. af BNP i perioden 2010-13.

Arbejdsmarked og kapacitet

Beskæftigelsen faldt sæsonkorrigeret med 0,1 pct. fra 2. til 3. kvartal. Dermed fortsatte de seneste par års svagt faldende tendens. Beskæftigelsen reduceredes i den private sektor med 1.100 personer og i den offentlige sektor med 1.400. Faldet i sidstnævnte er en af årsagerne til

den relativt lave offentlige forbrugsvækst i 3. kvartal 2012. I prognosen ventes i løbet af næste år en stigning i den samlede beskæftigelse.

Bruttoledigheden, der er summen af nettoledigheden og antal aktive-rede, har ligget stort set fladt det seneste to et halvt år, men er dog steget svagt de seneste måneder til 165.500 personer i oktober efter sæsonkorrektion. Det er samme niveau som i slutningen af 2005, før overophedningen i dansk økonomi. Nye regler har siden begyndelsen af året bevirket, at færre ledige aktiveres. Det er medvirkende til, at nettoledigheden er steget med næsten 18.000 personer i de første ti måneder af 2012.

Ledighedsprocenterne på tværs af aldersgrupper har nærmet sig hinanden de seneste måneder. I aldersgrupperne under 40 år er ledighedsprocenterne faldet eller har været stabile, mens de er steget i grupperne over 40 år. Det er dog fortsat i de ældre aldersgrupper, at der er den laveste ledighed. Ledigheden for 60-64-årige var i oktober 4 pct., hvilket bl.a. skal ses sammen med muligheden for at gå på efterløn. For de 25-29-årige var ledigheden 10,1 pct. i oktober.

I vurderingen af kapacitetspresset i økonomien anvendes ofte et mål for produktionsgab. Det angiver, hvor meget den faktiske produktion afviger fra den potentielle produktion, som betegner det produktionsniveau, økonomien kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres. Produktionsgabets skønnes til omkring -2,5 pct. af potentielt BNP i 4. kvartal 2012. Det negative gab kan bl.a. henføres til, at produktiviteten er estimeret til at ligge under sit strukturelle niveau. Desuden steg ledigheden i forbindelse med tilbageslaget og er gået fra at have været markant under sit strukturelle niveau, hvor det bidrog til et inflationært pres, til i 4. kvartal at ligge 20-25.000 personer over. Ledighedsgabet er begrænset, også set i forhold til tidligere udsving.

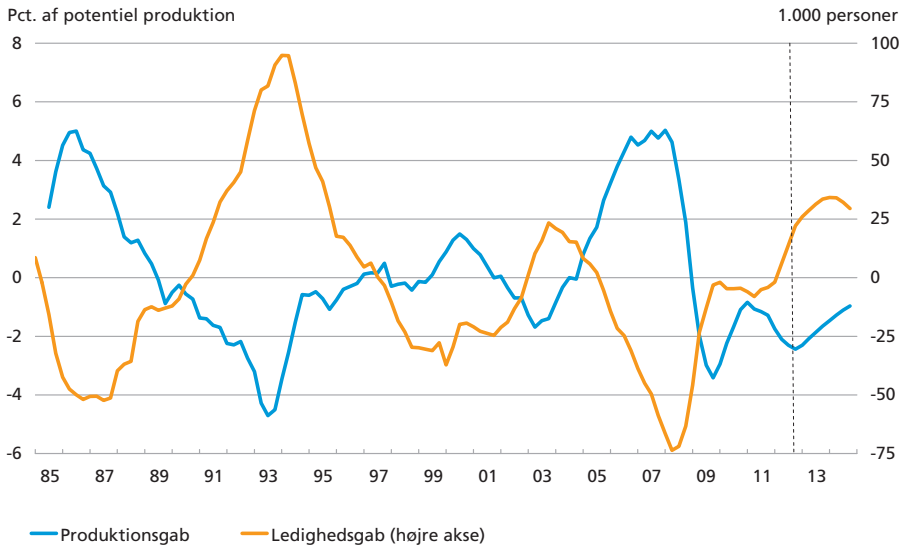
Ledighedsgabet opgjort for nettoledigheden er steget det seneste år efter at have ligget stort set fladt i de foregående par år, jf. figur 18. Profilen for ledighedsgabet afspejler primært, at aktiveringsomfanget af ledige steg kraftigt i årene umiddelbart efter krisen, men faldt tilbage fra et højt niveau i løbet af 2012. Ledighedsgabet er således steget på grund af højere nettoledighed, hvilket skyldes lavere aktiveringsgrad, ikke højere bruttoledighed.

Løn og priser

Den årlige lønstigningstakt i den private sektor har været aftagende siden 2008 og var 1,4 pct. i 3. kvartal 2012. I løbet af 2012 er det specielt ansatte inden for fremstilling og service, der har haft lavere lønstigninger, jf. figur 19. Lønstigningerne inden for byggeri var allerede afdæmpede i 2011.

PRODUKTIONS- OG LEDIGHEDSGAB

Figur 18



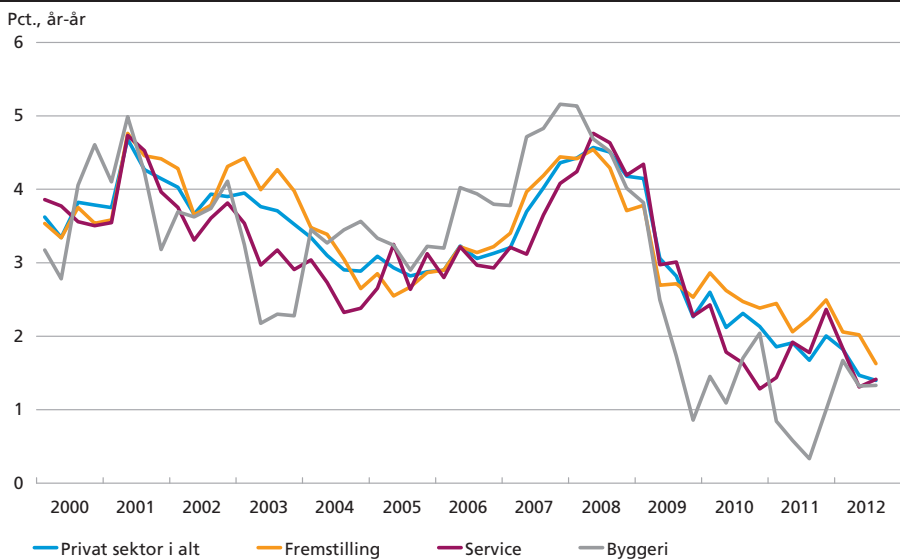
Anm.: Produktionsgabets er vist som 4 kvartalers glidende gennemsnit. Ledighedsgabet er givet ved nettoledigheden og indeholder dermed ikke aktiveringsgabets.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Lønnen steg noget mere i det offentlige i 3. kvartal, hvor der var årsstigninger på 2,0 pct. i staten og 2,5 pct. i kommunerne. Det afspejler i høj grad reguleringsordningen og den gældende overenskomst. Desuden korrigerer lønstatistikken ikke for ændringer i sammensætningen af

STIGNING I TIMELØN I PRIVAT SEKTOR

Figur 19



Kilde: Danmarks Statistik.

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

Anm.: Seneste faktiske tal er oktober 2012.

¹ Vægt i nettoprisindekset, pct.

medarbejderstaben. Som følge af den faldende offentlige beskæftigelse er andelen af ansatte med kort anciennitet, der får en lavere løn end gennemsnittet, antageligt faldet. Der skal forhandles ny overenskomst på det offentlige område, inden den nuværende 2-årige overenskomst udløber 1. april 2013.

I prognosen ventes lønstigningerne at forblive afdæmpede som følge af det lave pres på arbejdsmarkedet. Forårets overenskomster peger også på lave lønstigninger frem til foråret 2014. I år ventes lønnen i industrien at stige med 1,8 pct. og derefter med 2,0 pct. i 2013 og 2,3 pct. i 2014.

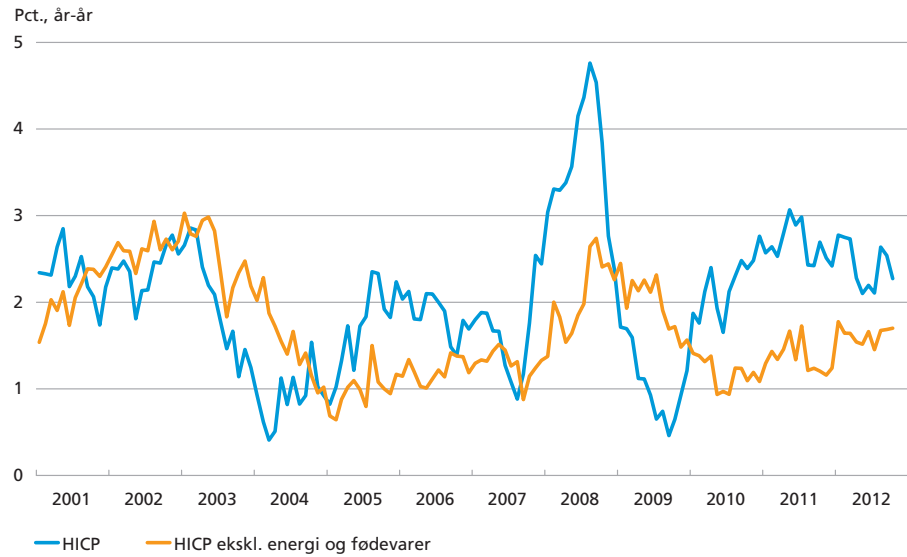
Den årlige stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 2,3 pct. i oktober, jf. tabel 4. Den årlige stigning er faldet de seneste måneder. Nedgangen kan hovedsageligt henføres til lavere priser på brændstof og et fald i stigningstakten for fødevarer. Sidstnævnte skyldes bl.a., at fedtafgiften, der blev indført i oktober 2011, ikke længere påvirker årsstigningstakten. Stigningerne i de danske forbrugerpriser har i den senere tid ligget lige under prisstigningerne i euroområdet. Det var også tilfældet i oktober, hvor årsstigningen i HICP i euroområdet var 2,5 pct.

Kerneinflationen, der ser bort fra prisudviklingen på fødevarer og energi, var i oktober 1,7 pct. ligesom i de to foregående måneder. Set over hele 2012 har kerneinflationen ligget stabilt omkring dette niveau, jf. figur 20.

I finansloven for 2013 er det aftalt, at fedtafgiften fjernes fra nytår, ligesom den planlagte udvidelse af grundlaget for sukkerafgiften annulleres. Afgiftsnedsettelsen vil dog næppe slå fuldt igennem på forbrugerpriserne, i hvert fald på det korte sigt. Sammen med de øvrige af-

PRISUDVIKLING

Figur 20



Anm.: HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.
Kilde: Danmarks Statistik.

giftsændringer, der træder i kraft fra årsskiftet, medfører det, at afgiftsbidraget til HICP-inflationen bliver omtrent neutralt. Det bevirker, at forskellen mellem årsstigningerne i forbrugerpriserne og nettopriserne indsnævres fra 0,5 procentpoint i 2012 til omkring nul i 2013.

Prisindekset for indenlandsk vareforsyning (engrospriserne), der belyser prisudviklingen i første omsætningsled og opgøres uden afgifter, lå i oktober 3,5 pct. over niveauet året før. Årsstigningstakten lå dermed lidt over gennemsnittet siden 2000 og var i høj grad drevet af prisen på energi.

Samlet set er der kun et svagt underliggende inflationspres i den danske økonomi. Forbrugerprisinflationen skønnes i lyset af afgiftsændringerne at mindske fra 2,4 pct. i år til 1,7 pct. næste år og 1,8 pct. i 2014.

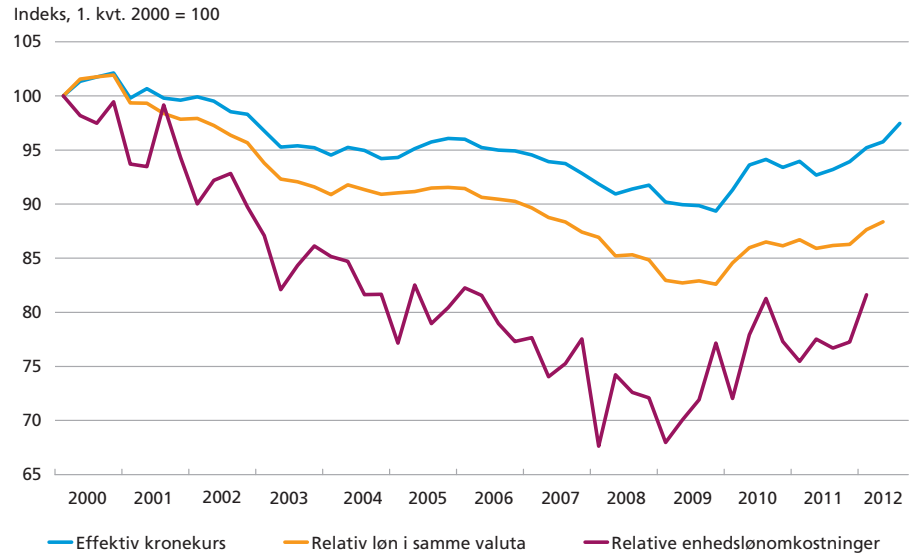
Pres på arbejdsmarkedet og konkurrenceevne

De danske enhedslønomkostninger er siden 2000 steget næsten 20 pct. mere end hos vores udenlandske konkurrenter, når der sammenvejes med handelsvægtene i den effektive kronekurs, jf. figur 21. Den forholdsvis stærke vækst i de danske enhedslønomkostninger skyldes, at de danske lønstigninger har været høje sammenholdt med udlandets samtidig med, at produktivitetsudviklingen herhjemme har været svag.

Siden årtusindskiftet er dansk industris markedsandel faldet. Forværringen af konkurrenceevnen har således haft negativ indvirkning på de danske eksportmuligheder. Den faldende markedsandel kan til dels for-

LØNKONKURRENCEEVNE I INDUSTRIEN

Figur 21



Anm.: Relativ løn og relative lønomkostninger er udlandets i forhold til Danmarks i samme valuta i industrien. Enhedslønomkostninger er lønsum delt med bruttoværditilvæksten i faste priser i industrien. Et fald i indekset angiver, at lønkonkurrenceevnen er svækket.

Kilde: Danmarks Statistik, OECD og Danmarks Nationalbank.

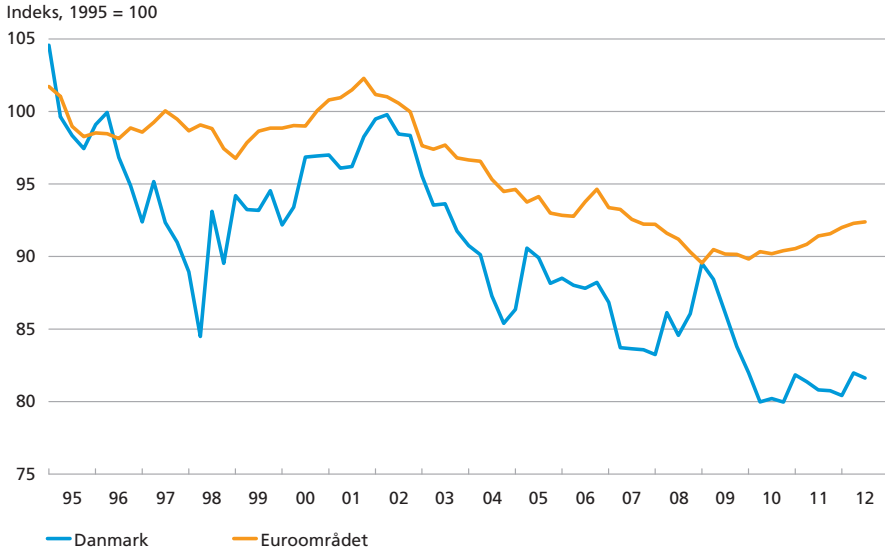
klares med, at de såkaldte vækstlande i især Asien indgår i den internationale arbejdsdeling med stigende vægt. Den samlede verdenshandel er derfor blevet større. Den danske markedsandel er imidlertid faldet mere end for andre sammenlignelige lande, jf. figur 22. Det skal ses i lyset af, at formueindkomsten fra udlandet netto er forbedret markant i perioden, hvor Danmark er gået fra at være skyldner til at være kreditor med betydelige fordringer på udlandet. Det trækker i retning af større indkomster og indenlandsk efterspørgsel, hvilket presser eksporten.

Merlønsstigningen var særligt udtalt under overophedningen af dansk økonomi i årene 2006-08, hvor ledigheden kom langt under sit holdbare niveau. De seneste år har der dog været en konjunkturbetinget forbedring, da det økonomiske tilbageslag har lettet presset på det danske arbejdsmarked og øget den danske ledighed i forhold til euroområdet. Der er en klar sammenhæng mellem de danske merlønsstigninger og forskellen mellem ledighedsniveauerne på det danske og det europæiske arbejdsmarked, jf. figur 23. Stigningen i ledigheden i Danmark i forhold til euroområdet fra 2009 til 2011 har resulteret i en afdæmpning af den danske lønstigningstakt, som er kommet ned under stigningstakten i euroområdet.

Selv om der aktuelt er et lille, men positivt, ledighedsgab, har Danmark i dag et velfungerende arbejdsmarked med stor omsætning og for-

UDVIKLING I MARKEDSANDELE I MÆNGDER

Figur 22

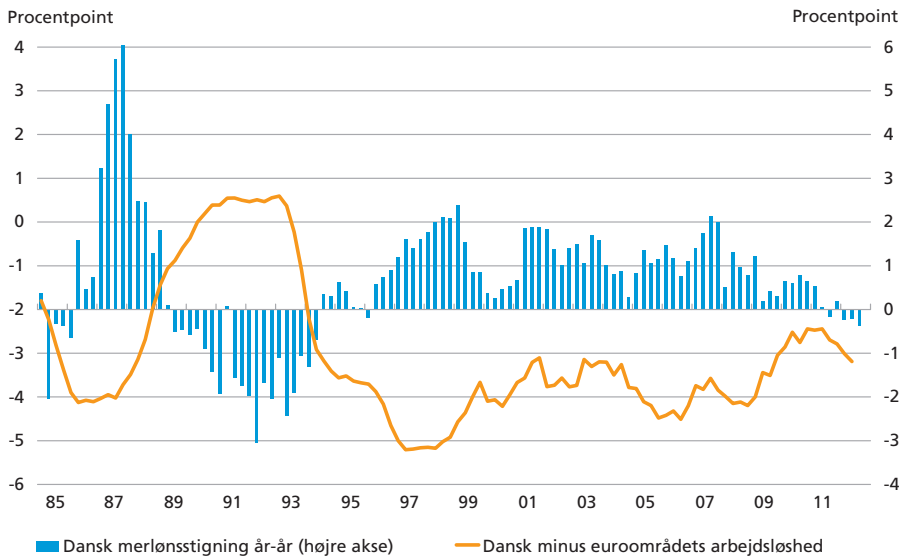


Anm.: Markedsandelene er beregnet som landets eksport af varer og tjenester i forhold til landets eksportmarked for varer og tjenester. Eksportmarkedet fremkommer som et vægtet gennemsnit af modtagerlandenes samlede import. Som vægte anvendes afsenderlandets markedsandel i det pågældende land i 2005.

Kilde: OECD og egne beregninger.

DANSK ARBEJDSLØSHED OG LØNSTIGNINGER I FORHOLD TIL EUROOMRÅDET

Figur 23

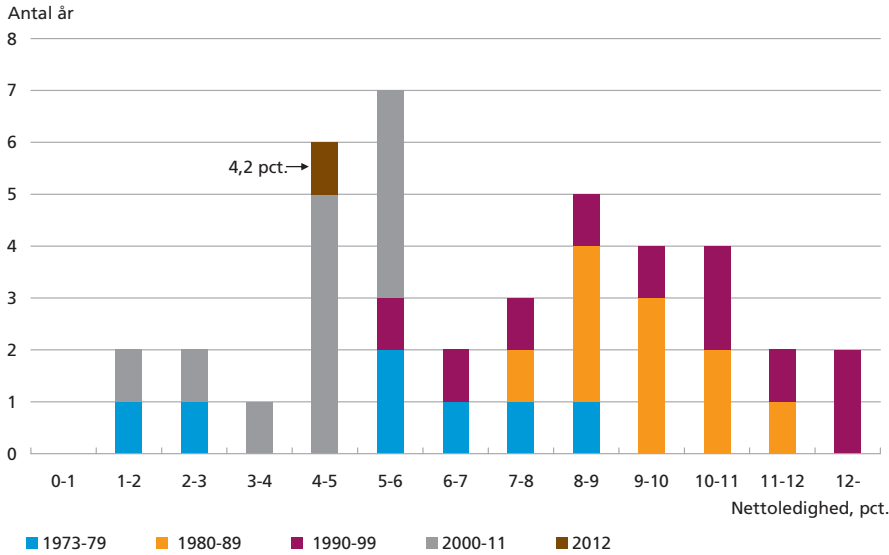


Anm.: Lønstigningerne i euroområdet ekskl. Estland og Slovakiet er beregnet med vægtene fra kronekursindekset. Arbejdsløshedsprocenterne er givet ved ILO-definitionerne.

Kilde: OECD og egne beregninger.

GENNEMSNITLIG ÅRLIG NETTOLEDIGHEDSPROCENT 1973-2012

Figur 24



Anm.: Y-aksen viser antal år med en given nettoledighedsprocent. For 2012 er Nationalbankens prognose anvendt, og der skønnes en nettoledighed på 4,2 pct.

Kilde: Danmarks Statistik og egen prognose.

holdsvis lav ledighed, herunder beskeden langtids- og ungdomsledighed. Det gælder, både når der ses over en længere tidsperiode, og hvis der sammenlignes med andre lande. Det er først og fremmest et resultat af arbejdsmarkedsreformerne i 1990'erne, som har nedbragt den strukturelle ledighed markant. Dermed er der også sket et tydeligt skift hen imod en lavere faktisk ledighed, hvilket ses ved at sammenholde nettoledighedsprocenten gennem de seneste 40 år, jf. figur 24. De høje ledighedsprocenter i 1980'erne og 1990'erne er siden årtusindskiftet erstattet af en arbejdsløshed, der ikke har været over 6 pct.

Økonomisk politik

Stilstanden i dansk økonomi er primært drevet af lav indenlandsk efterspørgsel, som er eftervirkningerne efter den bristede boligboble og finanskrisen. Det fremgår af, at Danmark ikke kun har et stort overskud på betalingsbalancen, men også et betydeligt overskud på vare- og tjenestebalancen – et overskud der er vokset siden omslaget i 2008.

I kraft af det meget store opsparingsoverskud i den private sektor er der betydeligt potentiale for højere privat drevet indenlandsk efterspørgsel. Især er erhvervenes investeringer lave sammenholdt med deres finansielle opsparing. En vending kan blive mærkbar, når den kommer, men det er ikke muligt at forudsige, hvornår det sker.

Ledigheden er steget siden overophedningen, hvor den var uholdbart lav. Den lave vækst og indenlandske efterspørgsel medfører aktuelt et vist, men begrænset, ledighedsgab i størrelsesordenen 20-25.000 personer. Ledighedsgabet bevirker, at lønstigningstakten på det seneste ligger lidt under udlandets, hvilket giver en lille forbedring af konkurrenceevnen. Udviklingen i konkurrenceevnen er dermed vendt efter de foregående 15 år med forringelser.

En del af forringelserne af konkurrenceevnen skal ses i sammenhæng med den stærkere danske økonomi. Fx er udlandsgælden vendt til en betydelig formue, således at Danmark i dag har positiv nettoformueindkomst på omkring 4 pct. af BNP mod en tilsvarende negativ for to årtier siden. Denne vending har været tilsigtet og indebærer uundgåeligt, at de medfølgende højere indkomster delvist er omsat til større forbrug og investeringer, hvilket i nogen grad har presset arbejdsmarkedet og dermed konkurrenceevnen.

En anden del af de foregående 15 års forringelse af konkurrenceevnen skyldes overophedningen i 2005-08. Det må imidlertid understreges, at de aktuelle forbedringer af konkurrenceevnen kun fortsætter, så længe ledigheden er højere end det strukturelle niveau. Af samme grund er det urealistisk at forvente store eller pludselige forbedringer af konkurrenceevnen. Det findes der ikke virkemidler til.

Et opsving drevet af højere privat indenlandsk efterspørgsel ville være i stand til at lukke ledighedsgabet og samtidigt trække nye stigninger i arbejdsstyrken med sig. Der vil formentlig være plads til en fremgang i beskæftigelsen på 50-60.000 personer over en årrække. Det vil i givet fald styrke de offentlige finanser, der aktuelt er svækkede af konjunkturerne. En sådan fremgang ville reducere overskuddet på betalingsbalancen, som omvendt er så stort, at der fortsat må forventes overskud ved en lukning af ledighedsgabet, ikke mindst i kraft af den nævnte høje nettoformueindkomst.

I den situation vil forbedringerne af konkurrenceevnen høre op. Det ville, som anført, ikke indebære balanceproblemer for den danske økonomi under ét, men de udlandskonkurrerende erhverv vil fremstå mere pressede, end de har været vant til. Dilemmaet kan være, at en stærk industri er vigtig i kraft af sin teknologiske udvikling og sin rolle som springbræt for direkte investeringer i udlandet med betydelige afkast.

Det aktuelle ledighedsniveau er, bortset fra nogle få år med kraftig overophedning, på niveau med det laveste, der er registreret over de sidste 40 år. Vurderingen er, at dette niveau ikke har forplantet sig til større strukturel ledighed eller et varigt fald i arbejdsstyrken. Om end der kan være et forståeligt ønske om at lukke ledighedsgabet hurtigt, er det således af hensyn til både konkurrenceevnen og den langsigtede

stilling på de offentlige finanser tilrådeligt at fastholde den tilrettelagte linje i finanspolitikken.

De aktuelle bestræbelser på at sikre den anbefalede forbedring af den strukturelle offentlige saldo og fortsætte forbedringerne af arbejdsmarkedets strukturer bør derfor fortsætte. Hertil kommer, at det for både velstand og konkurrenceevne vil rumme store fordele, hvis der kan findes veje til at styrke produktiviteten.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 3. kvartal 2012. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

De internationale organisationer forventer en svag aktivitetsfremgang i den globale økonomi i 2012 og lidt stærkere i 2013. Væksten i euroområdet forventes i 2012 at blive negativ. Væksten hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere, bl.a. Tyskland, vurderes dog at blive positiv i 2012. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med beskedne 1,9 pct. i 2012, hvorefter væksten øges til 4,1 pct. i 2013, jf. tabel 5.

De svage vækstudsigter betyder, at de udenlandske priser ventes at stige ganske lidt i år og i 2013. Stigningstakten øges kun meget svagt til omkring 0,8 pct. i 2014. Det samme gælder for prisudviklingen på eksportmarkedet. Lønnen i udlandet skønnes kun at stige lidt gennem fremskrivningsperioden som følge af fortsat svage arbejdsmarkeder i de fleste lande.

Renter, valuta og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var primo december 2012 -0,1 pct. og ventes at være stort set uændret frem til 2014.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den var primo december 1,5 pct.; den ligger dermed på samme niveau som ved udarbejdelsen af sidste prognose. Den ventes at stige gennem fremskrivningsperioden til 2,3 pct. i 2014.

Den effektive kronekurs er styrket lidt siden medio august efter at være faldet gennem det meste af 2012. Det dækker over en generel styrkelse af euroen og dermed også den danske krone. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra primo december.

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

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse på 111 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så den falder til ca. 103 dollar pr. tønde i 2014.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i fremskrivningen tager udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik, herunder finansloven for 2012 og 2013, de kommunale og regionale budgetter for 2012-13, økonomiaftalerne for 2013 samt regeringens konvergensprogram. Der er desuden vedtaget en skattereform og indgået aftale om en reform af førtidspension og fleksjob, som også er indarbejdet i prognosen. Ifølge regeringen vil muligheden for i 2013 at betale afgiften på eksisterende kapitalpensioner give et ekstraordinært provenu på 5 mia. kr., hvilket også beregningsteknisk er lagt til grund i denne prognose.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,1 pct., jf. tabel 5. I 2013 og 2014 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 1,2 pct. og 0,8 pct. De offentlige investeringer ventes at stige 4,0 pct. i år, hvorefter de reduceres i takt med, at det midlertidigt forhøjede investeringsniveau udfases.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER					Tabel 5
	2011	2012	2013	2014	
International økonomi:					
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	5,4	1,9	4,1	6,3	
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	0,4	0,6	0,6	0,8	
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	0,5	0,7	0,7	0,8	
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,4	2,5	2,3	2,6	
Finansielle forhold mv.:					
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,9	0,1	-0,2	-0,1	
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. .	2,7	1,7	1,8	2,3	
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,6	100,6	100,2	100,2	
Dollarkurs, kroner pr. dollar	5,4	5,8	5,7	5,7	
Oliepris, Brent, dollar pr. tønde	110,8	112,1	107,7	102,9	
Finanspolitik:					
Offentligt forbrug, pct. år-år	-1,5	0,1	1,2	0,8	
Offentlige investeringer, pct. år-år	4,2	4,0	-6,9	-1,0	
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer ...	837	829	833	835	

¹ Sammenvejlet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejlet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Den skønnede BNP-vækst er revideret mærkbart ned såvel i år som næste år i forhold til september-prognosen, mens den er revideret marginalt op i 2014. Det fremgår af tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

Det lavere væksts-køn for 2012 (0,7 procentpoint) dækker bl.a. over, at BNP i 1. halvår 2012 blev revideret markant ned i den seneste opgørelse af nationalregnskabet. Revisionen afspejler ikke mindst stor lagernedbrydning i 2. kvartal. Yderligere har den offentlige efterspørgsel i den forgangne del af 2012 været markant svagere end budgetteret, hvilket har ført til en nedjustering af prognosen for indeværende år. Hertil kommer, at BNP i 2010 og 2011 er blevet oprevideret siden september. Disse elementer indgår i posten andre faktorer. Endelig giver lavere eksportmarkedsvækst som følge af sløjere internationale konjunkturer et lille negativt vækstbidrag.

Vendingen i de europæiske økonomier ventes nu først i 2014, hvilket fører til lavere eksportmarkedsvækst også i 2013, men højere vækst i 2014, end i september-prognosen. Desuden bidrager en stærkere effektiv kronekurs til lavere BNP-vækst i 2013.

Stigningerne i forbrugerpriserne er uændret i år og i 2014. I 2013 er inflationstakten derimod nedjusteret med 0,3 procentpoint, hvilket langt overvejende skyldes beslutningen om at fjerne fedtafgiften og annullere den planlagte stigning i sukkerafgifterne.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE						Tabel 6
Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Prognose fra september 2012	0,3	1,6	1,7	2,4	2,0	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer	-0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,1
Denne prognose	-0,4	1,3	1,8	2,4	1,7	1,8

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

Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed

Asger Lau Andersen og Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling, Charlotte Duus og Ri Kaarup, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det har tiltrukket sig betydelig opmærksomhed blandt internationale organisationer, kreditvurderingsbureauer og en række kommentatorer, at de danske familier har en langt større bruttogæld i forhold til deres indkomst end familier i andre lande. Som modstykke til den store gæld har de danske familier også mange aktiver. Især som følge af de betydelige individualiserede pensionsformuer skiller danske husholdninger sig ud fra andre landes. Ud fra en betragtning om, at pensionsaktiverne er illikvide på kort sigt, og det derudover ikke nødvendigvis er familier med stor gæld, der også har mange aktiver, er der udtrykt bekymring for familiernes evne til at betale renter og afdrag i tilfælde af, at renten eller arbejdsløsheden stiger.

I forlængelse af en tidligere artikel om familiernes formue og gæld, jf. Andersen mfl. (2012), undersøges det på familieniveau, i hvilken grad fordelingen af indkomster og gæld udgør en trussel mod den finansielle stabilitet i Danmark. Den samlede balance for familierne er god og har bidraget til de seneste mange års overskud på betalingsbalancens løbende poster.

Hovedkonklusionen er, at truslen mod den finansielle stabilitet fra familiernes gæld og dens sammensætning, er begrænset. Vurderingen er bl.a. baseret på størrelsen af den gæld, der holdes af familier med en særlig anstrengt økonomi. I de senere år har kreditinstitutternes tab på private da også været beskedne.

De fleste familier har en robust økonomi, der med nogle afsavn, ofte betydelige i forhold til deres hidtidige livsstil, kan klare negative begivenheder som en større rentestigning eller en længere periode med arbejdsløshed ved at nedsætte forbrug eller opsparing. I den vurdering er der ikke taget positivt hensyn til, at en vedvarende rentestigning med stor sandsynlighed vil være ledsaget af en bedre konjunktursituation

med bedre mulighed for, at familien kan øge sin indkomst ved at arbejde mere. Desuden har langt de fleste familier likvide aktiver at tære på, og disse midler kan i de fleste tilfælde dække meromkostningerne som følge af rentestigninger i mere end et år.

Det undersøges detaljeret, hvor mange familier der kommer i en vanskelig økonomisk situation ved enten renteforhøjelser, arbejdsløshed eller udløb af afdragsfrihed, og hvordan det påvirker kreditinstitutternes udlån. Følsomhedsanalysen tager udgangspunkt i, hvordan den enkelte families indkomst efter skat, renter, afdrag og faste udgifter, rådighedsbeløbet, ændrer sig i tilfælde af en rentestigning på 5 procentpoint, øgede afdrag på gælden eller et indkomstbortfald knyttet til tre eller seks måneders arbejdsløshed for familiens hovedindkomstmottager under hensyntagen til dagpenge- og skattereglerne. Det beregnes, om rådighedsbeløbet er stort nok til at opretholde et forbrug svarende til et gennemsnitsbudget henholdsvis et skrabet budget, og fordelingen af ændringerne i rådighedsbeløb analyseres. Fraset beregningerne af konsekvenserne af en periode med arbejdsløshed opfattes familiens indkomst i analysen som fast.

For de familier, hvor rådighedsbeløbet bliver utilstrækkeligt, har kreditinstitutterne en risiko for, at lånet bliver misligholdt. Om det ender i misligholdelse og eventuelt tvangssalg, afhænger af familiens mulighed for fx at skære yderligere i forbruget eller sælge nogle aktiver. I tilfælde af tvangssalg afhænger institutternes tab af salgsprisen på det pant, som eventuelt er stillet til sikkerhed for lånet, jf. analyse i Danmarks Nationalbank (2012).

Analysen har særligt fokus på, hvilke typer lån familierne har optaget i realkreditinstitutterne. Det har ikke tidligere været belyst på detaljeret niveau. Familier, der har optaget realkreditlån med afdragsfrihed, havde generelt mere gæld end andre familier, før lånet blev optaget. De optager desuden større lån, og kompenserer generelt ikke herfor ved at spare mere op på anden vis.

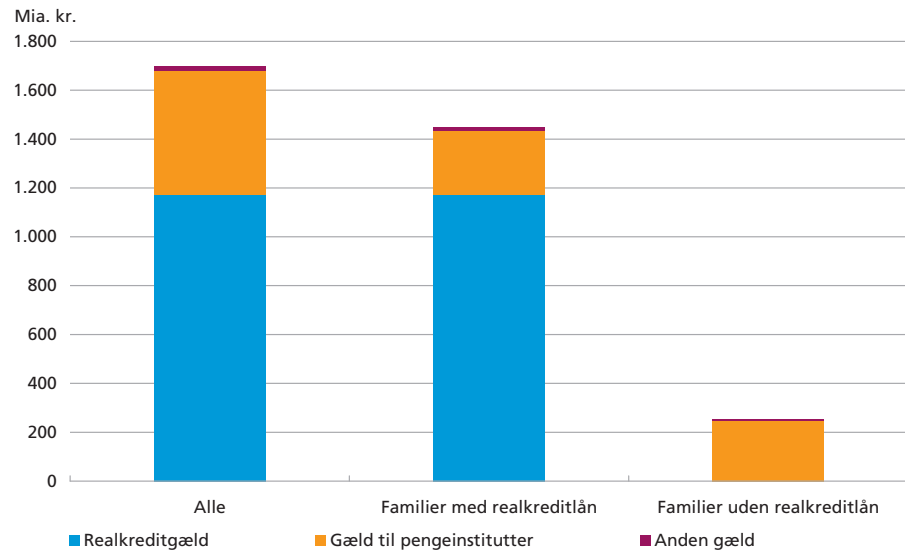
Det undersøges specifikt, i hvilken udstrækning familier benytter perioder med afdragsfrihed til at nedbringe anden og ofte dyrere gæld. Det sker, men er ikke almindeligt. Disse familier har generelt en klart lavere opsparing end familier med afdrag på realkreditgælden.

Da realkreditinstitutterne ofte har ydet lån med afdragsfrihed op til grænsen på 80 pct. af vurderingen af en boligs handelsværdi, indebærer de faldende boligpriser, at gælden på omkring halvdelen af disse lån nu overstiger 80 pct. af handelsværdien.

Det er en dybt problematisk egenskab ved lån med afdragsfrihed, at de kun kan fungere smidigt i perioder med stigende boligpriser. Det er formentlig i erkendelse heraf, at nogle realkreditinstitutter ikke længere vil yde lån med afdragsfrihed op til 80 pct. af boligens værdi.

FAMILIERNES SAMLEDE GÆLD, 2010

Figur 1



Anm.: Anden gæld medtager al anden opgjort gæld end gæld til realkredit- og pengeinstitutter.

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Artiklen bygger på nye detaljerede data. Realkreditinstitutterne har stillet data vedrørende samtlige udlån til privatpersoner til rådighed for bl.a. Nationalbanken og Erhvervs- og Vækstministeriet. Oplysningerne er i anonymiseret form og på individniveau blevet samkørt med oplysninger om bl.a. indkomst-, skatte- og formueforhold fra Danmarks Statistik for herefter at blive samlet med familien som økonomisk enhed. Analysen omfatter alle familier med fuld skattepligt i Danmark og en indkomst efter skat over 25.000 kr. i 2010. Familier med hovedindtægt fra selvstændig erhvervsvirksomhed indgår ikke.¹

For yderligere informationer om data og definitioner henvises til artiklen i del 2.

GÆLDENS SAMMENSÆTNING

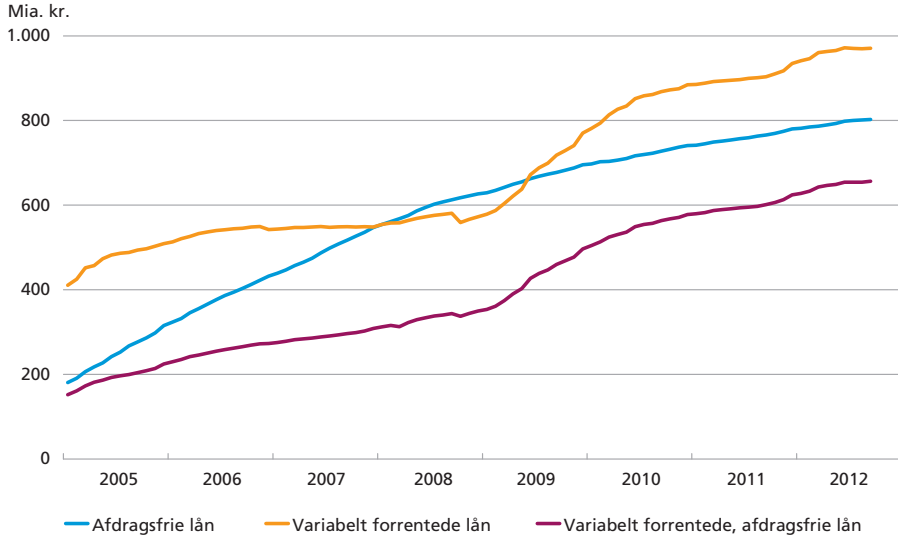
Lidt over to tredjedele af familiernes samlede gæld er realkreditgæld, lidt under en tredjedel er gæld til pengeinstitutter, mens gæld til andre kreditorer kun udgør lidt over 1 pct. Af de 2,6 mio. familier, der indgår i undersøgelsen, havde ca. 38 pct. realkreditgæld i 2010. Disse familier hæfter for 85 pct. af familiernes samlede gæld, jf. figur 1.

Realkreditlån i Danmark har traditionelt været til fast rente med afdrag, oftest ydet som annuitetslån. De sidste 10-15 år har produktudvik-

¹ En selvstændig er en enejer af en virksomhed, hvorom det gælder, at overskuddet i virksomheden er større end summen af personens løn, folke- eller førtidspension.

REALKREDITLÅN TIL EJERBOLIGER OG FRITIDSHUSE

Figur 2



Anm.: "Afdragsfrie lån" dækker både over fastforrentede og variabelt forrentede afdragsfrie lån. "Variabelt forrentede lån" dækker over variabelt forrentede lån både med og uden afdrag.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ling og liberaliseringer imidlertid gjort det muligt for en låntager at optage variabelt forrentede lån og lån med afdragsfrihed.

De nye låntyper har vundet stor udbredelse de senere år, jf. figur 2.

De fleste familier havde ved udgangen af 2010 kun en type realkreditlån, jf. tabel 1.

FAMILIER MED AFDRAGSFRIE REALKREDITLÅN

Alderssammensætningen blandt familier med afdragsfrie realkreditlån er anderledes end blandt andre familier med realkreditgæld. Familier, hvis ældste medlem er under 40 år, og familier med medlemmer over 65 år har en større andel af deres lån som afdragsfrie end andre familier.

ANTAL FAMILIER MED REALKREDITGÆLD FORDELT PÅ LÅNTYPER, 2010

Tabel 1

Antal familier	Al realkreditgæld i denne låntype	En del af realkreditgælden i denne låntype	Ingen realkreditgæld i denne låntype
Variabelt forrentede lån med afdrag	173.744	82.705	717.010
Variabelt forrentede lån uden afdrag	269.242	78.519	625.698
Fastforrentede lån med afdrag .	301.990	82.799	588.670
Fastforrentede lån uden afdrag	93.493	36.067	843.899

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Familier med afdragsfri gæld har i gennemsnit en højere bruttogæld end andre familier. Andelen af familier med en bruttogældskvote over 500 pct. er markant højere for familier med afdragsfrie lån end for andre familier uanset alder.

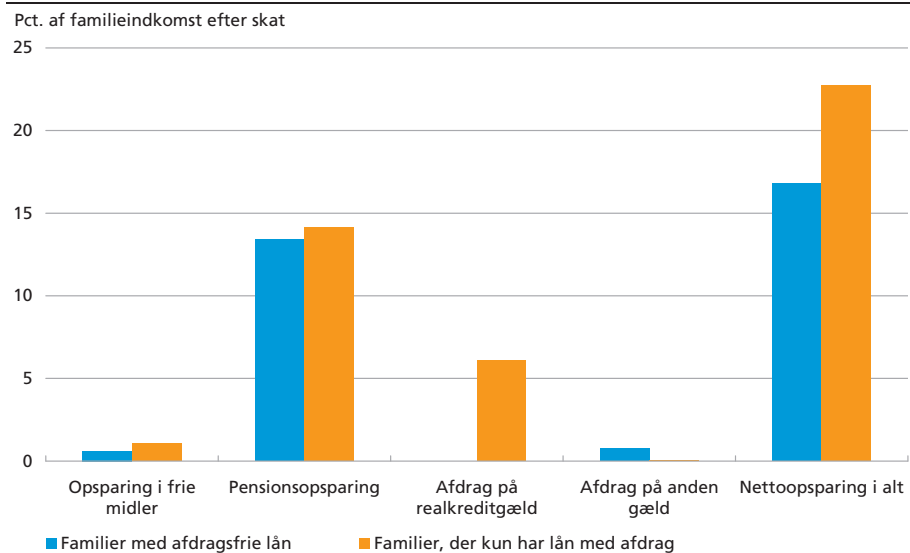
Hvis familiernes aktiver inkl. værdien af bolig, men fraregnet pensionsopsparing, også tages i betragtning, er det også mere almindeligt at have nettogæld blandt familier med afdragsfrie lån end blandt familier, der afdrager på deres realkreditgæld. Når der kontrolleres for forskelle i alder, indkomst og tidspunkt for lånoptagelse, viser den udførlige analyse i del 2, at familier med afdragsfrie lån gennemsnitligt har ca. 300.000 kr. mere i nettogæld end de andre familier.

Det viser sig også, at opsparingen i 2010 for den typiske familie med afdragsfrie realkreditlån er mindre end afdragsfamiliernes opsparing. Kun forholdsvis få anvender de manglende afdrag på realkreditgælden til at betale anden, ofte dyrere, gæld tilbage, jf. figur 3.

Disse resultater er ikke nødvendigvis udtryk for, at der er en årsags-sammenhæng fra muligheden for at optage afdragsfrie lån til opsparingsraten, men adgangen til afdragsfrie lån har uden tvivl gjort det lettere at reducere opsparingen.

MEDIANVÆRDIER FOR OPSPARINGS- OG AFDRAGSRATER, 2010

Figur 3



Anm.: Figuren viser medianværdien i 2010 for hver af de angivne opsparings- og afdragsrater blandt de boligejerfamilier, der optog realkreditlån i perioden 2003-09, hvis ældste medlem var under 60 år i 2010, og som ikke var involveret i en handel med fast ejendom eller optog et realkreditlån i løbet af 2010.

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Statistik og egne beregninger.

FAMILIER MED VARIABELT FORRENTEDE REALKREDITLÅN

Normalt er renten på realkreditlån med variabel rente på et givet tidspunkt lavere end renten på fastforrentede lån med samme løbetid. Det har været en hovedårsag til, at denne låneform på kort tid er blevet hastigt udbredt. Ulempen ved den lavere rente er en risiko for, at renten stiger.

Familier med variabelt forrentede realkreditlån adskiller sig ikke væsentligt fra familier med fastforrentede lån med hensyn til bopælsregion og sandsynligheden for, at et familiemedlem modtager offentlige ydelser. Variabelt forrentede lån er mere populære end fastforrentede i familier, hvor det ældste familiemedlem er under 50 år. Det er en vigtig grund til, at familier med variabelt forrentede lån har en højere indkomst end familier med udelukkende fastforrentede lån, men også i de enkelte aldersgrupper har disse familier den højeste indkomst.

Familier der har stor gæld, inden de optager deres første realkreditlån, og familier, som optager større lån end gennemsnittet, anvender hyppigere variabelt forrentet gæld end andre familier. Nettogælden er også større for familier med variabelt forrentede realkreditlån.

ØKONOMISK MARGINAL

Til at vurdere en families økonomiske robusthed benyttes en standardiseret budgetmetode - den økonomiske marginal - som mål for, om de løbende indtægter er tilstrækkelige til at dække det løbende forbrug. Den økonomiske marginal er defineret som det beløb, familien har tilovers, når den har betalt for bolig, andre faste udgifter og generelle leveomkostninger svarende til standardiserede budgetter for forskellige familietyper. Overstiger den disponible indkomst ikke summen af disse udgiftsposter, er den økonomiske marginal negativ, og familiens løbende indtægter må anses for utilstrækkelige.

De anvendte data har detaljerede oplysninger om hver enkelt families indkomst, beholdning af likvide aktiver og udgifter til renter og afdrag på gæld. Der er imidlertid ingen oplysninger om den enkelte families forbrug. Derfor anvendes standardiserede budgetter som mål for familiernes forbrug, idet der tages højde for, om familien bor i ejerbolig eller ej, og for antallet af voksne og børn.

Der benyttes to budgetter: et gennemsnitsbudget, der reflekterer en gennemsnitlig families forbrugsmønster, og et skrabet budget, der reflekterer forbruget for familierne i den nederste indkomstgruppe. Det er vigtigt at påpege, at det skrabede budget ikke kan opfattes som en fattigdomsgrænse, men afspejler det faktiske forbrug for en del af befolkningen.

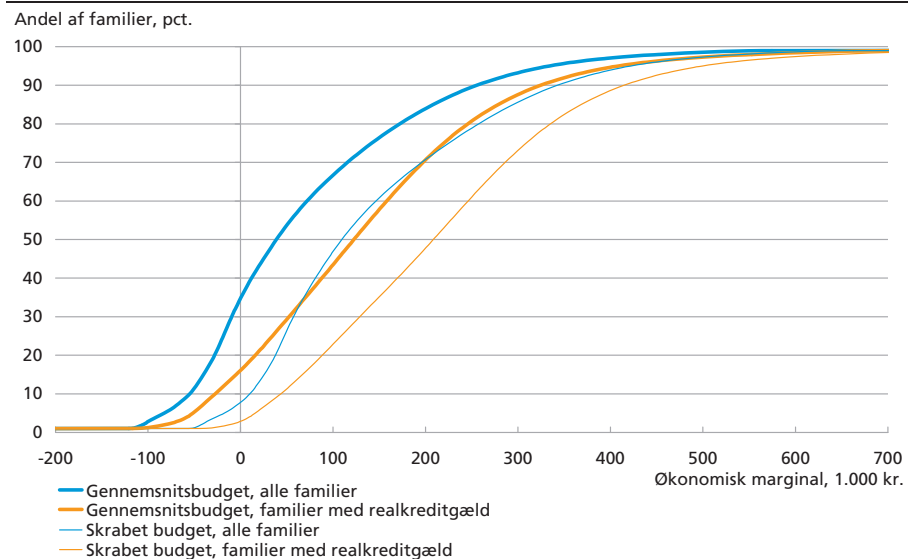
Det er også vigtigt at pointere, at selv familier med endog meget positive økonomiske marginaler godt kan have så meget rod i privatøkonomien, at de misligholder deres gæld. Betragtes de 5.800 familier, der var i restance på deres realkreditlån ultimo 2010, havde kun de 3.000 negative marginaler, uafhængigt af hvilket budget, der lægges til grund.

Fordelingen af den økonomiske marginal for såvel alle familier som familier med realkreditgæld er vist i figur 4. Her fremgår andelen af familier med en økonomisk marginal på nul eller mindre – dvs. andelen af familier, der har utilstrækkelige løbende indtægter til at betale udgifter svarende til et gennemsnitsbudget henholdsvis et skrabet budget. Det ses tydeligt, at andelen med utilstrækkelige løbende indtægter i forhold til budgetterne er væsentligt mindre for familier med realkreditgæld end for alle familier under ét.

Ved gennemsnitsbudgettet har tæt på 35 pct. af alle familier en negativ økonomisk marginal. For familier med realkreditgæld er tallet 16 pct. Betragtes familiernes evne til at betale deres faste udgifter, herunder renter og afdrag på gælden, og at opretholde et skrabet forbrug ved hjælp af de løbende indtægter, ændres billedet mærkbart. Andelen af alle familier, der har negativ økonomisk marginal, falder således til 8 pct. Disse 8 pct. hæfter for langt mindre end 8 pct. af gælden, uanset om det er realkreditgæld, gæld til pengeinstitutter eller anden gæld, der betragtes. For familier med realkreditgæld falder andelen, der har negativ øko-

FORDELING AF DEN ØKONOMISKE MARGINAL, 2010

Figur 4



Anm.: "Alle familier" dækker over familier både med og uden realkreditlån.

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Statistik og egne beregninger.

nomisk marginal, til 3 pct., når det skrabede budget lægges til grund for beregningerne.

Benyttes det skrabede budget, har ca. tre fjerdedele af familierne en økonomisk marginal på over 50.000 kr. For en del familier vil de faste udgifter imidlertid være for lavt sat med det skrabede budget, så de vil reelt have mindre tilovers. Familier med negativ økonomisk marginal vil i nogle tilfælde have aktiver at tære på, især i de ældste aldersgrupper. I andre tilfælde, især i de yngste aldersgrupper, vil de have mulighed for at stifte gæld eller måske modtage hjælp fra bredere familierelationer.

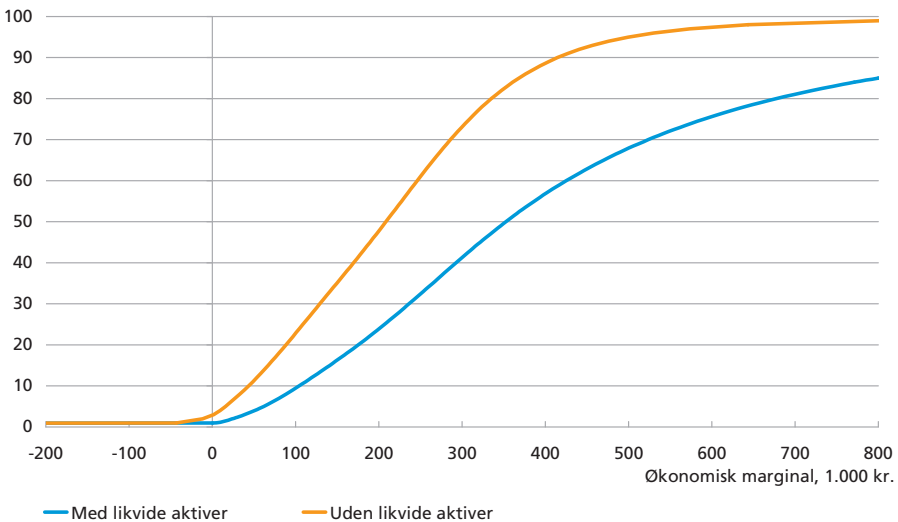
En familie kan som nævnt vælge at sælge nogle aktiver, hvis de løbende indtægter er utilstrækkelige til at dække de løbende udgifter. Det er naturligvis kun en mulighed, hvis de har likvide aktiver, og kun, indtil disse slipper op. Med en tidshorisont på et år er en del familier med realkreditgæld i stand til at udligne forskellen mellem indtægter og udgifter ved at sælge aktiver i form af indeståender i pengeinstitutter, aktier, obligationer og pantebreve i depot. Andelen af familier med realkreditgæld, der har en negativ økonomisk marginal, kommer således ned på 1 pct. på et års sigt, når det skrabede budget lægges til grund for beregningerne, jf. figur 5.

Som udgangspunkt kan langt de fleste familier med realkreditgæld svare deres udgifter, og de familier, der er i en vanskelig økonomisk situation, hæfter kun for en begrænset del af den samlede gæld. Belå-

FORDELING AF DEN ØKONOMISKE MARGINAL KORRIGERET FOR LIKVIDE AKTIVER, FAMILIER MED REALKREDITGÆLD, SKRABET BUDGET, 2010

Figur 5

Andel af familier med realkreditgæld, pct.



Anm.: I likvide aktiver indgår indestående i pengeinstitutter, kursværdien af obligationer og aktier samt pantebreve i depot.
Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Statistik og egne beregninger.

NEDGANGEN I DEN ØKONOMISKE MARGINAL PR. MÅNED VED EN
RENTESTIGNING PÅ 5 PROCENTPOINT, 2010

Tabel 2

Antal familier	Familier med realkreditgæld	Familier uden realkreditgæld
Ingen ændring	141.154	535.193
1-500 kr.	156.668	704.925
501-1.000 kr.	131.208	155.221
1.001-2.000 kr.	190.290	121.673
2.001-3.000 kr.	116.733	43.867
3.001-5.000 kr.	127.213	24.164
Over 5.000 kr.	110.193	12.016

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Statistik og egne beregninger.

ningsgraderne i de ejendomme, der ligger til pant for denne begrænsede del af gælden, er desuden lave. Risikoen for den finansielle stabilitet forbundet med familier med negativ eller svagt positiv økonomisk marginal ved det skræbete budget vurderes at være begrænset. Selv under den finansielle krise har kreditinstitutternes tab på private været lave. Nedskrivninger og restancer har således været beskedne. Restanceprocenten på realkreditlån til ejerboliger var kun 0,32 pct. ved udgangen af juni 2012.¹ Det hænger naturligvis også sammen med den lave rentebyrde som følge af rentefaldet i kølvandet på finanskrisen og med den forholdsvis moderate stigning i arbejdsløsheden.

EFFEKTEN AF ET RENTESTØD

For at vurdere familiernes økonomiske robusthed analyseres konsekvenserne af en rentestigning for familiernes økonomi. Tabel 2 viser nedgangen i familiernes økonomiske marginal efter et rentestød på 5 procentpoint af et års varighed. Næsten 240.000 familier med realkreditgæld vil efter rentestødet have over 3.000 kr. mindre til rådighed om måneden, når der er taget hensyn til, at de højere renteudgifter indebærer en lavere skat. 110.000 familier vil have over 5.000 kr. mindre til rådighed månedligt.

I en interviewundersøgelse fra Realkreditrådet (2012) vurderer låntagere med F1-lån i gennemsnit, at de kan klare en stigning i ydelsen på 3.100 kr. om måneden uden at gå mærkbart ned i levestandard, og at de har en smertegrænse ved 4.200 kr.

Resultaterne i tabellen er ikke direkte sammenlignelige med Realkreditrådets undersøgelse. For det første er opgørelsen efter skat, for det andet antages rentebetalingerne på anden gæld også at stige, og for

¹ Restanceprocenten beregnes hvert kvartal af Realkreditforeningen og Realkreditrådet og offentliggøres på de to institutters hjemmesider. Den viser, hvor stor en andel af de samlede ydelser, der ikke var betalt senest 3½ måned efter terminen.

det tredje betragtes alle familier. Sidst, men ikke mindst, tager analysen udgangspunkt i renterne i 2010, mens interviewundersøgelsen blev gennemført i april 2012. Med disse forbehold in mente er det ganske mange, der vil få stigninger i deres ydelse, som de direkte adspurgt anfører, at de har svært ved at håndtere.

Blandt familier med variabelt forrentede realkreditlån er der stor forskel på effekten af et rentestød for familier henholdsvis med og uden afdragsfrihed. Ved kombinationen af afdragsfrihed og variabel rente får en rentestigning fuldt gennemslag på ydelsen på lånet. Hvis der betales afdrag på et variabelt forrentet annuitetslån, vil afdraget falde, hvis renten stiger.

Efter et rentestød hæfter familier med en stram økonomi for en større del af gældsbyrden end tidligere. Andelen af den samlede realkreditgæld, der holdes af familier med negative økonomiske marginaler, stiger således fra 3,0 pct. til 6,4 pct., når det skrabede budget lægges til grund for beregningerne. Andelen af gæld til pengeinstitutter fra familier med negativ økonomisk marginal stiger fra 5,7 pct. til 12,4 pct.

Disse familier har kun sjældent høje belåningsgrader. Antallet af familier, der både har en negativ økonomisk marginal, og en bolig med en belåningsgrad over 100 pct., stiger fra ca. 2.250 i udgangssituationen til ca. 4.750 efter en rentestigning på 5 procentpoint. Disse familier hæfter for 1 pct. af den samlede realkreditgæld og for lidt over 1 pct. af den samlede gæld til pengeinstitutter. Om denne gæld fører til tab i kreditinstitutterne, afhænger i første omgang af familiernes evne til fx at skære yderligere i forbruget, sælge nogle aktiver eller øge deres indkomster, og i anden omgang af, hvor meget lånene overstiger salgsprisen på det pant, som institutterne har som sikkerhed for lånet. Til realkreditlån vil der altid være tilknyttet pant i fast ejendom.

STØD TIL INDKOMSTERNE

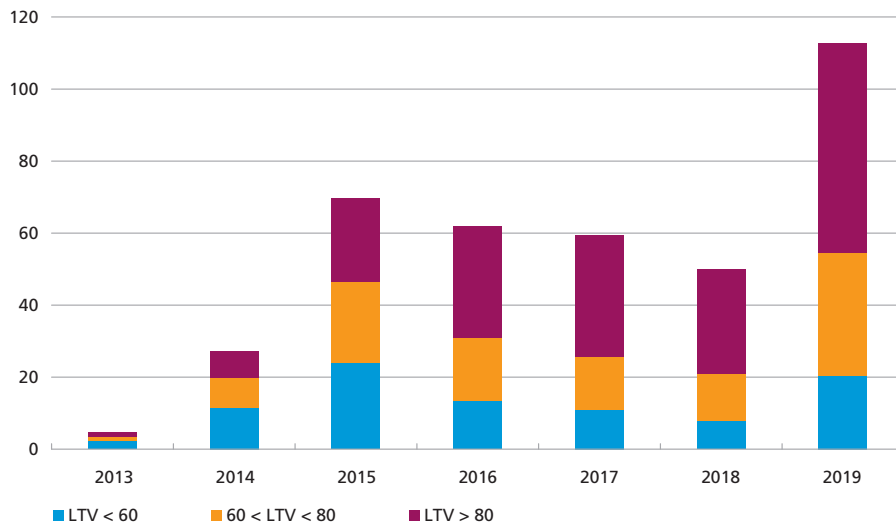
Familiernes sårbarhed afhænger som tidligere beskrevet bl.a. af deres evne til at betale de løbende ydelser på deres gældsforpligtelser ved hjælp af deres løbende disponible indkomster. I rentestressscenarierne stødes til de løbende ydelser på familiernes gæld. Det er imidlertid ligeså relevant at stresser den anden side af ligningen, dvs. de disponible indkomster, ved at se på de enkelte familiers økonomiske robusthed over for arbejdsløshed.

Ca. hver anden person, der blev ramt af ledighed i 2010, var ledig i mindre end tre måneder. Mere end hver fjerde person, der var ramt af ledighed, var ledig mellem tre og seks måneder. Det er derfor relevant at kigge på familiernes evne til at modstå indkomstnedgange som resul-

UDLØB AF AFDRAGSFRIHED OG LTV-VÆRDI

Figur 6

Antal familier med afdragsfrihed, der udløber i det pågældende år, 1.000



Anm.: I figuren vises antallet af familier, der har mindst et afdragsfrit lån, hvorpå afdragsfriheden senest udløber i det angivne år. Udløbsåret er beregnet ud fra startdatoen for den seneste periode med afdragsfrihed og under antagelse af, at den samlede periode med afdragsfrihed er på ti år. Den samme familie kan optræde i flere forskellige år, hvis den har mere end et afdragsfrit lån. LTV-værdien angiver restgælden i procent af ejendomsværdien for den ejendom, lånet er optaget i. Ejendomsværdien er realkreditinstituttets vurdering pr. ultimo 2011. Hvis en familie har flere afdragsfrie lån med udløb i samme år, men optaget mod sikkerhed i forskellige ejendomme, er det lånet med den højeste LTV-værdi, der er vist i figuren.

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Statistik og egne beregninger.

tat af henholdsvis tre og seks måneders ledighed under hensyntagen til dagpenge- og skattereglerne. Analysen er nærmere forklaret i del 2.

Stort set alle de familier med realkreditgæld, som har en positiv økonomisk marginal i udgangssituationen, har luft nok i deres løbende budget til at klare en indkomstnedgang for hovedindtægtsholderen i op til seks måneder. Mange familier har desuden tilstrækkelige likvide aktiver til at mildne stødet. De familier, der har realkreditlån, er således godt rustet til at modstå midlertidige perioder med arbejdsløshed ud fra en partiel betragtning, hvor den enkelte familie udsættes for arbejdsløshed, uden den samlede arbejdsløshed i samfundet stiger.

UDLØB AF AFDRAGSFRIHED

For langt den overvejende del af de afdragsfrie lån, varer perioden med afdragsfrihed ti år.¹ De første lån blev udstedt i 2003, så fra og med 2013 vil der være familier, som bliver udsat for, at perioden med afdragsfrihed udløber, jf. figur 6.

¹ I 2007 blev det tilladt at udstede lån med længerevarende afdragsfrihed. Forudsætningen er dog, at låneprovenuet ikke overstiger 75 pct. af ejendommens salgspris.

Når perioden med afdragsfrihed udløber, skal lånets hovedstol tilbagebetales over den resterende løbetid, hvis det ikke lægges om. For lån, der har en løbetid på 30 år, og hvor afdragsfriheden ligger de første 10 år, indebærer det, at hovedstolen afdrages over 20 år.

De fleste familier med afdragsfrie lån har tilstrækkelig luft i budgettet til, at det kan lade sig gøre, når det skrabe budget lægges til grund for beregningerne.

Mange familier må imidlertid forventes at ønske at forlænge perioden med afdragsfrihed ved at optage et nyt afdragsfrit lån op til 80 pct.-grænsen for den nuværende vurdering og indfri det eksisterende lån. Kombinationen af, at der ikke afdrages på gælden, at der ofte er ydet lån op til grænsen på 80 pct. af vurderingen, og at boligpriserne har været faldende, indebærer, at mange af de afdragsfrie lån nu har en restgæld, der overstiger 80 pct. af handelsværdien, jf. figur 6. Hvis boligpriserne ikke stiger, inden perioden med afdragsfrihed udløber, skal en del familier finde alternativ finansiering for den del af lånet, der overstiger 80 pct. grænsen. For medianfamilien med afdragsfrie lån og en LTV-værdi på over 80 pct. drejer det sig om et finansieringsbehov på ca. 144.000 kr.

LITTERATUR

Andersen, Asger Lau, Anders Møller Christensen, Nick Fabrin Nielsen, Sigrid Alexandra Koob, Martin Oksbjerg og Ri Kaarup (2012), Danske familiers formue og gæld, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 2.

Danmarks Nationalbank (2012), *Finansiel Stabilitet*.

Europa-Kommissionen (2012), Alert mechanism report 2013, report prepared in accordance with article 3 and 4 of the regulation on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.

Fitch Ratings (2012) Fitch affirms Denmark at 'AAA'; outlook stable. Pressemeddelelse 4. april.

Realkreditrådet (2012), 9 ud af 10 vil bevare F1-lånene, Pressemeddelelse 27. juni.

Virksomhedernes opsparing og investeringer

Kirstine Eibye Brandt, Jacob Isaksen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling, og Jens Uhrskov Hjarsbech, Statistisk Afdeling

1. INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I kølvandet på finanskrisen er danske ikke-finansielle selskabers opsparing steget mærkbart. De har forøget opsparingsoverskuddet, kaldet nettofordringserhvervelsen, ved bl.a. at reducere deres investeringer kraftigt, men også ved at øge deres bruttoopsparing. I en detaljeret analyse i del 2 af denne Kvartalsoversigt ser vi nærmere på, hvad der ligger bag udviklingen i de ikke-finansielle selskabers (virksomhedernes) nettofordringserhvervelse, og sammenligner med udviklingen i andre lande. I den forbindelse undersøger vi, hvilke faktorer der påvirker investeringerne på tværs af lande, og analyserer et større datasæt for danske virksomheder med oplysninger på virksomhedsniveau. I denne artikel beskrives hovedresultaterne fra analyserne.

Det aktuelle niveau for virksomhedernes nettofordringserhvervelse er ikke set højere i den statistikbelagte periode, dvs. de seneste 30 år. Omsvinget i nettofordringserhvervelsen fra afslutningen på højkonjunktureren og til nu var særdeles kraftigt og svarer omtrent til omsvinget fra slutningen af 1980'erne til begyndelsen af 1990'erne. På samme måde ses der også for andre lande en betydelig vending de seneste år, men kun i få lande er virksomhedernes nettofordringserhvervelse højere end i Danmark. Nettofordringserhvervelsen varierer normalt med konjunkturerne, men ved at se på data for en række lande finder vi tegn på, at ændringen i danske virksomheders nettofordringserhvervelse efter finanskrisen har været større, end konjunkturudviklingen normalt vil tilsi-ge. Den forbedrede nettofordringserhvervelse synes imidlertid ikke at kunne begrundes med et større behov for at nedbringe gæld i forhold til andre lande, idet hverken gældsniveauet eller stigningen under den forudgående højkonjunktur var usædvanligt høj. Andre forhold, som er svære at kvantificere, kan derimod spille en rolle, bl.a. har den danske finansielle sektor været hårdt ramt under krisen. Virksomhederne har derfor haft incitament til fremover at gøre sig mere uafhængige af bankfinansiering ved at konsolidere sig.

Analysen af data på virksomhedsniveau viser, at virksomhedernes bruttogældsopbygning er aftaget efter afslutningen på højkonjunktoren, men aggregeret set er gælden ikke faldet. På trods af den fortsatte balanceopbygning er gearingen faldet for de mellemstore virksomheder og især de store virksomheder som følge af, at egenkapitalen udgjorde en stigende andel af deres samlede passiver.

Stigningen i bruttoopsparingen siden 2007 skyldes faldende renteudgifter og skattebetalinger samt faldende udbyttebetalinger. Set over en årrække har virksomhedernes bruttoopsparing været høj i Danmark i sammenlignet med en række OECD-lande. Det høje bruttoopsparingsniveau skyldes især, at danske virksomheder har større formueindkomster og udbetaler færre udbytter relativt til andre lande. Det lavere udbytte-niveau er umiddelbart svært at forklare empirisk ud fra enkelte økonomiske faktorer, da mange forhold spiller ind, herunder skatteforhold og selskabsstruktur. Store virksomheder er blandt dem, der udbetaler færrest udbytter som andel af overskuddet, og navnlig er det ejendoms- samt finansierings- og forsikringsbrancherne, som har en lav udbytteprocent.

Omsvinget i virksomhedernes nettofordringserhvervelse skyldes som nævnt også et større fald i investeringerne. Ud fra en økonometrisk analyse på tværs af en række lande finder vi, at den nuværende investeringskvote ligger nogenlunde på det langsigtede niveau for gennemsnittet af landene, mens det for Danmark ligger noget under det langsigtede niveau. Det giver grund til at tro, at investeringsniveauet igen vil stige på sigt og dermed bidrage til væksten. En opgørelse af nettoinvesteringerne, dvs. bruttoinvesteringer fratrukket afskrivninger, på virksomhedsniveau viser, at specielt mellemstore virksomheder har nedbragt deres nettoinvesteringer, mens en brancheopdeling peger på, at det først og fremmest gør sig gældende for ejendoms-, handels- og transportvirksomhederne.

Danske investeringer i udlandet er – ligesom i især de øvrige nordeuropæiske lande – steget over tid, hvilket skal ses i lyset af, at virksomhederne er blevet mere internationalt orienterede. Beholdningen af udenlandske direkte investeringer er forholdsvis høj i et internationalt perspektiv. Det kan være med til at forklare danske virksomheders relativt høje formueindkomst fra udenlandske investeringer. I den økonomiske debat har det ofte været drøftet, at udenlandske direkte investeringer reducerer det hjemlige investeringsniveau, men hverken den økonomiske litteratur eller den seneste udvikling giver et entydigt svar på denne effekt. I de anvendte regnskabsdata for danske virksomheder ses der heller ikke en sammenhæng mellem investeringer i hjemlandet og udenlandske direkte investeringer.

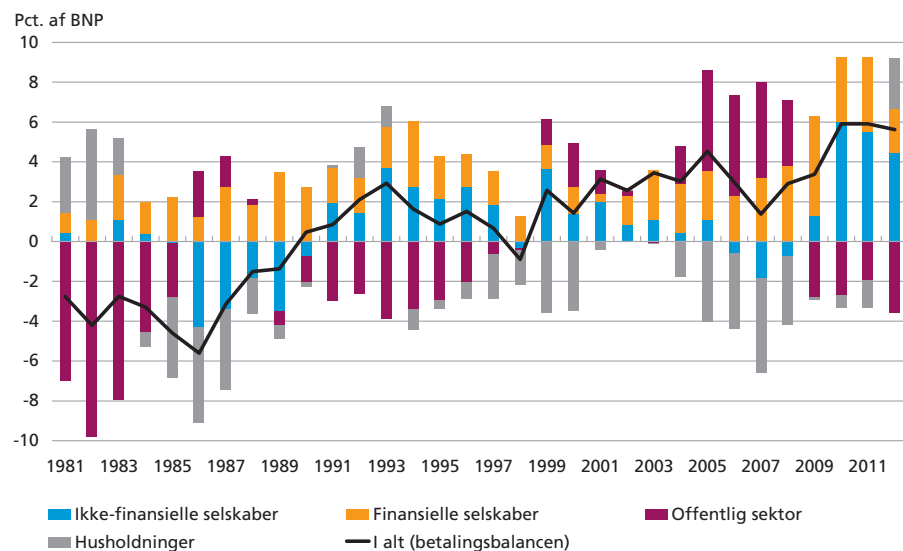
2. VIRKSOMHEDERNES NETTOFORDRINGSERHVERVELSE

Udviklingen i de enkelte sektors nettofordringserhvervelse hænger sammen med de andre sektors opsparingsbalancer. Et opsparingsunderskud i den offentlige sektor vil fx tendere til at blive modsvaret af øget opsparing hos husholdningerne, fordi de vil søge at imødegå øgede fremtidige skatter eller udgiftsbesparelser i fremtiden. Konjunktoren påvirker sektorernes opsparingsbalancer forskelligt. Under et økonomisk opsving øges virksomhedernes og forbrugernes investerings- og forbrugstilbøjelighed, så deres opsparingsbalance falder. Omvendt vil de offentlige finanser på grund af de automatiske stabilisatorer (indkomstskatter, arbejdsløshedsunderstøttelse mv.) typisk blive forbedret under opsving og forværres under konjunkturedgange. Opsparingsbalancerne påvirkes således af virksomhedernes og husholdningernes adfærd samt den økonomiske politik og er en væsentlig mekanisme bag konjunkturudsvingene i økonomien. Udviklingen i den enkelte sektors opsparingsbalance bør derfor også ses i forhold til økonomien som helhed og vurderes over en længere periode.

Under den seneste økonomiske krise har den private sektor styrket nettofordringserhvervelsen markant, jf. figur 1. Det har resulteret i et stort overskud på betalingsbalancen på godt 6 pct. af bruttonational-

BETALINGSBALANCEN OG SEKTORERNES NETTOFORDRINGSERHVERVELSE
1981-2012

Figur 1



Anm.: Den samlede nettofordringserhvervelse stemmer ikke nødvendigvis helt overens med betalingsbalancen, bl.a. som følge af ensidige kapitaloverførsler. Tal for 2012 er baseret på det kvartalsvise nationalregnskab for de to første kvartaler.

Kilde: Danmarks Statistik.

produktet, BNP, i 2011, selv om den offentlige sektor i perioden 2007-11 er gået fra et stort budgetoverskud til et underskud. Stigningen i den private opsparing er en betydelig faktor bag den seneste tids svage økonomiske vækst.

Der har også tidligere været betydelige omsving i de enkelte sektors opsparingsbalancer. I midten af 1980'erne havde den private sektor opbygget betydelige opsparingsunderskud, som affødte store betalingsbalanceunderskud i den periode. I takt med konjunkturedgangen i slutningen af 1980'erne var der en betydelig vending i både virksomhedernes og husholdningernes nettofordringserhvervelse, mens den offentlige sektor atter fik betydelige underskud, som først blev afviklet op gennem 1990'erne. De finansielle selskaber har i mange år haft en positiv nettofordringserhvervelse, men har efter finanskrisen i 2008 øget den en del. Husholdningerne har derimod mere eller mindre permanent haft opsparingsunderskud siden midten af 1980'erne. Konjunktursammenhængen mellem ændringerne i opsparingsbalancerne er i nogle perioder forstærket af, at konjunkturudviklingen har været påvirket af økonomisk-politiske tiltag, som var målrettet mod at påvirke opsparingsbalancen hos navnlig husholdningerne. Det er bl.a. sket ved at reducere skatteværdien af rentefradraget. Omsvinget fra 1980'erne til 1990'erne havde således en mere strukturel karakter som følge af den økonomiske politik.

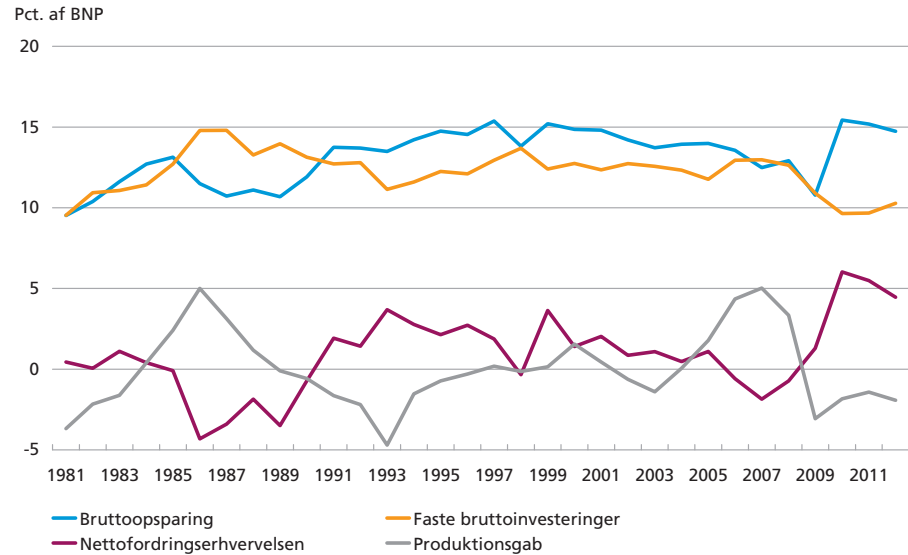
I perioden 1981-2011 har virksomhedernes nettofordringserhvervelse varieret meget, fra et opsparingsunderskud på mere end 4 pct. af BNP i 1986 til et overskud på 6 pct. af BNP i 2010, jf. figur 2. Overskuddet i de seneste år er således det højest observerede i de sidste 30 år.

I 1990'erne havde virksomhederne i en årrække betydelige overskud på 2-4 pct. af BNP, og i perioden 1991-2005 var det gennemsnitlige årlige opsparringsoverskud i sektoren knap 2 pct. af BNP. Det seneste omsving i nettofordringserhvervelsen har været kraftigt og lige så stort som vendingen, der skete under lavvækstperioden i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Ændringen er dog sket fra et andet udgangspunkt, og opsparringsoverskuddet er nu væsentligt højere end dengang, hvorimod realrenten dengang var højere end nu.

Sammenlignet med den nuværende lavkonjunktur var faldet i investeringerne lidt større end i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, mens nedgangen i lagerinvesteringer har været større under den nuværende lavkonjunktur. Ændringen i bruttoopsparingen var i samme størrelsesorden som under den nuværende konjunkturedgang. Generelt er udsvingene i virksomhedernes nettofordringserhvervelse gennem tiden sket i takt med konjunktursituationen, fx målt ved produktionsgab. Det skyldes, at deres opsparingsadfærd både påvirker og påvirkes af konjunkturudviklingen. De har i perioder med lavkonjunktur

UDVIKLINGEN I VIRKSOMHEDERNES NETTOFORDRINGSERHVERVELSE, BRUTTOOPSPARING OG INVESTERINGER

Figur 2



Anm.: Produktionsgabets er for årene 1981-84 fra OECD's Economic Outlook og for perioden fra 1985-2012 Danmarks Nationalbank. Tal for 2012 er baseret på nationalregnskab for de to første kvartaler i året.

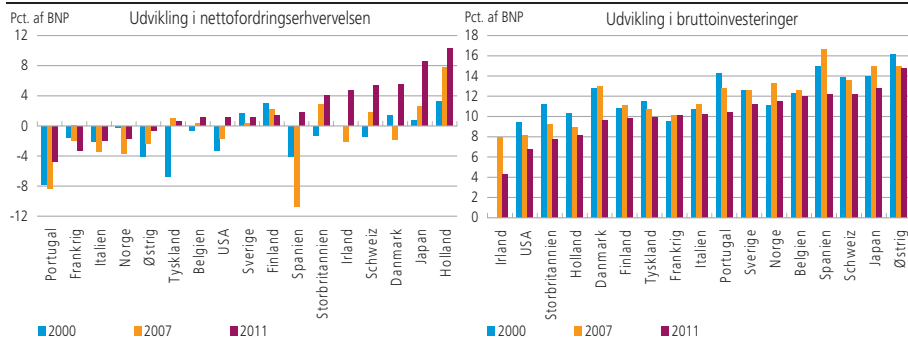
Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og OECD.

konsolideret sig ved at reducere deres udgifter til investeringer, mindske varelagrene og søge at tilpasse medarbejderantallet til det lavere produktionsniveau. I opgangsperioder øger de derimod investeringerne og genopbygger varelagrene.

Også i andre lande er virksomhedernes nettofordringserhvervelse steget i de seneste år er, jf. figur 3. Sammenlignet med andre lande har de danske virksomheders nettofordringserhvervelse dog tilpasset sig forholdsvist meget, hvilket bl.a. kan henføres til et større fald i investerin-

UDVIKLING I VIRKSOMHEDERNES NETTOFORDRINGSERHVERVELSE (VENSTRE) OG BRUTTOINVESTERINGER (HØJRE) FOR UDVALGTE LANDE

Figur 3



Kilde: OECD.

gerne, jf. figur 3 (højre). Kun i Japan og Holland er nettofordringserhvervelsen således større. For mange lande ligger investeringerne lavere og nettofordringserhvervelsen højere end i 2000.

For at kunne bedømme, i hvilket omfang udviklingen i danske virksomheders nettofordringserhvervelse afspejler konjunkturudviklingen under krisen, har vi set nærmere på data fra en række lande i en regressionsanalyse. Baseret på en estimeret historisk sammenhæng finder vi, at ændringen i produktionsgabets isoleret set kun skulle have øget virksomhedernes nettofordringserhvervelse med 2,5 pct. af BNP fra 2007 til 2011. Den faktiske forøgelse på over 7 pct. af BNP indikerer en tilpasning i nettofordringserhvervelsen hos danske virksomheder, der ligger over den gennemsnitlige sammenhæng. Sådanne gennemsnitlige betragtninger er behæftet med betydelig usikkerhed og bør fortolkes varsomt, idet der bl.a. ikke er taget højde for andre faktorer, fx gæld, som kan påvirke virksomhedernes nettofordringserhvervelse. Det økonomiske tilbageslag har således også været større end den normale konjunktturnedgang og har været ledsaget af større usikkerhed omkring fremtidsudsigterne, og det kan have affødt en kraftigere reaktion hos virksomhederne. Virksomhedernes tilbageholdenhed har været med til at forstærke konjunktturnedgangen.

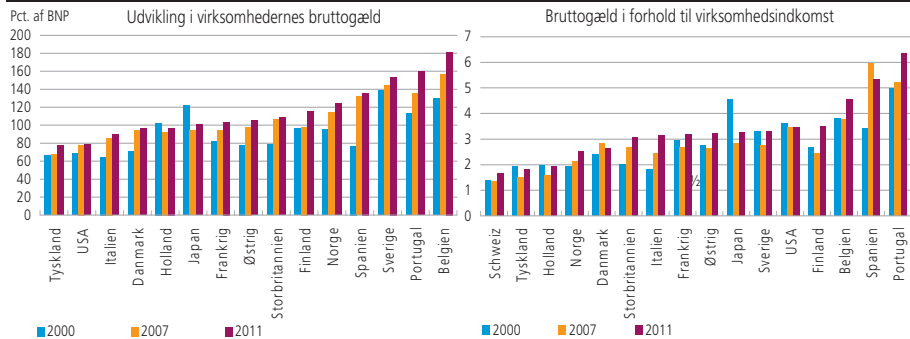
En øget gældsopbygning kan gøre virksomhederne mere sårbare, navnlig over for nedgang i omsætningen som følge af konjunktoren, samt hvis kreditvilkårene bliver strammere. Øget gældsopbygning i gode tider kan således føre til, at der efterfølgende er behov for konsolidering i form af nogle år med positiv nettofordringserhvervelse. Virksomhedernes bruttogæld i Danmark steg fra godt 70 pct. af BNP i 2000 til lige under 95 pct. af BNP i 2007. Stigningen er dog på samme niveau som i en række andre lande, hvor virksomhedernes nettofordringserhvervelse ikke er steget i samme grad.

Et andet mål til at vurdere virksomhedernes gældsbyrde er deres bruttogæld i forhold til indkomsten. En højere gæld indebærer ikke nødvendigvis en øget risiko, så længe indtjeningen stiger tilsvarende. Ud fra det mål tyder det ikke på, at virksomhedernes gældsudvikling er usædvanlig i Danmark, jf. figur 4 (højre).

Samlet set peger det på, at danske virksomheders gælds niveau ikke forklarer den større tilpasning i nettofordringserhvervelsen i de senere år sammenlignet med andre lande. Andre forhold, som er svære at kvantificere betydningen af, kan tænkes at spille en rolle. Den danske finansielle sektor har været relativt hårdt ramt under krisen. Det øger virksomhedernes incitament til fremover at gøre sig mere uafhængige af bankfinansiering. Dertil kommer, at usikkerheden omkring fremtidsudsigterne fortsat er meget høj, bl.a. på grund af gældskrisen i visse

**UDVIKLING I VIRKSOMHEDERNES BRUTTOGÆLD (VENSTRE) OG
BRUTTOGÆLD I FORHOLD TIL INDKOMST (HØJRE)**

Figur 4



Anm.: Forskelle i opgørelsen af sektoren ikke-finansielle selskabers bruttogæld besværliggør internationale sammenligninger. I Danmark er låntagning konsolideret for sektoren, således at lån mellem ikke-finansielle selskaber er udeladt. I en række andre lande estimeres og medtages lån mellem ikke-finansielle selskaber på forskellig vis i sektorens bruttogæld. Det forhold ændrer dog ikke den overordnede konklusion. Virksomhedsindkomst er i nationalregnskabet opgjort som bruttooverskud af produktionen tillagt formueindkomst og fratrukket rentebetalinger og udgifter til leje af jord.

Kilde: OECD.

sydeuropæiske eurolande, hvilket også har tilskyndet virksomhederne til at konsolidere sig. De lave renter, som afspejler denne usikkerhed, har derfor givet anledning til øget opsparing.

3. VIRKSOMHEDERNES BRUTTOOPSPARING

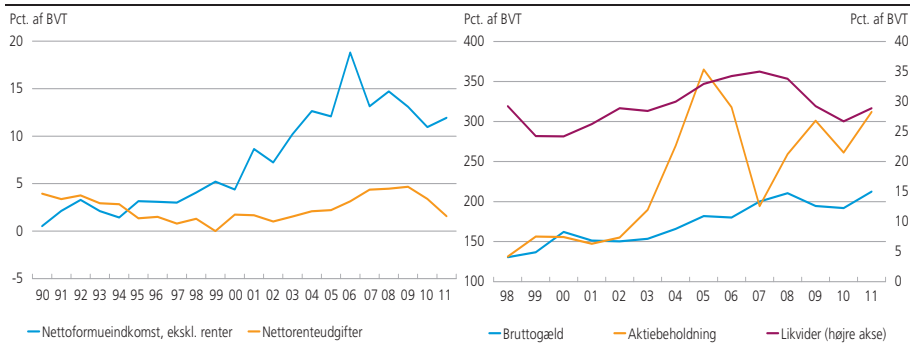
Oven på konjunkturtilbageslaget har virksomhederne øget bruttoopsparingen med næsten 3 pct. af BNP, hvilket svarer til stigningen under lavkonjunkturperioden i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Til forskel fra dengang er den nuværende stigning i bruttoopsparingen ikke drevet af en forøgelse af virksomhedernes profitandel (bruttooverskud), men af faldende renteudgifter, skattebetalinger og udbyttebetalinger. I en international sammenligning er danske virksomheders bruttoopsparing steget meget efter finanskrisen.

Det høje bruttoopsparingsniveau set i international sammenhæng er medvirkende til, at danske virksomheder generelt har haft en positiv nettofordringserhvervelse. Bruttooverskuddet af produktionen (værditilvækst fratrukket lønudgifter) er imidlertid internationalt set på et gennemsnitligt niveau og har ligget forholdsvis konstant. Danske virksomheder har derimod en højere formueindkomst.

De danske virksomheders formueindkomst er steget kraftigt siden slutningen af 1990'erne, jf. figur 5 (venstre). Det skyldes øgede beholdninger af finansielle aktiver og stigning i udbyttebetalinger som andel af overskuddet. Det bør dog i den forbindelse bemærkes, at formueindkomsten som opgjort i nationalregnskabet ikke er konsolideret for den

DANSKE VIRKSOMHEDERS FORMUEINDKOMST OG RENTEUDGIFTER
(VENSTRE) SAMT BRUTTOGÆLD, AKTIEBEHOLDNINGER OG LIKVIDE MIDLER
(HØJRE)

Figur 5



Anm.: Virksomhedernes bruttogæld, aktiebeholdning og likvider er ikke konsoliderede for intrasektorforordringer.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

indbyrdes udlodning af udbytter virksomhederne imellem¹. Rentebetalinger steg også i perioden før krisen som følge af en stigende bruttogæld, men er siden 2008 faldet på grund af det lave renteniveau. Udviklingen i formueindkomsterne afspejler bl.a., at virksomhederne i betydelig grad har opbygget deres finansielle balancer. De har opbygget beholdninger af aktier og andre ejerandele og øget låntagningen. Virksomhederne har derimod ikke opbygget markante reserver af likvide beholdninger i modsætning til en række andre lande, navnlig Storbritannien og Holland.

Ved sammenligning af opsparingsniveauet skal man også tage højde for, at danske virksomheder har et højere forbrug af fast realkapital (afskrivninger) end i andre lande, jf. figur 6 (venstre)². Hvis der korrigeres for dette ved at se på nettoopsparingen (bruttoopsparing fratrukket forbrug af fast realkapital), ligger danske virksomheders opsparingsniveau i gennemsnit dog stadig ca. 3 pct. højere end i de andre lande.

Ud over høje formueindkomster og stigende afskrivninger er en væsentlig årsag til den relativt høje opsparingskvote, at virksomhedernes betalinger til udlodning af selskabsudbytte er lavere end i andre lande, både set i forhold til bruttoværditilvæksten og til overskuddet, jf. figur 6 (højre). Betalingerne til udbytte er i perioden 1995-2010 generelt steget på tværs af lande, hvilket også ses i Danmark.

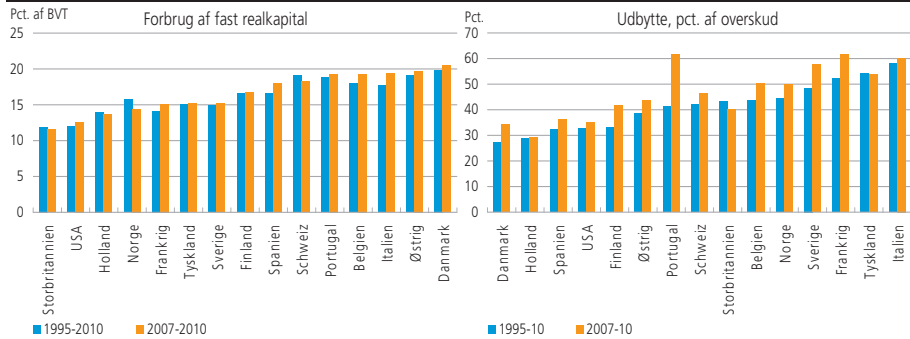
Den økonomiske litteratur angiver mange mekanismer bag virksomhedernes beslutning om at udbetale udbytter, jf. bl.a. Allen og Michaely

¹ Modtaget formueindkomst og udbetalte udbytter samvarierer i høj grad, og den modtagne formueindkomst skal således ikke betragtes som et udtryk for virksomhedernes nettoformueindkomst.

² Tal for kapitalapparatets størrelse, og estimater for afskrivninger herpå, er behæftet med betydelig usikkerhed. De bør derfor fortolkes med varsomhed.

**VIRKSOMHEDERS FORBRUG AF FAST REALKAPITAL (VENSTRE) OG
 UDBYTTEBETALING I PROCENT. AF OVERSKUD (HØJRE)**

Figur 6



Anm.: Virksomhedernes udbytte er betalinger til udloddet selskabsudbytte i nationalregnskabet som andel af virksomhedsindkomsten efter skat og overførsler. I figurerne ses den gennemsnitlige værdi for perioderne.

Kilde: OECD.

(2003), fx kan skattemæssige og institutionelle strukturer spille en betydelig rolle, ligesom der kan være kulturelle forskelle. Det relativt høje skatteniveau på udbytter kan også tænkes at spille en rolle, men vi finder ikke et tydeligt tegn på, at det er den faktor, der er bestemmende for forskelle på tværs af lande.

4. HVAD BESTEMMER VIRKSOMHEDERNES INVESTERINGER?

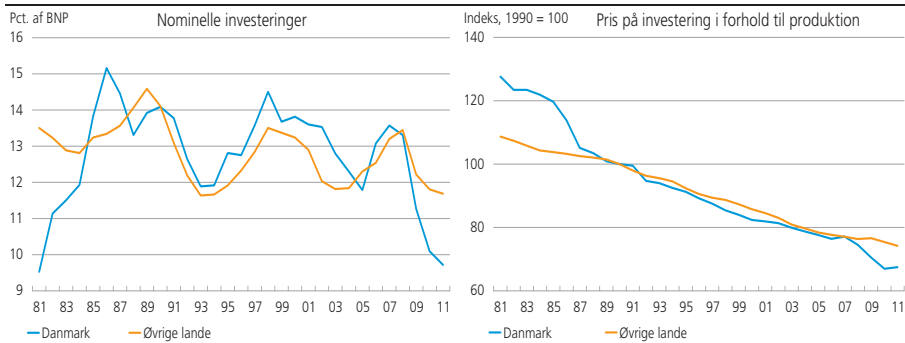
De seneste års fald i virksomhedernes investeringer til den laveste andel af BNP i den statistiskbelagte periode, dvs. de seneste 30 år, har skabt en forventning om et muligt vækstopotiale i investeringerne i de kommende år. Det er imidlertid ikke kun i Danmark, at investeringerne er faldet i perioden 2007-11. Også i de fleste andre OECD-lande faldt investeringerne mærkbart og bidrog dermed til omsvinget i nettofordrings-erhvervelsen.

Set over en længere periode har de nominelle investeringer som andel af BNP udvist en faldende tendens for OECD-landene under ét, jf. figur 7 (venstre). I Danmark har denne udvikling nogenlunde fulgt de øvrige lande, om end den har været noget mere volatil. Udviklingen dækker over, at forholdet mellem prisen på kapital (investeringsdeflatoren) og BNP-deflatoren i løbet af de seneste 30 år gradvis er faldet i OECD-landene, jf. figur 7 (højre). Danmark har igen fulgt de øvrige OECD-lande tæt i store dele af perioden siden begyndelsen af 1980'erne.

Når de relative priser på investeringerne falder, bliver det billigere for virksomhederne at opretholde et fast kapitalapparat. Rent mekanisk indebærer det, at investeringernes andel af BNP målt i nominelle termer vil falde, hvis virksomhederne ønsker at holde investeringernes andel i

INVESTERINGER (VENSTRE) OG RELATIVE PRISER (HØJRE)

Figur 7



Anm.: Investeringer dækker privates nominelle investeringer ekskl. bolig. BNP er for hele økonomien. Øvrige lande er et simpelt gennemsnit af Australien, Belgien, Canada, Finland, Frankrig, Holland, Norge, Storbritannien, Sverige, Tyskland, USA og Østrig. Investeringer for Østrig går kun frem til 2010.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 90 og 91.

reale værdier konstant. Både OECD (2007) og IMF (2006) anfører, at den faldende nominelle investeringsandel kan skyldes udviklingen i det relative prisforhold¹.

For at undersøge, om der fremover er et muligt vækstpotentiale i investeringerne, undersøger vi virksomhedernes reale investeringer nærmere ved hjælp af en økonometrisk paneldataanalyse for en række lande. Vores estimeringsresultater peger på, at investeringskvoten afhænger positivt af væksten i output og negativt af omkostningerne ved kapital².

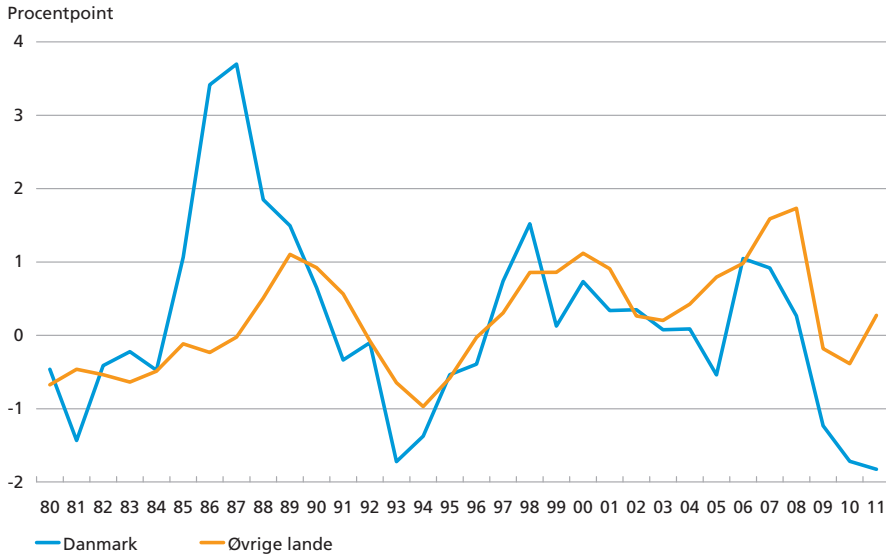
Det strukturelle niveau for investeringer kan udledes fra den estimerede model. En sammenligning af det faktiske investeringsniveau og det strukturelle niveau ud fra vores estimerede model viser, at forskellen mellem disse størrelser følger konjunkturerne. Op til krisen blev der akkumuleret kapital hurtigere, end de underliggende strukturer tilsagde, da virksomhederne forventede stadig fremgang i efterspørgslen, jf. figur 8. Men da krisen faldt virksomhedernes investeringslyst. Den faktiske investeringskvote i Danmark ligger væsentligt under den strukturelle, mens dette ikke er tilfældet for de øvrige lande under ét. Vores resultater peger således på, at der er potentiale for, at investeringerne fremover kan stige i Danmark.

¹ Et andet forhold, der også påvirker investeringsniveauet, er afskrivningsraten. Blandt danske og udenlandske virksomheder er den generelt set steget. Derfor har det været nødvendigt for dem at geninvestere en større andel af kapitalapparatet for at opretholde kapitalapparatets niveau. Afskrivningsraten har generelt ligget højere i Danmark end gennemsnittet for de øvrige lande og trækker i retning af en højere investeringskvote i Danmark.

² Estimationerne viser, at en permanent stigning i den potentielle BNP-vækst på 1 procentpoint indebærer, at investeringskvoten stiger med 0,35 procentpoint.

FORSKEL MELLEML FAKTISK OG STRUKTUREL INVESTERINGSKVOTE

Figur 8



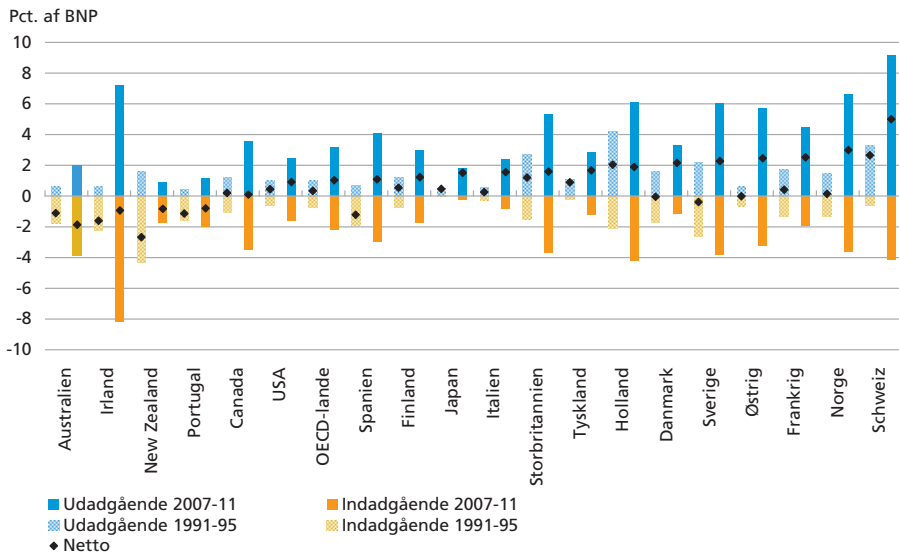
Kilde: Egne beregninger.

Udenlandske direkte investeringer

En faktor, der kan påvirke det indenlandske investeringsniveau, er muligheden for at foretage direkte investeringer i udlandet, FDI. For et bredt udsnit af lande er både udadgående og indadgående FDI steget, jf. figur 9. Det skal ses i lyset af en generel globaliseringstendens, hvor

INDAD- OG UDADGÅENDE FDI

Figur 9



Anm.: Tal dækker hele økonomien og er gennemsnit for perioderne 1991-95 og 2007-11. Indgående FDI er vist med negativt fortegn for at illustrere dem under x-aksen.

Kilde: OECD.

det er blevet nemmere at investere på tværs af landegrænserne. For en lang række af OECD-landene er der tale om en nettoudstrømning af FDI. For de nordeuropæiske lande, herunder Danmark, udgør nettoudstrømningen af FDI årligt omkring 2 pct. af BNP.

Den tiltagende mængde udadgående FDI har medført en betydelig beholdning af udenlandske investeringer hos især de nordeuropæiske lande. Det giver et afkast til hjemlandets virksomheder, som udgør en del af virksomhedernes formueindkomst. Danmark ligger i den øverste halvdel af EU-landene for disse afkast, men vi ligger dog efter lande som Finland og Sverige.

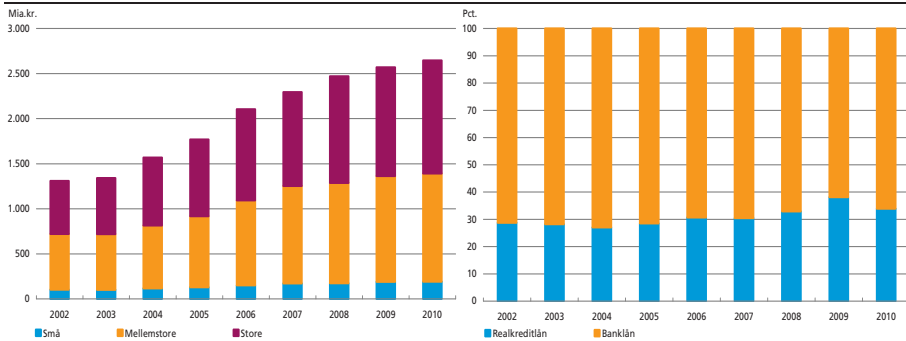
Det har ofte været drøftet i den økonomiske debat, at udenlandske direkte investeringer reducerer det hjemlige investeringsniveau. Ser vi på sammenhængen mellem investeringer i hjemlandet og nettostrømningen af FDI, er der imidlertid ikke nogen tydelig sammenhæng. Resultaterne fra tidligere studier er modsatrettede. Desai mfl. (2005) finder tegn på en positiv sammenhæng mellem udadgående FDI og hjemlige investeringer for multinationale selskaber, mens Feldstein (1994) har fundet en negativ sammenhæng.

5. ANALYSER AF GÆLDSUDVIKLINGEN OG INVESTERINGERNE BASERET PÅ REGNSKABSDATA FOR DANSKE VIRKSOMHEDER

På baggrund af regnskabsdata for danske virksomheder fra Experian (mikrodatabaset) for perioden 2002-10 kan vi analysere udviklingen mere detaljeret på tværs af brancher, størrelse af virksomheder og selskabsform. Virksomhedernes gæld er steget gennem hele perioden, om end i et lang-

SAMLET GÆLD FORDELT PÅ VIRKSOMHEDSSTØRRELSE (VENSTRE) OG SMÅ OG MELLEMSTORE VIRKSOMHEDERS GÆLD FORDELT PÅ BANK- OG REALKREDITLÅN (HØJRE)

Figur 10



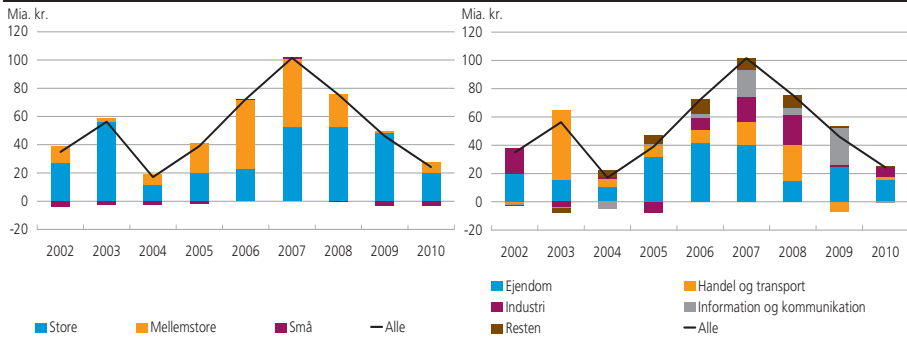
Anm.: Små virksomheder defineres som virksomheder med en balance under 10 mio. kr., mellemstore som virksomheder med en balance mellem 10 mio. kr. og 1 mia. kr. og store som virksomheder med en balance over 1 mia. kr.

Kort og lang gæld er gæld med en restløbetid på henholdsvis op til 1 år og over 1 år.

Kilde: Experian.

**NETTOINVESTERINGER FORDELT PÅ VIRKSOMHEDSSTØRRELSE (VENSTRE)
OG BRANCHE (HØJRE)**

Figur 11



Anm.: Små virksomheder defineres som virksomheder med en balance under 10 mio.kr., mellemstore som virksomheder med en balance mellem 10 mio.kr. og 1 mia.kr. samt store som virksomheder med en balance over 1 mia.kr. Kort og lang gæld er gæld med en restløbetid på henholdsvis op til 1 år og over 1 år.

Kilde: Experian

sommere tempo de seneste par år. Den aftagende gældsopbygning i 2009-10 er bredt fordelt på tværs af virksomhedsstørrelser, jf. figur 10 (venstre). For både små og mellemstore virksomheder steg andelen af realkreditlån i virksomhedernes låneportefølje i 2009, jf. figur 10 (højre).

Virksomhedernes investeringer og udbyttebetalinger

En anden reaktion på det kraftige konjunkturtilbageslag har været, at virksomhederne har nedbragt deres investeringer. Det er i høj grad de store og mellemstore virksomheder, der har drevet udviklingen i nettoinvesteringerne, jf. figur 11 (venstre). Op til finanskrisen investerede de mellemstore virksomheder kraftigt, men har i den efterfølgende lavkonjunktur reduceret deres investeringer. De store virksomheder har også reduceret investeringsniveauet om end i mindre grad. Det fremgår, at ejendomssektoren er en drivende kraft bag investeringsboomet op til 2008. Virksomhederne inden for handel, transport og industri investerede kraftigt i både 2007 og 2008 og reducerede dermed deres investeringer senere end ejendomsbranchen.

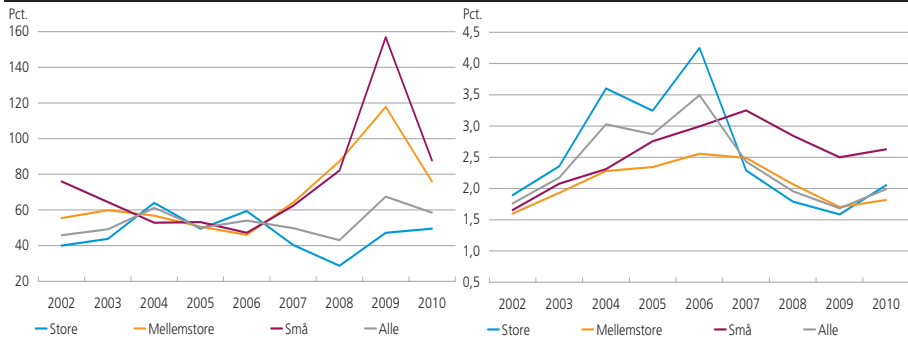
Virksomhedernes udbyttebetalinger steg igennem højkonjunktoren for derefter at falde, da den finansielle krise satte ind. Det er især de store virksomheder, som kan forklare den udvikling.

Udbytteprocenten, dvs. udbyttebetalingerne i forhold til nettooverskuddet efter skat, var i højkonjunktoren på omtrent samme niveau for alle størrelser af virksomheder, jf. figur 12 (venstre).¹ I 2008 og 2009 forøgede de mellemstore og små virksomheder udbytteprocenten kraftigt, mens de store fastholdt niveauet. Den større stigning i udbytteprocenten

¹ Ovenfor opgøres udbytteprocenten i forhold til bruttooverskuddet.

**UDBYTTE I FORHOLD TIL NETTOOVERSKUD EFTER SKAT (VENSTRE) OG
BALANCEN (HØJRE) FORDELT PÅ STØRRELSE**

Figur 12



Anm.: Små virksomheder defineres som virksomheder med en balance under 10 mio. kr., mellemstore som virksomheder med en balance mellem 10 mio. kr. og 1 mia. kr. og store som virksomheder med en balance over 1 mia. kr. Kort og lang gæld er gæld med en restløbetid på henholdsvis op til 1 år og over 1 år.

Kilde: Experian.

ten hos de små og mellemstore virksomheder dækker over, at nettooverskuddet efter skat fald kraftigere end udbyttebetalingerne.

I forhold til balancen udbetalte de store virksomheder op til finanskrisen en større del end de små og mellemstore. Det vendte dog i 2007, hvorefter de store virksomheder relativt til balancen i højere grad reducerede deres udbyttebetalinger end de mindre virksomheder, jf. figur 12 (højre).

LITTERATUR

Allen, Franklin og Roni Michaely (2003), Payout policy, *Handbook of the Economics of Finance*, kapitel 7, vol. 1, del A, North-Holland.

Desai, Mihir A., C. Fritz Foley og James R. Hines Jr. (2005), Foreign Direct Investment and the Domestic Capital Stock, *American Economic Review*, vol. 95(2), s. 33-38, maj.

IMF (2006), Awash with cash: why are corporate savings so high?, IMF, *World Economic Outlook*, kapitel 4, september.

Jorgenson, Dale (1967), The theory of investment behavior, *Determinants of Investment Behavior*, redigeret af Robert Ferber, kapitel 3, s. 129-188.

OECD (2007), Corporate saving and investment: recent trends and prospects, OECD, *Economic Outlook*, nr. 82, december.

Pengeinstitutternes renter

Brian Liltoft Andreasen, Kapitalmarkedsafdelingen, Paul Lassenius Kramp, Økonomisk Afdeling og Andreas Kuchler, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbanken har siden 2008 sat renten ned ad flere omgange, men pengeinstitutternes renter er ikke faldet i samme grad, som udviklingen i de pengepolitiske renter kunne tilsige. I løbet af 2012 har en del af institutternes kunder oplevet, at renten på deres lån blev sat op, mens de i aviserne kunne læse, at Nationalbankens rentesatser fortsat var faldende og indskudsbevisrenten negativ.

Pengeinstitutternes renter over for husholdninger og virksomheder følger nogenlunde udviklingen i Nationalbankens rentesatser. Hvor tæt sammenhængen med Nationalbankens renter er, varierer i løbet af en konjunkturcykel. I perioder med lavkonjunktur vil institutterne øge rentemarginalen, dvs. forskellen mellem ud- og indlånsrenter, for at imødegå forhøjede kreditrisici og modvirke en faldende indtjening, mens de under en højkonjunktur vil reducere rentemarginalen. Dette procykliske mønster har også været gældende under det nuværende konjunkturtilbageslag, hvor institutterne gradvis har øget rentemarginalen siden begyndelsen af 2008.

På trods af en højere rentemarginal nyder både husholdninger og virksomheder godt af de nuværende ekstraordinært lave pengepolitiske renter, da renterne på pengeinstitutternes udlån generelt er lavere end forud for den finansielle krise, og renterne på realkreditinstitutternes udlån er historisk lave.

Pengeinstitutternes indtjening må i øjeblikket betegnes som lav. Det skyldes bl.a. store nedskrivninger på udlån og faldende udlånsvolumen. Disse faktorer har medvirket til en betydelig reduktion af pengeinstitutternes indtjening og har kun delvis kunnet imødegås af forhøjede rentemarginaler og omkostningsreduktioner.

Under den nuværende lavkonjunktur presses pengeinstitutternes indtjening også af de lave pengepolitiske renter. Det usædvanligt lave renteniveau har gjort det vanskeligt – om ikke umuligt – for pengeinstitutterne at sætte indlånsrenterne yderligere ned. Det betyder, at det ikke længere er muligt for institutterne at "overvælde" nedsættelserne af de pengepolitiske renter til deres indlånskunder. Samtidig er renten på en

del af deres udlån bundet op på referencerenter, der følger Nationalbankens renter tæt. De ekstraordinært lave pengepolitiske renter indebærer, at pengeinstitutternes indtjening på sådanne udlån reduceres.

Endelig stiller det kommende kapitaldækningsdirektiv, CRD IV, højere krav til kvaliteten og størrelsen af pengeinstitutternes kapital og introducerer nye, harmoniserede likviditetsregler på tværs af EU. De nye krav stiller indirekte krav til institutternes indtjening, der skal være tilstrækkeligt høj til at understøtte opbygningen af den påkrævede kapital. Konsekvenserne af den nye regulering er blevet vurderet i flere internationale analyser, der indikerer, at institutternes udlånsrenter vil stige som følge af de skærpede krav.

UDVIKLING I RENTERNE

Siden 2008 har Nationalbanken som led i fastkurspolitikken sat de pengepolitiske renter ned svarende til udviklingen i euroområdet.¹ Som følge af et vedvarende opadgående pres på kronen har Nationalbanken endvidere ad flere omgange selvstændigt reduceret de pengepolitiske renter, således at de pengepolitiske renter i Danmark nu ligger under niveauet i euroområdet. Den seneste nedsættelse har medført, at indskudsbevisrenten blev negativ.

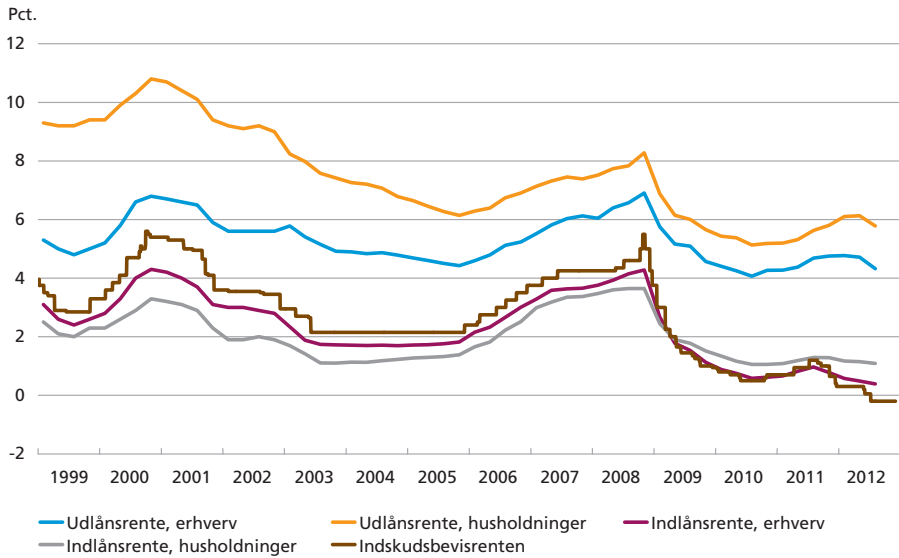
Pengeinstitutternes renter over for husholdninger og virksomheder følger normalt udviklingen i Nationalbankens rentesatser, jf. figur 1. Der er to væsentlige faktorer bag denne sammenhæng. For det første er hovedparten af institutternes ind- og udlån aftalt med variabel rente. For det andet fungerer Nationalbankens pengepolitiske instrumenter og det korte pengemarked som en mulig marginal finansieringskilde for det enkelte institut. For den finansielle sektor som helhed svarer Nationalbankens renter til den marginale pris på likviditet.

Samvariationen mellem de pengepolitiske renter og pengeinstitutternes renter varierer dog i løbet af en konjunkturcykel. I de seneste år er pengeinstitutternes udlånsrenter ikke faldet så meget, som udviklingen i de pengepolitiske renter kunne tilsige. Institutternes indlånsrenter har i højere grad fulgt de pengepolitiske renter. Det betyder, at pengeinstitutternes rentemarginal – forstået som forskellen mellem ud- og indlånsrenten – steg fra 2008 og frem til begyndelsen af 2012. På det seneste er rentemarginalen dog faldet lidt. Udvidelsen af rentemarginalen stemmer godt overens med de forringede konjunkturer, jf. figur 2, og skal ses i lyset af, at institutterne under en lavkonjunktur vil have forhøjede kreditrisici på deres udlån og en faldende indtjening, jf. nedenfor.

¹ Se Danmarks Nationalbank (2009) for en uddybning af pengepolitikken i Danmark.

INDSKUDSBEVISRENTEN OG PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSITLIGE IND- OG UDLÅNSRENTER

Figur 1



Anm.: Indskudsbevisrenten er på dagsbasis, øvrige renter er på kvartalsbasis.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DEN CYKLISKE KOMPONENT I RENTEMARGINALEN OG PRODUKTIONSGABET

Figur 2



Anm.: Den cykliske komponent i rentemarginalen er defineret som afvigelsen fra en HP-filtreret trend ($\lambda = 1.600$). Rentemarginalen for især husholdninger har været faldende over tid bl.a. som følge af, at pengeinstitutterne har ændret deres prispolitik. Ved at analysere afvigelsen fra en HP-filtreret trend fjernes sådanne strukturelle ændringer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

For at give et mere nuanceret billede af udviklingen i pengeinstitutternes rentesatser kan rentemarginalen opdeles i en udlånmarginal og en indlåsmarginal. Udlånmarginalen opgøres som forskellen mellem udlånsrenten og den korte pengemarkedsrente, mens indlåsmarginalen er forskellen mellem den korte pengemarkedsrente og indlånsrenten. Den samlede rentemarginal er summen af ud- og indlåsmarginalen.

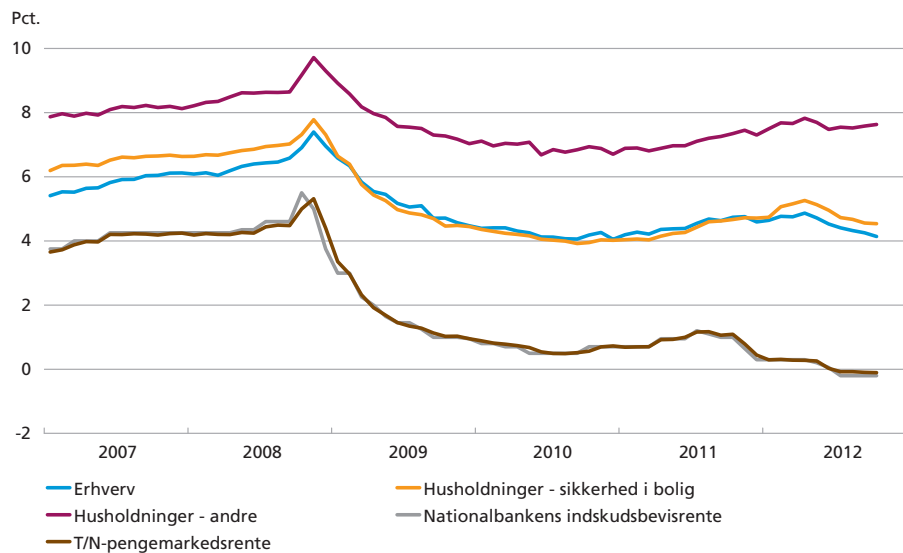
Under normale forhold vil både ud- og indlåsmarginalen være positive. Det afspejler, at udlånskunderne betaler en rente, der er højere end den rente, som pengeinstituttet kan opnå ved at placere en ekstra krone på det korte pengemarked, og at indlånskunderne får tilskrevet en rente på deres konti, der er lavere end den rente, som instituttet kan låne til på pengemarkedet.

Pengeinstitutternes udlånsrenter

Mens den korte pengemarkedsrente har fulgt udviklingen i Nationalbankens indskudsbevisrente tæt, er relationen mellem pengeinstitutternes udlånsrenter og indskudsbevisrenten blevet mindre tydelig i de senere år, jf. figur 3. Faldet i institutternes udlånsrenter i perioden fra efteråret 2008 til slutningen af 2010 var således ikke helt så kraftigt som faldet i indskudsbevisrenten.

GENNEMSNITLIGE RENTER PÅ UDESTÅENDE UDLÅN FRA PENGEINSTITUTTER, INDSKUDSBEVISRENTE OG PENGEMARKEDSRENTE

Figur 3



Anm.: Udlån til private omfatter husholdningssektoren, dvs. personligt ejede virksomheder, lønmodtagere og pensionister mv.

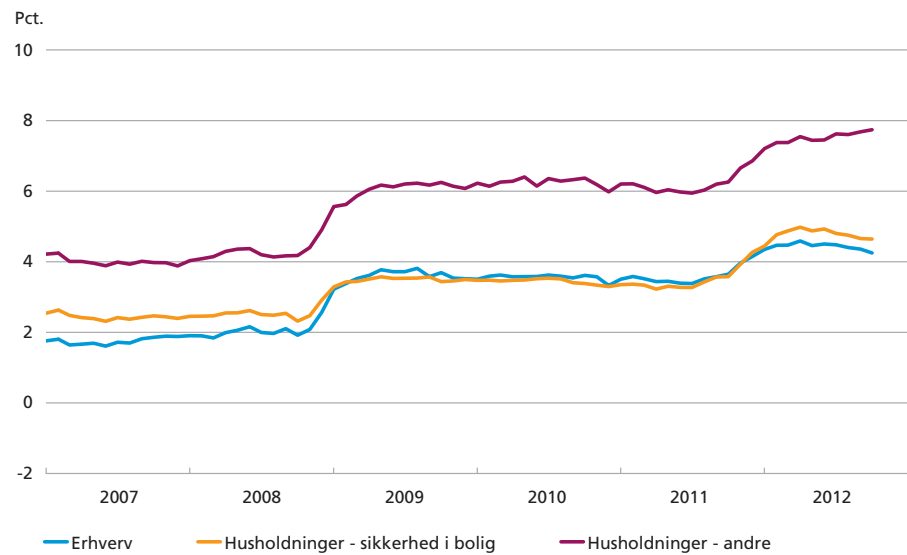
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den reducerede samvariation mellem pengeinstitutternes udlånsrenter og de pengepolitiske renter afspejler sig tydeligt i udviklingen i institutternes udlånsmarginale, jf. figur 4. De gennemsnitlige udlånsmarginale blev således udvidet fra slutningen af 2008 til begyndelsen af 2009 med ca. 2 procentpoint. Det skyldtes ikke, at pengeinstitutter aktivt satte rentesatserne op, men at udlånsrenterne ikke blev sat nær så meget ned som de pengepolitiske renter. Udlånsmarginale blev udvidet med yderligere ca. 1,5 procentpoint i slutningen af 2011. Her var der tale om en kombination af faldende pengepolitiske renter og svagt stigende udlånsrenter.

En række pengeinstitutter har i løbet af 2012 annonceret fortsatte rentestigninger på dele af deres udlån både til husholdninger og erhverv. Ifølge Nationalbankens rentestatistik er de seneste annonceringer kun slået svagt igennem på den gennemsnitlige udlånsrente til husholdninger på andre lån end lån med pant i boligen. På husholdningernes lån til boligformål og erhvervsudlån kan der ikke umiddelbart ses nogen effekt af de senest bebudede renteforhøjelser. Det kan skyldes, at renterne på en stor del af disse lån er direkte knyttet til en referencerente som fx Cibor eller Nationalbankens indskudsbevisrente. For sådanne lån vil et fald i referencerenterne indebære et umiddelbart, tilsvarende fald i udlånsrenten.

PENGEINSTITUTTERNES Gennemsnitlige UDLÅNSMARGINALER

Figur 4



Anm.: Udlån til private omfatter husholdningssektoren, dvs. personligt ejede virksomheder, lønmodtagere og pensionister mv. Udlånsmarginale er beregnet som forskellen mellem udlånsrenten og T/N-pengemarkedsrenten.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Selv om de annoncerede renteforhøjelser kun i begrænset omfang kan ses af Nationalbankens rentestatistik, vil der ikke desto mindre være kunder, der har fået forhøjet renten på deres lån samtidig med, at de i aviserne har kunnet læse, at de pengepolitiske renter er faldet til et historisk lavt niveau. Prisstigningerne har især omfattet lån uden sikkerhed eller med sikkerhed i andet end fast ejendom. Det skal bemærkes, at rentestatistikken kan være påvirket af en eventuel substitution mellem forskellige produkter. Rentestatistikken er baseret på faktisk betalte renter, og udviklingen i statistikken vil derfor afspejle både ændringer i rentesatserne på de enkelte låntyper og ændringer i fordelingen af låntyper.

I de fleste andre lande finansieres fast ejendom typisk af pengeinstitutter, mens realkreditinstitutterne står for en stor del af dette marked i Danmark. Hertil kommer, at der på tværs af lande kan være forskel på, hvor stor en andel af boligens værdi der belånes. Sådanne forskelle i den finansielle struktur vanskeliggør sammenligninger af renteniveauerne i forskellige lande. I en international sammenligning kan danske pengeinstitutters renter på udlån til boligfinansiering umiddelbart se relativt høje ud, men det skyldes især, at pengeinstitutternes sikkerheder ofte har status som andenprioritetspant, mens realkreditinstitutternes sikkerheder har status som førsteprioritetspant. Renter på realkreditlån er derfor markant lavere end på pengeinstitutlån. Samlet set ligger de danske boligrenter i den lave ende i forhold til andre lande, jf. boks 1.

Pengeinstitutternes indlånsrenter

Relationen mellem pengeinstitutternes indlånsrenter og Nationalbankens indskudsbevisrente er som for udlånsrenterne blevet mindre tydelig i de senere år, jf. figur 6. Pengeinstitutternes indlånsrenter har traditionelt været lavere end Nationalbankens indskudsbevisrente og den korte pengemarkedsrente. Siden begyndelsen af 2009 har det omvendte billede dog gjort sig gældende. Pengeinstitutternes indlånsmarginale er blevet negative, jf. figur 7. Det betyder, at pengeinstitutterne ikke længere kan opnå fortjeneste ved at tiltrække yderligere indlån og placere likviditeten herfra i pengemarkedet.

De negative indlånsmarginale skal ses i lyset af, at renterne i 2009 nåede ned på et niveau, hvor det blev særdeles vanskeligt for pengeinstitutterne at sætte indlånsrenterne yderligere ned, også selv om de pengepolitiske renter fortsatte med at falde. For de fleste almindelige indlån på anfordringsvilkår var renterne allerede nul eller tæt herpå. Det var derfor ikke længere muligt for institutterne i fuldt omfang at "overvælde" nedsættelserne af de pengepolitiske renter til deres indlånskunder. I enkelte tilfælde har virksomheder dog oplevet at få negative ren-

INTERNATIONAL SAMMENLIGNING AF UDLÅNSRENTER

Boks 1

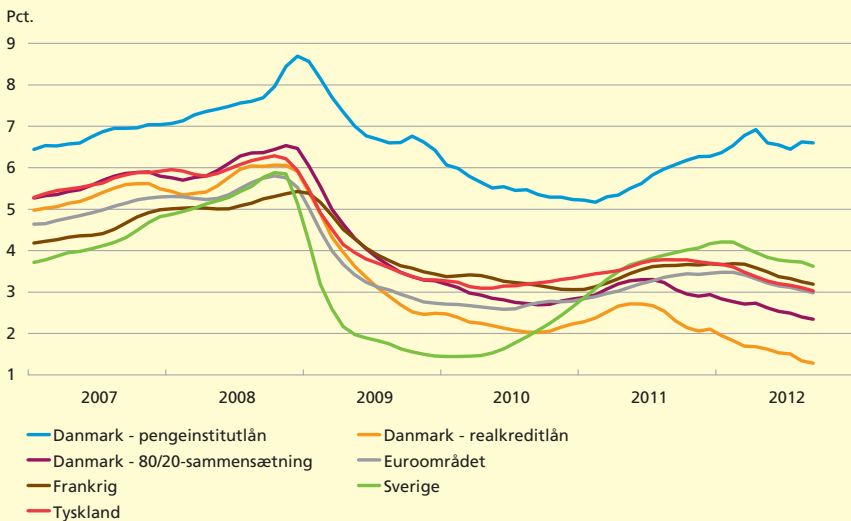
Internationale sammenligninger af pengeinstitutternes renteniveauer vanskeliggøres af forskelle i finansielle strukturer.¹ Særligt forskelle i den bagvedliggende sikkerhed på lån, løbetidssammensætning og forskellige rentefikseringsperioder påvirker billedet. Aggregerede renter kan afspejle såvel renteforskelle som forskelle i vægtningen af de enkelte underkomponenter. Derfor bør internationale sammenligninger så vidt muligt foretages for specifikke kombinationer af de dimensioner, som er væsentlige for sammenligningen.

Langt størstedelen af lån med pant i boligen i danske pengeinstitutter er med kort rentebinding. Da realkreditinstitutternes sikkerheder normalt har status som første-prioritetspant, mens pengeinstitutterne sikkerheder ofte har status som andenprioritetspant, ligger pengeinstitutternes renter over realkreditrenterne og relativt højt i forhold til lån til boligformål i andre europæiske lande, jf. figur 5.

For en boligkøber i Danmark, der finansierer sig med 80 pct. realkreditlån og 20 pct. pengeinstitutlån, adskiller den samlede, korte boligrente sig ikke væsentligt fra andre lande. Det skal dog bemærkes, at belåningsgraden i andre lande normalt er væsentligt lavere end 100 pct., og set i det lys ligger de danske boligrenter i den lave ende i forhold til andre lande.

RENTER PÅ NYUDSTEDTE BOLIGLÅN MED KORT RENTEBINDING I UDVALGTE LANDE

Figur 5



Anm.: Figuren viser renter på nyudlån med pant i boligen til husholdninger med rentefiksering op til 1 år. Renterne er vist som 3 måneders glidende gennemsnit.

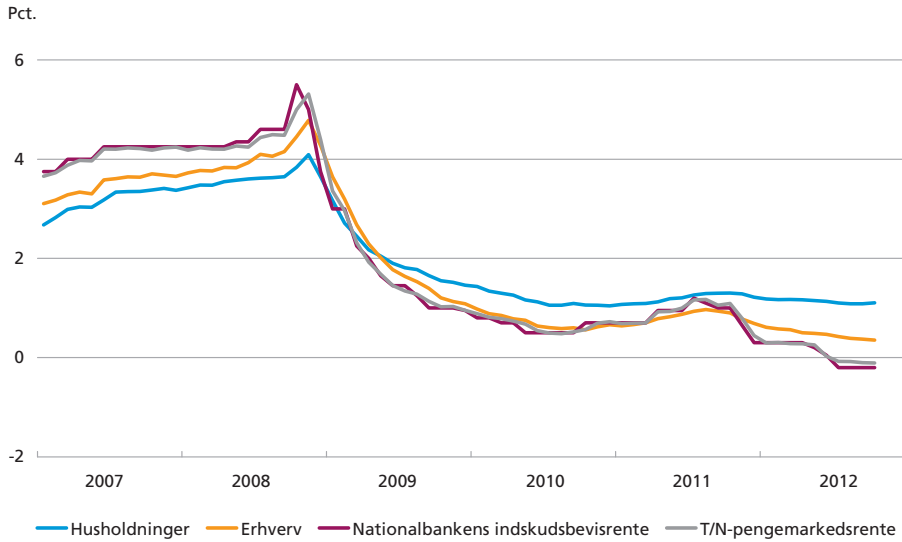
Kilde: ECB og Danmarks Nationalbank.

¹ ECB har i en nylig undersøgelse analyseret udviklingen i bankernes renter i udvalgte eurolande, jf. ECB (2012). Undersøgelsen konkluderer bl.a., at en væsentlig forklaring på renteforskellene på tværs af landene er forskelle i finansielle strukturer.

ter på deres indlån, men der har primært været tale om særlige korte tidsindsud, jf. Jørgensen og Risbjerg (2012). Indlånsmarginale er samtidig blevet påvirket af, at der i de seneste år har været en stigende

GENNEMSNITLIGE RENTER PÅ UDESTÅENDE INDLÅN I PENGEINSTITUTTER

Figur 6

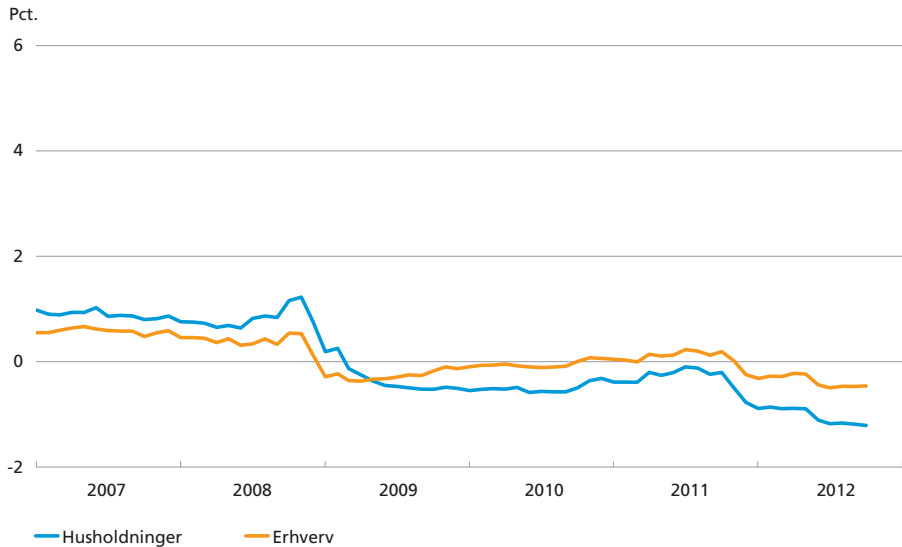


Anm.: Indlån til private omfatter husholdningssektoren, dvs. personligt ejede virksomheder, lønmodtagere og pensionister mv.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

konkurrence om indlån, især om såkaldte tidsindskud, der først kan hæves ved udløbet af en aftalt periode, fx på 1 eller 3 år. Renten på tidsindskud fra husholdninger med en bindingsperiode på over 2 år er i dag omkring 1,5 pct. Af de samlede indlån udgør tidsindskud omkring 38 pct.

PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNITLIGE INDLÅNSMARGINALER

Figur 7



Anm.: Indlån fra private omfatter husholdningssektoren, dvs. personligt ejede virksomheder, lønmodtagere og pensionister mv. Indlånsmarginale er beregnet som forskellen mellem T/N-pengemarkedsrenten og indlånsrenten.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

I Nationalbankens rentestatistik er renterne på anfordringsindlån bl.a. påvirket af indlån med tilknytning til prioritetslån¹, som trækker de gennemsnitlige renter betydeligt op. En opgørelse baseret på data for april til august 2012 viser, at renten på anfordringsindlån fra husholdninger uden prioritetslån eller tilsvarende produkter var omtrent 0,3 pct.

FAKTORER, DER PÅVIRKER PENGEINSTITUTTERNES RENTEMARGINALER

Pengeinstitutternes rentesatser påvirkes også af andre faktorer end udviklingen i de pengepolitiske renter, herunder kreditrisici og udviklingen i den løbende indtjening. I den nuværende situation er der endvidere nye krav til bl.a. institutternes likviditet og kapital. Flere undersøgelser viser, at de nye regler vil kunne forøge institutternes udlånsrenter.

Højere kreditrisici

Som en naturlig del af driften påtager pengeinstitutterne sig kreditrisiko, når de yder lån til husholdninger og virksomheder. Kreditrisikoen er risikoen for, at instituttet lider tab som følge af, at låntager misligholder sine betalingsforpligtelser. Denne risiko afhænger såvel af de økonomiske konjunkturer som af låntagers kreditværdighed og værdien af eventuelle sikkerheder, fx pant i fast ejendom.

Renten på det enkelte udlån vil normalt afspejle kreditrisikoen på den enkelte låntager eller på en gruppe af låntagere med samme karakteristika som den pågældende låntager. En del af udlånsmarginale kan derfor betragtes som en præmie for den kreditrisiko, som pengeinstituttet påtager sig ved at yde det pågældende lån.

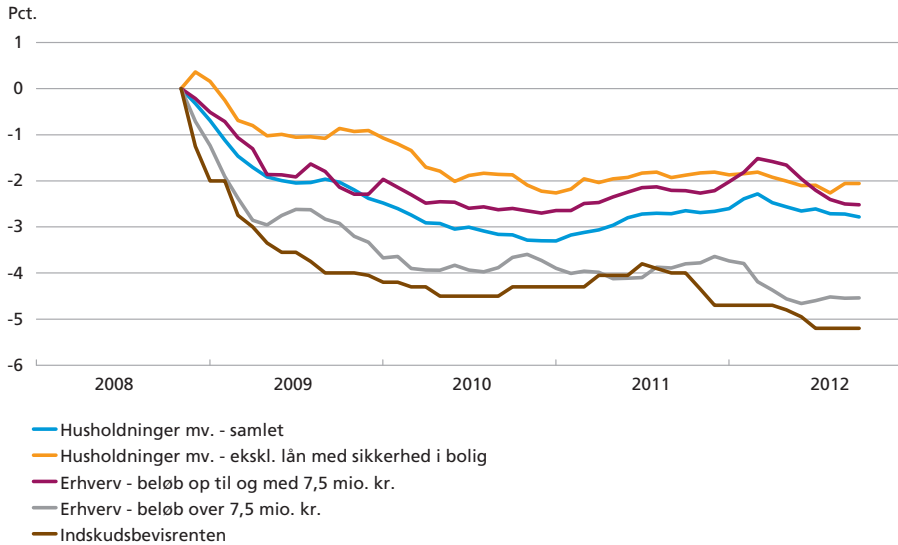
Forud for den finansielle krise var pengeinstitutterne generelt optimistiske ved vurderingen af kreditrisikoen. Arbejdsløsheden var rekordlav, virksomhedernes nøgletal gode, og sikkerhederne bag institutternes udlån steg i værdi. Optimismen betød, at kreditrisikopræmierne generelt var lave, og pengeinstitutternes udlånsvækst høj.

Efter udbruddet af den finansielle krise har pengeinstitutterne ændret deres vurdering af låntagernes kreditrisiko. En væsentlig forklaring er, at de svage økonomiske konjunkturer sammen med faldende værdi af sikkerheder har bidraget til at forøge risikoen for tab. Samtidig har institutterne haft et stigende antal nødlidende lån, hvilket har øget deres risikobevindsthed. Institutterne har således strammet kreditstandarderne

¹ Prioritetslån er ofte udformet som udlån med sikkerhed i fast ejendom med en tilhørende indlånskonto, der forrentes med samme rente som udlånsrenten. Indestændet på prioritetskonti udgør ifølge en nylig opgørelse 13-18 pct. af det samlede anfordringsindlån.

AKKUMULEREDE RENTEÆNDRINGER SIDEN NOVEMBER 2008

Figur 8



Anm.: Pengeinstitutternes rentesatser er 3 måneders glidende gennemsnit af renter på nyudlån. Indskudsbevisrenten er ultimo måneden. Udlån til private omfatter husholdningssektoren, dvs. personligt ejede virksomheder, lønmodtagere og pensionister mv.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

kraftigt over for både virksomheder og husholdninger, jf. Nationalbankens kvartalsvise udlånsundersøgelser.¹

Pengeinstitutterne differentierer deres rentesatser på tværs af forskellige kundegrupper og forskellige produkttyper, og der kan derfor være forskel på, hvor meget de har hævet udlånsmarginale over for forskellige kundegrupper. Renterne på udlån med relativt god sikkerhed følger pengemarkedsrenterne tættere end renterne på udlån med ringere sikkerhed, jf. figur 8. Pengeinstitutternes differentiering af priserne over for virksomheder ses bl.a. af, at renterne på store erhvervslån i gennemsnit er lavere end på små erhvervslån, jf. boks 2.

Indtjening under pres

Pengeinstitutternes indtjening har været under pres, siden den finansielle krise brød ud i efteråret 2008. I hvert af årene i perioden 1995-2007 var den gennemsnitlige, årlige forrentning af institutternes egenkapital på mere end 15 pct. før skat. I de seneste år har den været mindre end 2 pct. før skat. Indtjeningen presses fra flere sider:

¹ Nationalbankens udlånsundersøgelse baseres på besvarelser fra kreditcheferne i de største penge- og realkreditinstitutter vedrørende ændringer i låneudbud og -efterspørgsel, betingelserne på lån over det seneste kvartal og de forventede ændringer i det kommende kvartal. Udlånsundersøgelsen blev gennemført første gang i 4. kvartal 2008.

- Pengeinstitutternes nedskrivninger på udlån er markant højere end forud for krisen. En stor del af nedskrivningerne er fortsat relateret til udlån, der blev ydet i årene op til krisen. Efter de gældende nedskrivningsregler skal et udlån nedskrives, når der konstateres objektiv indikation for værdiforringelse, og det er ikke tilladt at udjævne nedskrivningerne mellem "gode" og "dårlige" år. Hvis nedskrivningerne ikke kan dækkes af den løbende indtjening, vil solvenskapitalen blive reduceret, hvilket kan bringe instituttets videreførelse i fare. For at undgå dette kan det være nødvendigt for institutterne at sætte priserne op.
- Pengeinstitutternes finansieringsomkostninger er steget relativt til udviklingen i de pengepolitiske renter. Det illustreres dels af faldet i indlåsmarginalerne, jf. figur 7, dels af det forhold, at rentespændene på pengeinstitutternes gældsudstedelser er højere end forud for krisen. Samtidig er renten på en del af institutternes udlån bundet op på renter, der følger Nationalbankens renter tæt. Hermed medfører de ekstraordinært lave pengepolitiske renter, at pengeinstitutternes indtjening på sådanne lån reduceres.
- Pengeinstitutternes udlån er faldet. Deres nettorenteindtægter reduceres således ikke kun på grund af højere finansieringsomkostninger, men også som følge af en lavere udlånsvolumen.

De nævnte forhold har alle været med til at presse pengeinstitutternes indtjening og kan således være med til at forklare de stigende udlåns-marginaler.

På trods af de højere rentemarginaler må pengeinstitutternes indtjening fortsat betegnes som lav, jf. figur 10. Hvis ikke niveauet for nedskrivninger falder, kan der derfor være behov for andre tiltag, hvis forrentningen af institutternes egenkapital skal øges. Flere institutter har

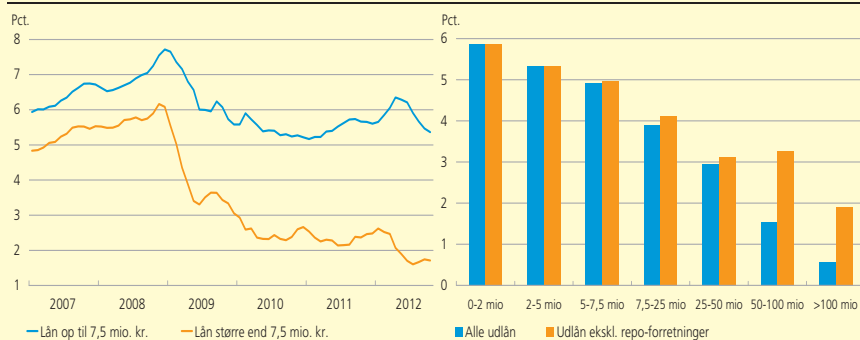
ØGET PRISDIFFERENTIERING OVER FOR ERHVERVSKUNDER	Boks 2
<p>Pengeinstitutternes differentiering mellem kundegrupper kan bl.a. ses af rentestatistikens opdeling af nye udlån til erhverv i lån over og under 7,5 mio. kr.¹ Renten på store lån, som udgør langt størstedelen af det samlede volumen, er faldet markant siden slutningen af 2008, jf. figur 9 (venstre). For de mindre lån er det samlede fald siden 2008 væsentligt mindre. Forskelle i renteniveauet på lån over og under 7,5 mio. kr. skal bl.a. ses i lyset af forskelle i virksomhedernes størrelse, sikkerhedsstillelse og administrationsomkostninger. Små virksomheder har højere konkurrandsynligheder end større virksomheder, hvorfor også kreditrisikoen alt andet lige vil være større.</p> <p>Spændet mellem renterne på store og små udlån til erhverv er øget siden 2008. Nationalbanken indsamlede i efteråret 2012 yderligere data fra pengeinstitutter med det formål at afdække årsager til renteforskellen på små og store lån.² Undersøgelsen viser en negativ sammenhæng mellem renten og lånets størrelse, jf. figur 9 (højre).</p>	

FORTSAT

Boks

RENTER PÅ NYUDLÅN TIL ERHVERV FORDELT PÅ LÅNSTØRRELSE

Figur 9



Anm. Renterne i figuren til venstre er vist som 3 måneders glidende gennemsnit. Figuren til højre er baseret på data for april-august 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank, rentestatistikken og et særligt indsamlet datasæt.

Endvidere viser undersøgelsen, at en af de væsentligste forskelle på lån over og under 7,5 mio. kr. er forskelle i den underliggende sikkerhed. Således udgør repoforretninger, dvs. udlån med sikkerhed i værdipapirer, en betydelig del af udlånet over 7,5 mio. kr. Sikkerheden forbundet med et repolån gør, at renten på disse er markant lavere end på øvrige erhvervsudlån. Det betyder, at renten på andre typer udlån til erhverv er markant højere end den gennemsnitlige rente for lån over 7,5 mio. kr. Forskellen kan primært tilskrives relativt få, store repoudlån over 50 mio. kr. Et konservativt estimat baseret på data fra april til august 2012 viser, at renten på udlån over 7,5 mio. kr. ekskl. repoforretninger er ca. 1,0-1,5 procentpoint højere end den rente, der fremgår af figuren til venstre. Repoforretninger udgør nu en markant større andel af pengeinstitutternes udestående udlån end før finanskrisen. Det kan dog ikke entydigt afgøres, om stigningen kan tilskrives enkelte sektorer, såsom forsikrings- og pensions-selskaber, som ikke indgår i opgørelsen for erhverv.

Endelig viser undersøgelsen en klar sammenhæng mellem lånets størrelse og virksomhedens størrelse. Udlån til små og mellemstore virksomheder udgør således størstedelen af udlånet under 7,5 mio. kr.

¹ Nye udlån til erhverv defineres som "enhver ny aftale indgået med ikke-finansielle selskaber i referenceperioden". Ved nye aftaler forstås "alle finansielle kontrakter eller aftaler om vilkår og betingelser, hvor rentesatsen for et udlån fastsættes første gang (nye konti), samt eksisterende udlån, hvis vilkår og betingelser er ændret efter genforhandling".

² Fem pengeinstitutter deltog i undersøgelsen og bidrog med tværsnitsdata for april-august 2012 for renter på nyudlån til erhverv nedbrudt på flere kategorier af lånstørrelser end i den ordinære rentestatistik. Undersøgelsen dækker nyudlån på ca. 35 mia. kr., svarende til omkring halvdelen af periodens samlede nyudlån i danske kroner.

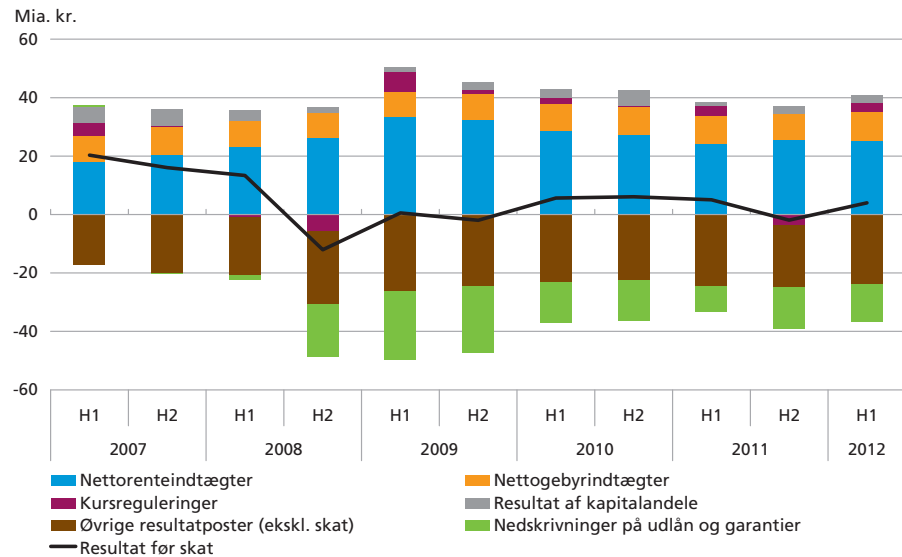
fået fornyet fokus på omkostningstilpasning. Antallet af ansatte i danske pengeinstitutter er faldet med mere end 10 pct. siden 2008, og der er planer om yderligere reduktioner i de kommende år.

Nationalbanken anbefalede i rapporten *Finansiell stabilitet 2012*, at pengeinstitutter med en lav kapitaloverdækning skulle arbejde på at styrke indtjeningen.¹ En solid, positiv indtjening er vigtig for pengeinsti-

¹ Jf. Danmarks Nationalbank (2012).

PENGEINSTITUTTERNES INDTJENING FORDELT PÅ HOVEDPOSTER

Figur 10



Anm.: "Resultat af kapitalandele" omfatter resultat af kapitalandele i datter- og associerede virksomheder. "Øvrige resultatposter" omfatter udbytte af aktier, andre driftsindtægter, andre driftsudgifter, udgifter til personale og administration, afskrivninger og resultat af aktiver i midlertidig besiddelse.

Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

tutternes evne til at absorbere uforudsete nedskrivninger og tab. Indtjeningen kan styrke kapitalgrundlaget direkte via tilbageholdte overskud og kan samtidig forbedre mulighederne for at rejse ny kapital i markedet. Det vil for nogle institutter være en forudsætning for, at de kan leve op til de fremtidige kapitalkrav.

Ny regulering stiller krav om yderligere kapital

I lyset af den finansielle krise er der både nationalt og internationalt søsat en lang række nye reguleringsinitiativer. Fælles for dem er, at de har til formål at sikre, at det finansielle system bliver mere robust. De internationale regler vil blive implementeret i Danmark via fælles europæiske regelsæt.

En af hjørnesteenene i den fremtidige regulering er det kommende kapitaldækningsdirektiv, CRD IV, der bl.a. stiller højere krav til kvaliteten og størrelsen af pengeinstitutternes kapital og introducerer nye, harmoniserede likviditetsregler på tværs af EU. De nye krav stiller indirekte krav til institutternes indtjening, der skal være tilstrækkeligt høj til at understøtte opbygningen af den påkrævede kapital. Samtidig kan krav om mere stabile finansieringskilder være med til at øge institutternes finansieringsomkostninger.

Omvendt kan et mere robust finansielt system på sigt føre til et fald i pengeinstitutternes finansieringsomkostninger som følge af, at investo-

terne vil kræve lavere risikopræmier ved investering i og udlån til pengeinstitutter. Hvis pengeinstitutterne bliver mere sikre, vil investorernes afkastkrav alt andet lige falde, hvad enten der er tale om køb af gældsudstedelser eller køb af kapitalandele.

Konsekvenserne af den nye regulering er blevet vurderet i flere internationale analyser, der indikerer, at pengeinstitutternes udlånsrenter vil stige som følge af de skærpede krav.¹ I september 2012 offentliggjorde Den Internationale Valutafond, IMF, et studie, hvor langsigteeffekten af de nye kapital- og likviditetskrav blev estimeret til at udgøre en generel forhøjelse af rentemarginalerne på 17 basispoint i Europa.² Andre internationale studier viser, at effekterne på rentemarginalen kan være væsentligt højere.³ Analyserne har forskellige tilgange til vurderingen af konsekvenserne. Resultaterne bør derfor sammenlignes med forsigtighed.

LITTERATUR:

BIS (2010), An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements, august.

Christensen, Anders Møller (2011), Makrovirkninger af finansiel regulering, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

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

Danmarks Nationalbank (2012), *Finansiel Stabilitet 2012*.

ECB (2012), *Monthly Bulletin*, november.

Gundersen, Poul, Stig Secher Hesselberg og Sean Hove (2011), Dansk realkredit, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.

Jørgensen, Anders og Lars Risbjerg (2012), Negative renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 1.

Santos, André Oliveira og Douglas Elliott (2011), Estimating the costs of financial regulation, *IMF Staff Discussion Note*, september.

¹ Jf. Christensen (2011).

² Jf. Santos mfl. (2011).

³ Jf. BIS (2010).

En sammenligning af ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne med de senere års finans- og statsgældskrise i Europa

Kim Abildgren og Sune Malthe-Thagaard, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I begyndelsen af 1990'erne blev det europæiske valutamarked udsat for et stærkt spekulativt pres, hvor valuta efter valuta kom under angreb. Såvel britiske pund, italienske lire, portugisiske escudos, spanske pesetas, irske pund, svenske kroner, norske kroner som finske mark faldt markant. Krisen kulminerede i 1993, hvor der blev spekuleret imod hele ERM-systemet.

Omkring 20 år senere har finans- og statsgældskrisen i visse europæiske lande på ny sat det europæiske økonomiske samarbejde under pres. I artiklen foretages en sammenligning af krisen i det europæiske valuta-samarbejde i begyndelsen af 1990'erne med de senere års finans- og statsgældskrise. Der ses på finanspolitikens rolle og makroøkonomiske ubalancer i årene forud for kriserne. Endvidere ses på, hvilken betydning dannelsen af euroen og den fælles pengepolitik har haft for de senere års kriseforløb sammenlignet med situationen med selvstændige nationale valutaer i begyndelsen af 1990'erne.

Valutakrisen i begyndelsen af 1990'erne må ses på baggrund af genforeningen af Øst- og Vesttyskland kombineret med makroøkonomiske balanceproblemer i en række af de lande, der deltog i det europæiske valutasamarbejde. Genforeningen var ledsaget af nogle år med høj økonomisk vækst, offentlige budgetunderskud og øget inflation i Tyskland, som gav anledning til en relativt høj tysk rente. Det passede dårligt til konjunktursituationen i de øvrige lande i valutasamarbejdet, især de lande, som havde opbygget store makroøkonomiske balanceproblemer. Det gav markedet en følelse af, at de eksisterende centralkurser ikke var holdbare og førte til et massivt spekulativt pres mod enkelte valutaer og til sidst hele det europæiske valutasamarbejde.

De senere års finans- og statsgældskrise opstod i kølvandet på en alvorlig global økonomisk og finansiel krise, der brød ud i 2008. I de fleste lande blev der foretaget massive finanspolitiske lempelser for at afbøde

krisens negative indvirkning på produktion og beskæftigelse. For flere lande blev det dog hurtigt klart, at de ikke havde et tilstrækkeligt finanspolitisk råderum til at føre en så lempelig finanspolitik, og for en række eurolande med makroøkonomiske ubalancer udviklede den finansielle krise sig til en regulær statsgældskrise.

Fælles for de to kriser er, at en række europæiske lande forsømte muligheden for at adressere makroøkonomiske ubalancer i årene med høj økonomisk vækst forud for krisen. Det er endvidere et fællestræk, at ubalancerne blev opbygget over en årrække, inden krisen blev udløst. En fælles lære af de to kriser er derfor, at det er vigtigt at overvåge og imødegå makroøkonomiske ubalancer i tide for at forhindre, at der opbygges systemiske risici.

Indførelsen af euroen eliminerede stort set rentespændene mellem eurolandene. Det gav umiddelbart basis for, at lande med makroøkonomiske ubalancer fik længere tid til at adressere problemerne, inden balancerne blev reflekteret i de lange renter, og uden at korte renter, der nu var bestemt af pengepolitikken for euroområdet som helhed, steg. De bedre rammer for at løse balanceproblemer blev imidlertid ikke udnyttet, og eurosamarbejdets systemer til overvågning og imødegåelse af underskud på de offentlige budgetter og andre makroøkonomiske ubalancer viste sig utilstrækkelige. Det bidrog til, at ubalancerne fik lov til at udvikle sig til et betydeligt større niveau, end det var tilfældet forud for krisen i begyndelsen af 1990'erne.

Finans- og statsgældskrisen afslørede et åbenlyst behov for at øge det politiske samarbejde mellem eurolandene, hvilket afspejler sig i de seneste års initiativer omkring bedre overvågning af makroøkonomiske ubalancer, en finanspagt og en bankunion.

MAKROØKONOMISK BAGGRUND

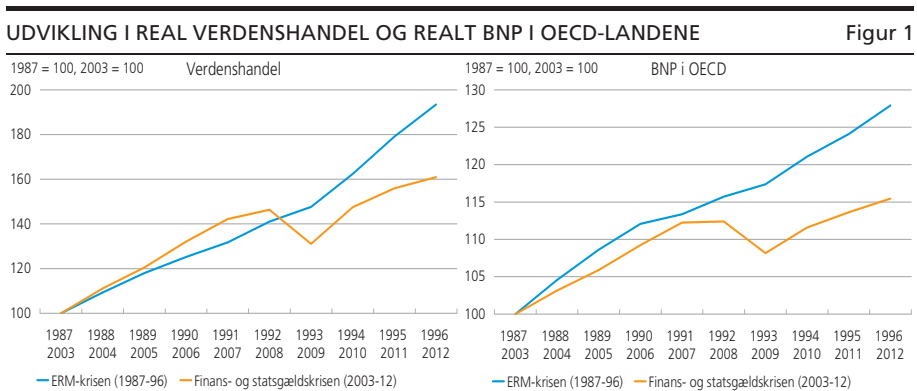
Valutakrisen i begyndelsen af 1990'erne må ses i lyset af den usædvanlige situation, der opstod efter genforeningen af Øst- og Vesttyskland kombineret med makroøkonomiske balanceproblemer i en række af de lande, der deltog i det europæiske valutasamarbejde, jf. Buiters mfl. (1998). Genforeningen var ledsaget af nogle år med høj økonomisk vækst og offentlige budgetunderskud i Tyskland, men også en efter tyske forhold relativt høj inflation. Det skal bl.a. ses på baggrund af, at den offentlige sektors udgifter ved genforeningen ikke var fuldt skattefinansierede. Den høje tyske rente passede dårligt til konjunktursituationen i de øvrige lande i valutasamarbejdet, især de lande, som havde opbygget store makroøkonomiske balanceproblemer. Den tyske centralbank, Deutsche Bundesbank, henholdt sig til, at rentefastsættelsen

skulle ske ud fra tyske og ikke europæiske behov. Det gav markedet en følelse af, at de eksisterende centrankurser ikke var holdbare, hvilket medførte et massivt spekulativt pres mod enkelte valutaer og til sidst hele det europæiske valutasamarbejde.

Selv om der var fokus på bankkriser og banklukninger i de europæiske lande i slutningen af 1980'erne og første del af 1990'erne, var perioden ikke generelt præget af systemiske bankkriser i Europa. I slutningen af 1980'erne og især i begyndelsen af 1990'erne var der dog egentlige systemkriser i Norge, Sverige og Finland, hvor væsentlige dele af banksektoren kom i vanskeligheder, herunder flere af de store landsdækkende banker, jf. Økonomiministeriet (1994).

De senere års finans- og statsgældskrise opstod derimod i kølvandet på den globale økonomiske og finansielle krise, der brød ud i 2008. Der var dermed tale om en meget alvorlig, verdensomspændende realøkonomisk krise sammenlignet med ERM-krisen, jf. figur 1.

Finans- og statsgældskrisen indtrådte efter en periode med høj vækst i de fleste europæiske lande og ramte i større eller mindre udstrækning samtlige lande i EU. De fleste lande lempede finanspolitikken massivt for at afbøde krisens negative indvirkning på produktion og beskæftigelse, men for flere lande blev det dog hurtigt klart, at de ikke havde et tilstrækkeligt finanspolitisk råderum til at føre en så aktiv finanspolitik. Det gav de finansielle markeder øget fokus på offentlige budgetunderskud og gæld, og for en række eurolande med makroøkonomiske ubalancer udviklede den finansielle krise sig til en regulær statsgældskrise. Det bidrog til at forværre den finansielle krise, da der, især i de lande som var direkte omfattet af statsgældskrisen, opstod øget usikkerhed om banksektorens styrke.



Anm.: Verdenshandlen omfatter såvel varer som tjenester. Der er søgt korrigeret for databrud. 2012 er en prognose.
Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, OECD, *Economic Outlook* og OECD, *Main Economic Indicators*.

SPEKULATIVE ANGREB OG SMITTEEFFEKTER

Selv om der i denne artikel vil blive peget på en række fundamentale økonomiske årsager til såvel ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne som de senere års finans- og statsgældskrise, kan det ikke afvises, at mere spekulative forhold har spillet en rolle. Det gælder ikke mindst for timingen af begivenhederne under kriserne.

Eichengreen mfl. (1993) rapporterer resultaterne af en spørgeskemaundersøgelse med deltagelse af 132 europæiske valutahandlere i februar 1993. Op mod halvdelen af de adspurgte oplyste, at de først begyndte at overveje behovet for en snarlig ændring af centralkurserne i ERM-samarbejdet umiddelbart efter, at Maastricht-traktaten var forkastet ved den danske folkeafstemning i juni 1992. Efter afstemningen tegnede fremtiden for ØMU'en sig pludselig mere usikker. Troen på en hurtig og gnidningsløs bevægelse henimod en fælles valuta blev yderligere svækket, da meningsmålinger viste uklarhed om, hvad resultatet ville blive ved den franske folkeafstemning i september 1992. Afstemningen i Frankrig resulterede kun i et snævert flertal af ja-stemmer, hvilket ikke gav tiltro til en hurtig realisering af ØMU-planerne. Det er tænkeligt, at dette kan have medvirket til presset mod valutaerne i ERM-samarbejdet i 1992-93.

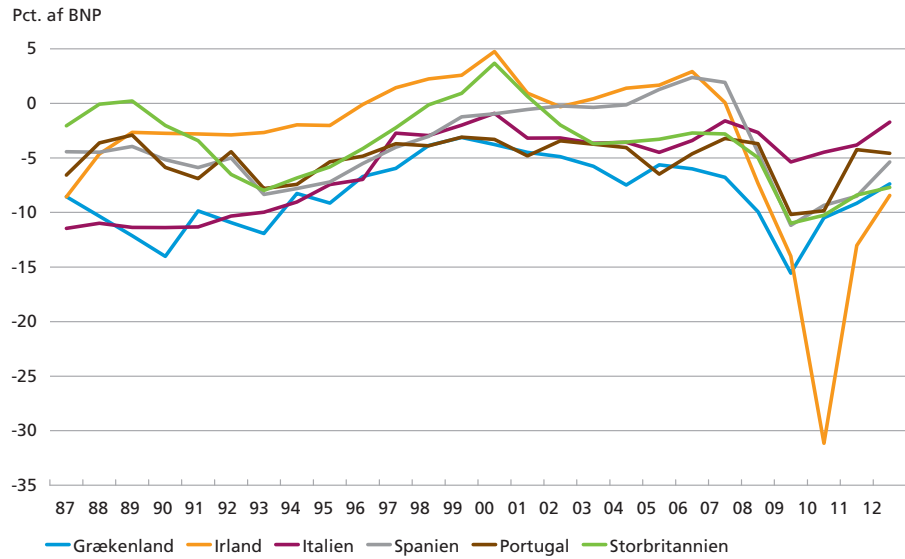
De senere års finans- og statsgældskrise kan næppe heller forklares i sin helhed på baggrund af grundlæggende økonomiske forhold. Metiu (2012) finder, at der på statsobligationsmarkederne har været betydelige smitteeffekter fra Grækenland til Belgien, Frankrig, Portugal og Spanien, fra Spanien til Italien og fra Irland og Portugal til Grækenland. Endvidere estimerer Di Cesare mfl. (2012), at 250 basispoint af det italienske rentespænd i slutningen af august 2012 ikke kunne forklares med fundamentale økonomiske forhold. En del af merrentespændet kan ifølge analysen henføres til, at investorerne indregnede risikoen for en opløsning af euroen i den italienske rente. IMF (2012) når ligeledes frem til, at omkring 200 basispoint af det italienske og spanske rentespænd i forhold til Tyskland i den første halvdel af 2012 ikke kunne forklares med fundamentale økonomiske forhold. For Portugal var det mere end 500 basispoint af rentespændet til Tyskland, som ikke kunne forklares med fundamentaløkonomiske forhold.

FINANSPOLITIKKEN

Fælles for de to kriser er, at en række europæiske lande i årene med høj økonomisk vækst forud for krisen havde store offentlige underskud og forsømte muligheden for at konsolidere de offentlige finanser tilstræk-

OFFENTLIG BUDGETSALDO

Figur 2



Anm.: 2012 er en prognose.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

keligt, jf. figur 2. Spanien og Irland havde ganske vist overskud på de offentlige finanser i årene op til den seneste krise, men i de to lande var styrken af højkonjunktoren undervurderet. Det betød, at den strukturelle saldo på de offentlige finanser generelt blev vurderet til at være bedre, end den i virkeligheden var.

I takt med den øgede usikkerhed om, hvorvidt ØMU-planerne ville blive realiseret, blev fokus på valutamarkederne i begyndelsen af 1990'erne rettet mod de fundamentale økonomiske forhold. Der var kun få af EF-landene, som kunne opfylde Maastricht-traktatens betingelser for overgang til 3. fase vedrørende offentlig budgetsaldo og offentlig gæld, jf. tabel 1, og med krisens nedgang i den økonomiske aktivitet i flere lande, blev det vanskeligere at stramme finanspolitikken.

Forskellene i de enkelte europæiske landes budget- og gældssituation afspejlede sig i betydelige forskelle i niveauet for renten på lange statsobligationer. De lange rentespænd afspejlede dog også, at den valutakursstabilitet, der karakteriserede ERM-samarbejdet i årene fra 1987 og frem til valutakrisen, for visse af landene i høj grad blev opnået ved høje korte rentespænd i forhold til Tyskland, jf. tabel 2.

Under den seneste finans- og statsgældskrise er det ligeledes blevet tydeligt, at udviklingen i de offentlige finanser i årene op til krisen var uholdbar i flere lande, jf. Agerholm mfl. (2012). Disse lande havde ikke

KONVERGENSSITUATIONEN I ERM-LANDENE I 1991

Tabel 1

	Dato for deltagelse i ERM	Udsvingsbånd, pct.	Inflation	Offentlig budget- saldo	Offentlig gæld	Obliga- tions- rente
			Pct.	Pct. af BNP		Pct.
Belgien	13. marts 1979	+/- 2,25	3,2	-6,4	129,4	9,3
Danmark	13. marts 1979	+/- 2,25	2,4	-1,7	66,7	9,3
Frankrig	13. marts 1979	+/- 2,25	3,1	-1,5	47,2	9,0
Holland	13. marts 1979	+/- 2,25	3,9	-4,4	78,4	8,8
Irland	13. marts 1979	+/- 2,25	3,2	-4,1	102,8	9,4
Luxembourg	13. marts 1979	+/- 2,25	3,1	2,0	6,9	9,3
Tyskland	13. marts 1979	+/- 2,25	3,5	-3,6	45,6	8,4
		+/- 6				
Italien	13. marts 1979	+/- 2,25	6,4	-9,9	101,2	11,3
Spanien	19. juni 1989	+/- 6	6,0	-3,9	45,6	12,5
Storbritannien	8. oktober 1990	+/- 6	5,9	-1,9	43,8	10,3
Portugal	6. april 1992	+/- 6	11,4	-5,4	64,7	14,6
Konvergenskrav ...			4,4	-3,0	60,0	11,2

Anm.: Udsvingsbåndet for Italien blev indsnævret fra +/- 6 til +/- 2,25 pct. fra 8. januar 1990.

Konvergenskriterierne for overgangen til 3. fase er ifølge Maastricht-traktaten følgende: 1. Det offentlige budgetunderskud må som hovedregel ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige bruttogæld må som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP. 2. Inflationen målt ved væksten i forbrugerpriserne i forhold til samme måned året før må i gennemsnit over en periode på et år forud for undersøgelsen ikke have været mere end 1,5 procentpoint højere end for de – højst tre – medlemslande, der har opnået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet. 3. Renten for lange statsobligationer eller tilsvarende papirer må i gennemsnit for en periode på et år for undersøgelsen ikke have været mere end 2 procentpoint højere end for de – højst tre – medlemslande, der har opnået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet. 4. Landet skal have overholdt de normale udsvingsmarginer inden for ERM i mindst to år uden alvorlige spændinger, herunder devaluering på eget initiativ.

Kilde: EF-Kommissionen og OECD.

benyttet sig af de gunstige konjunkturforskel forud for krisen til at konsolidere de offentlige finanser og havde derfor et dårligt udgangspunkt, da krisen ramte. Alligevel lempede de fleste lande i 2009 finanspolitikken som led i en EU-koordineret indsats for at modvirke de nega-

KORTE RENTESPÆND I FORHOLD TIL TYSKLAND

Tabel 2

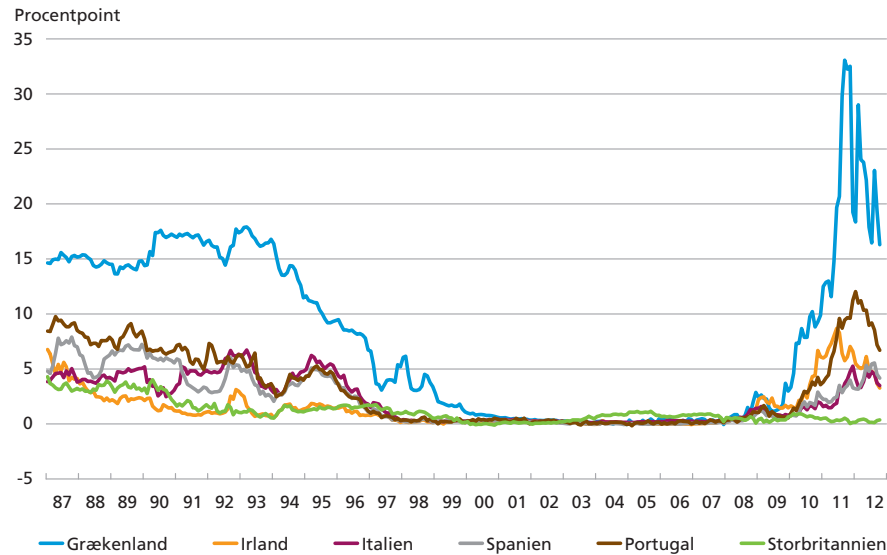
Procentpoint	1987	1988	1989	1990	1991
Danmark	6,1	4,2	2,5	2,4	0,4
Belgien	2,9	2,3	1,4	1,2	0,0
Luxembourg	2,7	2,8	2,9	1,2	-0,2
Holland	1,2	0,4	0,2	0,0	-0,1
Frankrig	4,4	3,6	2,2	1,7	0,2
Irland	6,8	3,5	2,5	2,6	1,1
Italien	6,8	6,5	4,9	3,0	2,2
Spanien	10,4	6,4	6,3	5,9	3,3
Storbritannien	5,2	5,5	6,2	5,6	1,5
Portugal	9,6	8,0	5,6	4,6	6,2

Anm.: Årsgennemsnit.

Kilde: Danmarks Nationalbank og IMF, *International Financial Statistics*.

LANGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 3



Anm.: Renten på 10-årige statsobligationer ultimo måneden. For Grækenland er der for september 1992 anvendt renten på skatkammerbeviser.

Kilde: Reuters EcoWin, IMF, *International Financial Statistics*, og Danmarks Nationalbank.

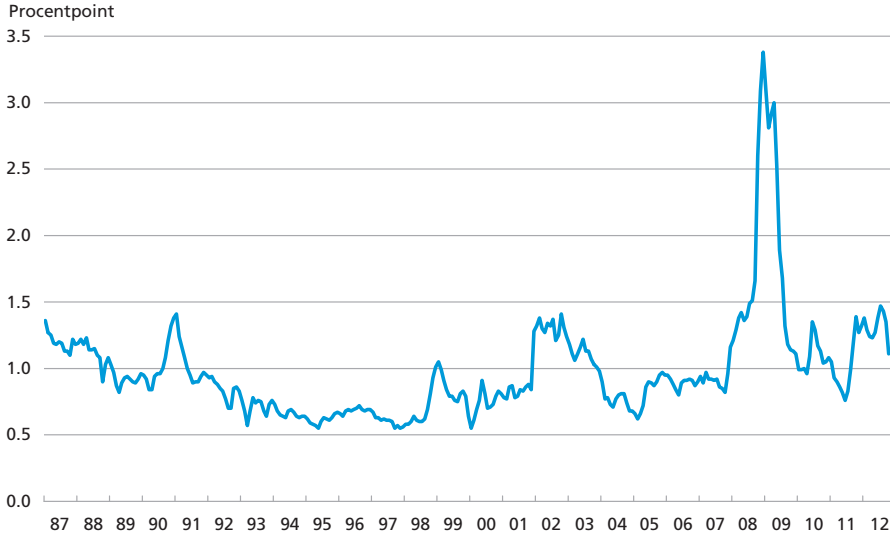
tive effekter af finanskrisen på vækst og ledighed. Det medførte, at de offentlige finanser blev yderligere svækket, og for en række eurolande udviklede det sig til en regulær statsgældskrise. I mange lande blev en lempelig finanspolitik i højkonjunktoren op til krisen nu afløst af kraftige konsolideringer. Finanspolitikken bidrog dermed til at forstærke konjunkturudsvingene frem for at dæmpe dem.

Det har været et karakteristisk element ved årene forud for den seneste finans- og statsgældskrise, at forskellene med hensyn til holdbarheden af de enkelte landes offentlige finanser ikke gav sig udslag i nævneværdige forskelle i niveauerne for de lange statsrenter, selv for de lande, som har været værst ramt af statsgældskrisen, jf. figur 3.

Det skal ses i lyset af, at oprettelsen af euroen umiddelbart fjernede valutakursusikkerheden inden for euroområdet, jf. Sinn (2010). Det gav anledning til en stor kapitalstrøm fra overskudslandene til Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal, som isoleret set lagde et nedadgående pres på renterne i disse lande. Det er dog også værd at bemærke, at perioden i anden halvdel af 1990'erne var kendetegnet ved, at risikopræmierne på de finansielle markeder globalt blev reduceret, jf. figur 4.

**KREDITSPÆND MELLEMLER AMERIKANSKE BAA-RATEDE
ERHVERVS OBLIGATIONER OG AMERIKANSKE STATS OBLIGATIONER**

Figur 4



Kilde: Database (FRED) fra Federal Reserve Bank of St. Louis.

MAKROØKONOMISKE UBALANCER

I begyndelsen af 1990'erne lå ledigheden i lande som Irland, Italien, Spanien og Storbritannien på et højt niveau sammenlignet med Tyskland, jf. tabel 3, og under valutakrisen satte valutamarkedene spørgsmålstegn ved flere ERM-landes konkurrenceevne på længere sigt og dermed de gældende centalkursers troværdighed. Siden 1987 havde omkostningsudviklingen målt ved enhedslønninger således været relativt høj i Storbritannien, Italien, Portugal og Spanien i forhold til Tyskland, jf. figur 5, og disse landes valutaer var da også blandt dem, som blev udsat for et stort devalueringspres under valutakrisen. I forbindelse med figur 5 er det værd at erindre, at Storbritannien, Portugal og Grækenland først blev medlemmer af ERM i henholdsvis 1990, 1992 og 1998.

LEDIGHED

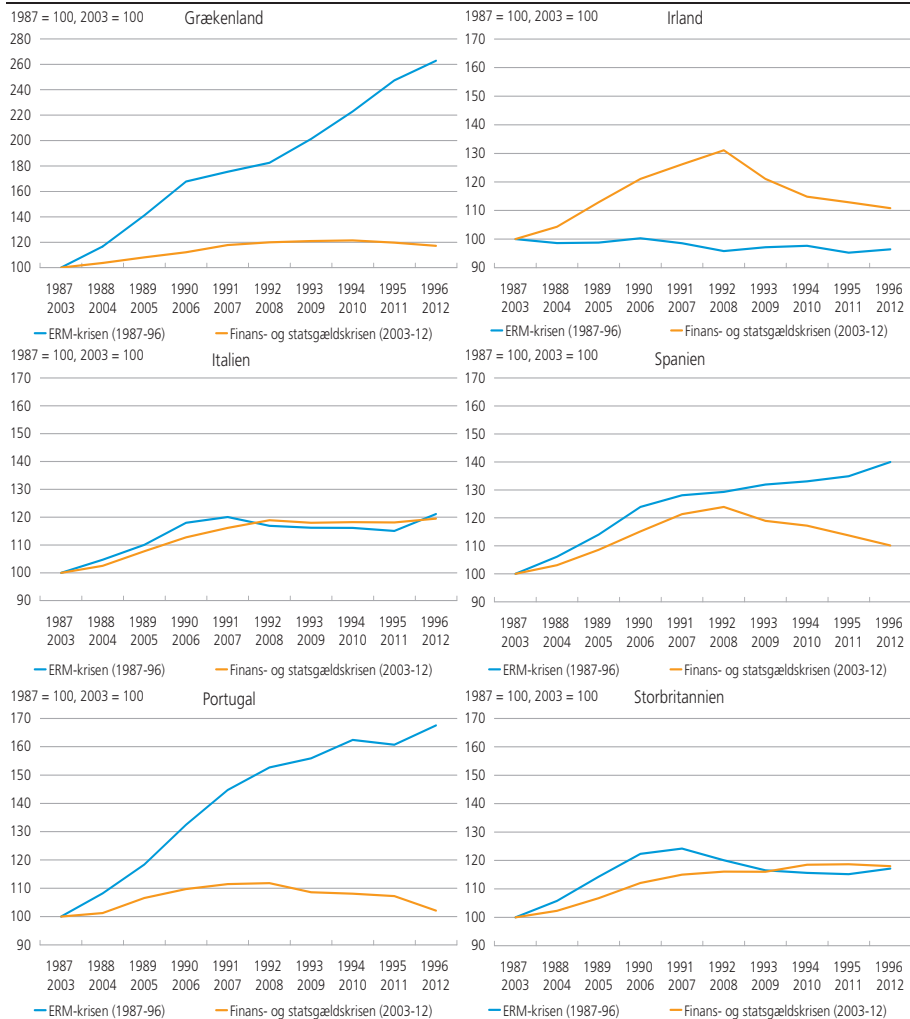
Tabel 3

Pct. af arbejdsstyrken	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Grækenland	7,8	8,1	7,9	7,4	8,1	9,0	10,0
Irland	16,9	16,5	15,2	13,0	14,7	15,3	15,9
Italien	10,3	10,5	10,2	9,1	8,6	8,7	9,7
Portugal	7,3	5,9	5,2	4,8	4,3	4,1	5,5
Spanien	16,4	14,5	12,6	12,1	12,2	13,5	17,2
Storbritannien	10,4	8,6	7,2	7,1	8,8	9,9	10,4
Tyskland	5,8	5,8	5,2	4,5	5,3	6,2	7,5

Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

ENHEDSLØNOMKOSTNINGER I FORHOLD TIL TYSKLAND

Figur 5



Anm.: Enhedslønomsprognoser i national valuta. Der er søgt korrigeret for databrud. 2012 er en prognose.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

Norge, Sverige og Finland var i begyndelsen af 1990'erne hverken medlemmer af EF eller ERM, men i løbet af 1990 og 1991 havde alle tre lande ensidigt knyttet deres valuta til ecu.¹ Under valutakrisen blev deres valutaer udsat for pres, og den ensidige tilknytning måtte opgives. For Finlands vedkommende blev recessionen forstærket i forbindelse med, at handlen med det tidligere Sovjetunionen brød sammen, og at konkurrenceevnen blev forværret som følge af kraftigt stigende

¹ Ecu var en såkaldt valutakurv sammensat af faste mængder af hver af EF-landenes valutaer.

omkostninger i de foregående år. I Sverige var der ligeledes økonomisk krise og en forudgående periode med stigende lønomkostninger. Hertil kom, at Sverige havde store og til dels strukturelle budgetunderskud.

I en analyse af valutakrisen i begyndelsen af 1990'erne opstillede Eichengreen (2000) en model for et lands sårbarhed over for pres mod valutaen baseret på udviklingen i eksportmarkedsvækst, real valutakurs og betalingsbalanceunderskud i pct. af bruttonationalproduktet, BNP. Ifølge modellen var Finland, Spanien, Sverige, Storbritannien og Italien de fem lande, som havde størst sandsynlighed for at blive udsat for pres mod valutaen, og alle disse landes valutaer kom da også under pres i løbet af krisen. Det bidrog til at forstærke presset mod britiske pund, at der i valutamarkedet var en udpræget forventning om, at Storbritannien i lyset af de svage indenlandske konjunkturer og stor udbredelse af variabelt forrentede boliglån ikke var indstillet på at foretage større forhøjelser af renten for at forsvare valutakursen.

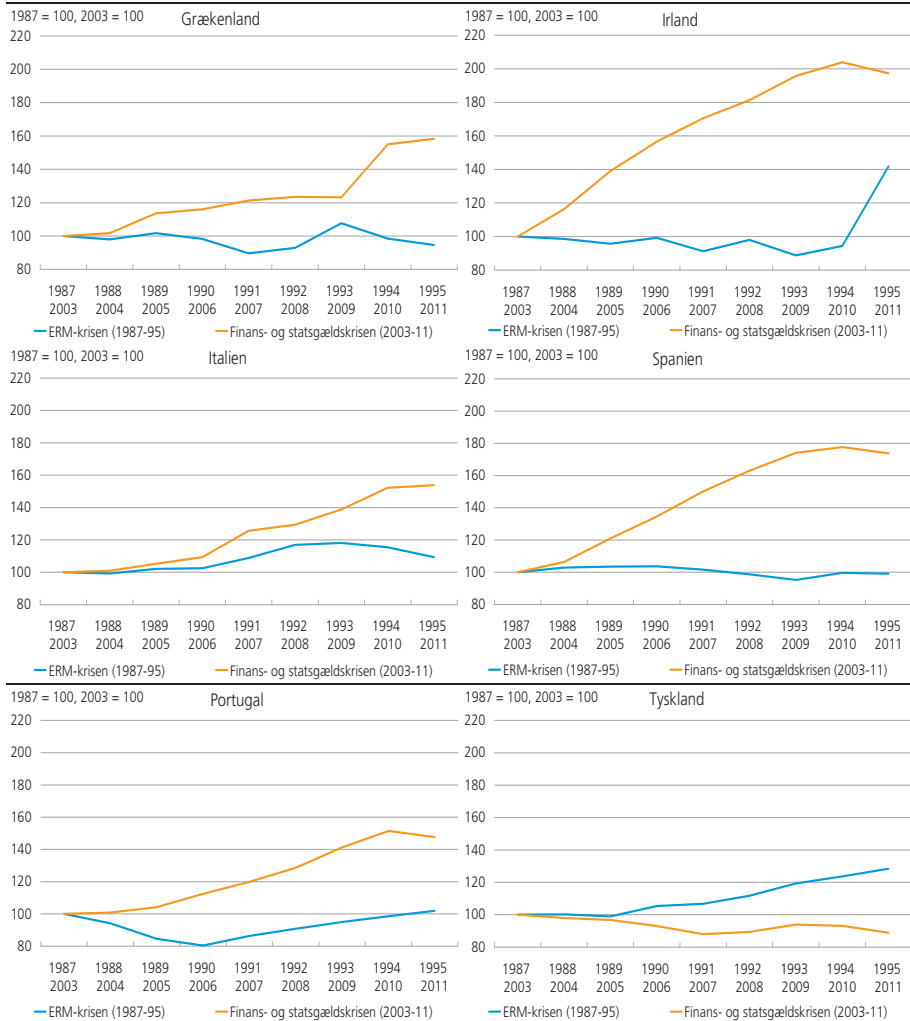
Modellen i Eichengreen (2000) pegede derimod ikke på, at Portugals, Irlands og Norges valutaer var i stor fare for at komme under pres, sådan som det faktisk blev tilfældet. Presset mod portugisiske escudos kan muligvis ses som en "smitteeffekt" fra presset mod spanske pesetas, jf. Lopes og Nunes (2012), og for Irlands vedkommende må presset mod valutaen ses i lyset af, at Irland havde en meget stor samhandel med Storbritannien, der valgte at forlade ERM og lade pundet depreciere. Presset mod norske kroner kan muligvis ligeledes ses som en smitteeffekt fra presset mod svenske kroner. Det skal dog bemærkes, at Norge i lighed med Sverige og Finland i slutningen af 1980'erne og især begyndelsen af 1990'erne oplevede en egentlig systemisk bankkrise, hvor væsentlige dele af banksektoren kom i vanskeligheder i kølvandet på en udlånsekspllosion i midten af 1980'erne.

Forud for den finans- og statsgældskrise var den strukturelle ledighed i en række lande ligeledes høj, især i Spanien, men også i Grækenland, Italien og Portugal, jf. Guichard og Rusticelli (2011). Endvidere blev der i årene forud for finanskrisen med stærk højkonjunktur, høj udlånsvækst og privat gældsætning samt stigende boligpriser og aktiekurser opbygget systemiske risici i økonomien generelt og i den finansielle sektor i særdeleshed, jf. figur 6 og 7.

Hertil kommer, at en række eurolande, især Grækenland, Portugal og Spanien, forud for finans- og statsgældskrisen fik opbygget meget store og uholdbare underskud på betalingsbalancen finansieret af kapitalindstrømning fra overskudslande som Tyskland, Holland, Finland og Østrig, jf. figur 8.

BANKERNES UDLÅN SOM ANDEL AF BNP

Figur 6

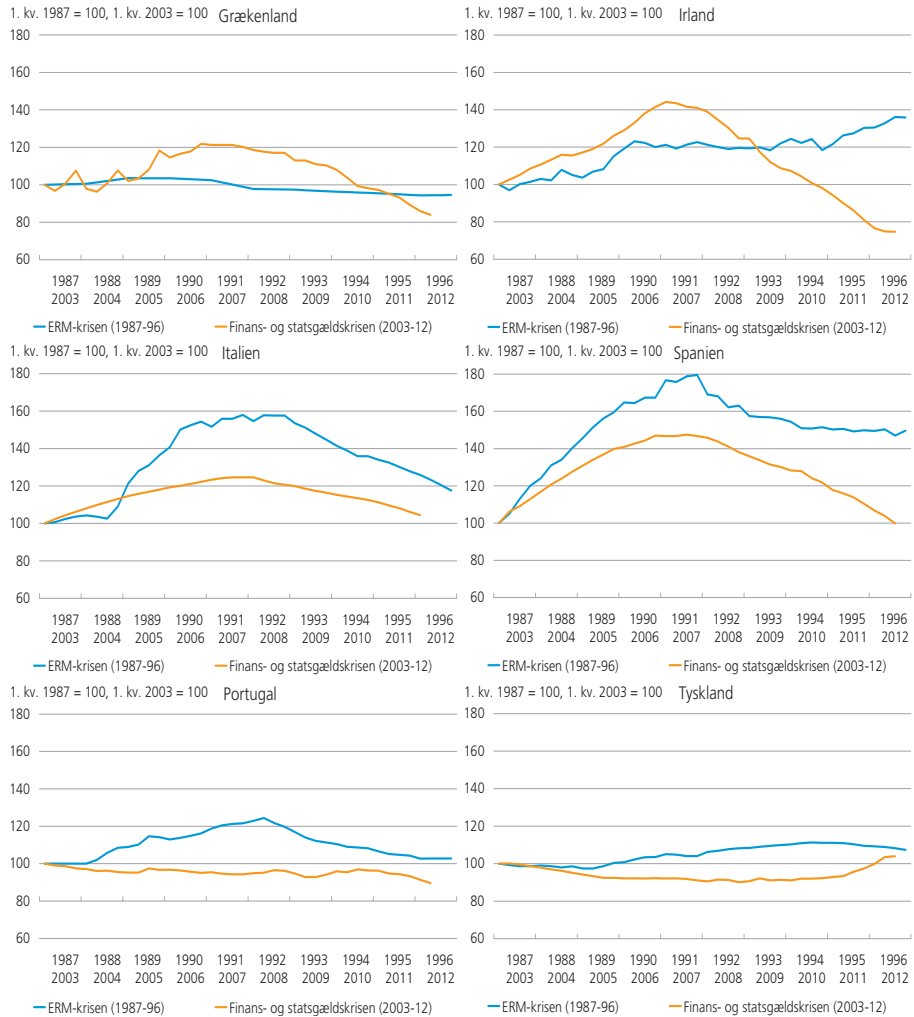


Kilde: Verdensbanken.

Underskuddene på betalingsbalancen afspejlede en kraftig stigning i den indenlandske efterspørgsel, som til dels var drevet af en alt for lempelig finanspolitik, og kapitalindstrømningen gav ikke i tilstrækkelig grad anledning til produktivetsfremmende investeringer i underskudslandene. Med ufleksible arbejdsmarkeder førte udviklingen til omfattende lønstigninger, som var ude af trit med den underliggende produktivetsvækst. Det forringede konkurrenceevnen, som isoleret set forringede underskuddet på betalingsbalancen yderligere. I sidste ende opstod der tvivl om underskudslandenes evne til at honorere fremtidige offentlige og private gældsforpligtelser, jf. Blomquist og Christensen (2010).

REALE BOLIGPRISER

Figur 7



Anm.: Boligpriserne er deflateret med forbrugsdeflatoren.

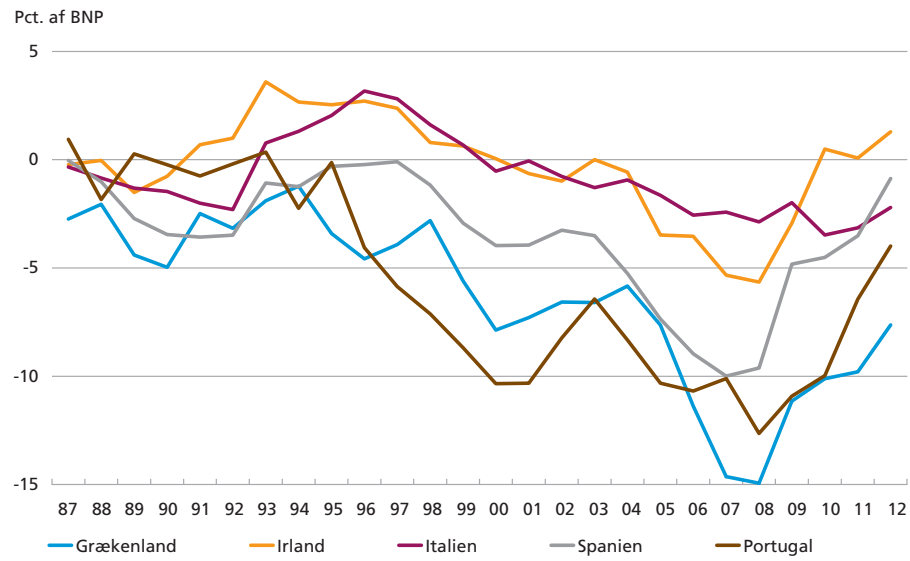
Kilde: OECD, ECB, IMF og Takáts (2010).

DEN FÆLLESEUROPÆISKE HÅNDTERING AF KRISERNE

Under valutakrisen i begyndelsen af 1990'erne blev der i henhold til regelsættet for ERM intervenseret i valutamarkedet ved at opkøbe svage valutaer og sælge stærke med henblik på at holde valutakurserne inden for de aftalte båndgrænser. I visse tilfælde blev der foretaget koordineret intervention, hvor flere lande på samme tid foretog interventioner. ERM-systemet indeholdt endvidere en aftale om gensidig ydelse af ubegrænset interventionskredit i tilfælde af intervention på udsvingsgrænserne, jf. Abildgren mfl. (2010).

SALDO PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 8



Anm.: 2012 er en prognose.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

Interventioner er dog et redskab, der kun kan anvendes til at adressere et midlertidigt pres mod en valuta i et fastkurssamarbejde. Ved et mere vedvarende pres er der behov for renteændringer og evt. andre økonomisk-politiske tiltag. Blandt de "svage" valutaer i valutasamarbejdet var der i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne utilfredshed med, at det altid var de "svage" valutaer, der blev afkrævet renteforhøjelser for at imødegå pres på valutaen, mens det aldrig var den "stærke" (eksempelvis D-marken), som skulle sørge for tilpasningen til de øvrige valutaer via rentenedsættelser. Omvendt var der blandt de "stærke" valutaer en opfattelse af, at landene med de "svage" valutaer manglede politisk vilje til at indrette deres generelle økonomiske politik efter den stabilitetsorienterede linje, som deltagelse i et fastkurssamarbejde forudsatte.

Valutakrisen i begyndelsen af 1990'erne kulminerede med udvidelsen af udsvingsgrænserne i ERM til +/- 15 pct. i august 1993. Det betød i realiteten umiddelbart en suspension af et par årtiers fastkurssamarbejde, som havde været en hjørnesten i EF-samarbejdet siden etableringen af valutaslangen i 1972. Selv om der var enighed blandt deltagerne i valutasamarbejdet om, at centalkurserne blandt kernelandene i begyndelsen af 1990'erne var i overensstemmelse med de fundamentale økonomiske forhold, var der blandt flere lande ikke villighed til at forsvare de hidtidige udsvingsgrænser og imødegå krisen inden for det bestående regelsæt. Det var dog også klart, at en række lande ikke havde formået at føre en økonomisk politik, som hindrede opbygningen af store ma-

krøkonomiske ubalancer og en udvikling i lønomkostningerne, som var uforenelig med deltagelse i et fastkurssamarbejde.

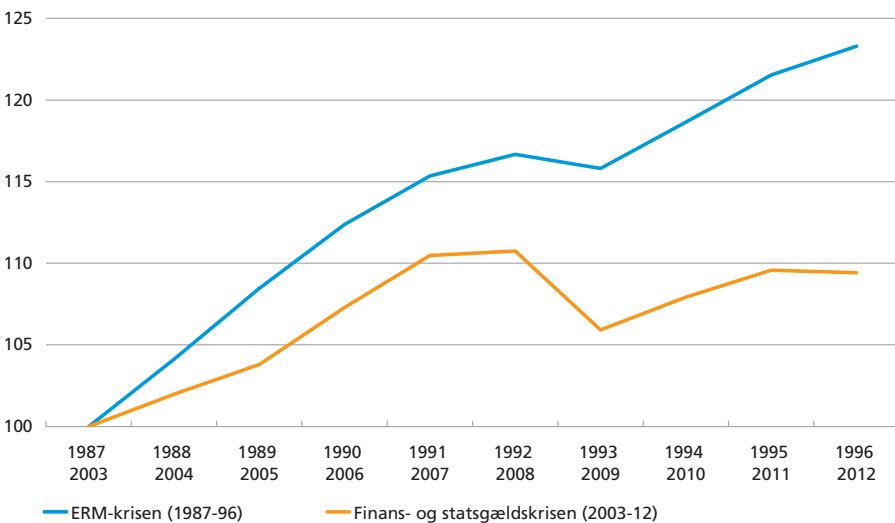
Udviklingen i årene umiddelbart efter august 1993, hvor kernelandenes valutakurser vendte tilbage mod centralkurserne, viste, at de økonomiske forhold for disse lande havde været på plads. Det genskabte relativt hurtigt troen på en gnidningsløs bevægelse hen mod etableringen af den fælleseuropæiske valuta (ØMU'en), som allerede var planlagt før krisen. Så sent som i 1996 ventede de færreste, at 11 lande ville være i stand til at klare konvergenskravene til de offentlige budgetter allerede ved udvælgelsen i 1998. Tilliden til ØMU-processen medvirkede dog til betydelige rentefald i lande med stor renteforskel til Tyskland, hvilket i sig selv bidrog til en konsolidering af de offentlige budgetter frem til 1997. Konsolideringen var tilstrækkelig til, at alle de lande, som opfyldte valutakurskriteriet og ønskede at deltage fra starten i 1999, også kunne opfylde konvergenskravene. Dog blev bestemmelsen om offentlig bruttogæld lempeligt fortolket, idet Belgien og Italien havde en offentlig bruttogæld på over 100 pct. af BNP og flere andre lande en gæld på over 60 pct. af BNP.

Selv om valutakrisen i begyndelsen af 1990'erne udgjorde en alvorlig udfordring for det europæiske valutasamarbejde, kan krisens realøkonomiske konsekvenser for Europa langt fra sammenlignes med dem, som den seneste globale økonomiske og finansielle krise gav anledning til, jf. figur 9. Den seneste krise har derfor umiddelbart stillet langt stør-

UDVIKLINGEN I REALT BNP I EU15

Figur 9

1987 = 100, 2003 = 100



Anm.: Der er søgt korrigeret for databrud. 2012 er en prognose.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

re krav til fælleseuropæisk krisehåndtering og nye initiativer end krisen i begyndelsen af 1990'erne.

Under den finansielle krise har Den Europæiske Centralbank, ECB, foretaget en række ekstraordinære tiltag for, at bankerne i euroområdet kunne have større sikkerhed for, at der var adgang til likviditet. ECB overgik således til at foretage fuld tildeling af den efterspurgte likviditet til en fast rente ved de ugentlige markedsoperationer. Endvidere gav ECB mulighed for, at bankerne i euroområdet kunne optage lån med betydeligt længere løbetid end ved de ugentlige primære markedsoperationer. Tidligt i finanskrisen foretog ECB en koordineret rentenedsættelse sammen med bl.a. den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Bank of England, og i løbet af finanskrisen er ECB's pengepolitiske renter blevet nedsat til historisk lave niveauer. ECB indgik endvidere en aftale med Federal Reserve om at sikre dollarlikviditet til bankerne i euroområdet og fastlagde anbefalinger om udformning og prissætning af statslige garantier og kapitalindskud i banksektoren i euroområdet.

Som opfølgning på finanskrisen blev Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB, oprettet i begyndelsen af 2011. ESRB har til formål at bidrage til at forebygge og reducere systemiske risici i det finansielle system i EU og kan udstede advarsler eller fremsætte henstillinger, jf. Madsen og Mogensen (2009). ECB var en af hovedkræfterne bag oprettelsen af ESRB, og det er ECB, som yder analytisk, statistisk, administrativ samt logistisk støtte til ESRB. Endvidere varetager ECB formandskabet for ESRB i de første fem år. Endelig deltager ECB (og Europa-Kommissionen) i de internationale fora, som fx G20, som drøfter den reguleringsmæssige opfølgning på finanskrisen.

Statsgældskrisen i visse eurolande har ligeledes givet anledning til flere fælleseuropæiske tiltag. Der blev således i 2010 oprettet en større midlertidig lånefacilitet (European Financial Stability Facility, EFSF, der gradvis blev afløst af den permanente facilitet European Stability Mechanism, ESM) for eurolande med finansieringsvanskeligheder på basis af obligatoriske statsgarantier fra eurolandene.

Det mere generelle økonomisk-politiske samarbejde blandt eurolandene og andre EU-lande er ligeledes blevet styrket som opfølgning på statsgældskrisen. Der blev således i slutningen af 2011 vedtaget en ny procedure til forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer i EU's medlemslande, jf. boks 1. Endvidere blev eurolandene og de øvrige EU-lande (med undtagelse af Storbritannien og Tjekkiet) enige om en mellemstatslig aftale om at styrke det finanspolitiske samarbejde med en finanspagt. Finanspagten indebærer, at landene forpligter sig til at indføre en finanspolitisk regel i den nationale lovgivning, som skal sikre, at den offentlige sektors saldo er i balance eller udviser overskud.

PROCEDURE FOR OVERVÅGNING AF MAKROØKONOMISKE UBALANCER

Boks 1

Perioden inden finanskrisen var karakteriseret ved opbygning af en række makroøkonomiske ubalancer i mange eurolande. I lyset heraf nedsatte Det Europæiske Råd i marts 2010 en arbejdsgruppe, der skulle afdække behovet for styrkelse af det økonomiske samarbejde, jf. Gade og Thuesen (2010). Det mundede i december 2011 ud i en ny overvågningsprocedure af makroøkonomiske ubalancer, der består af to trin: En advarsels- og en korrigeringsprocedure.

Advarselsproceduren skal identificere lande, hvor der er risiko for, at ubalancer opstår. Den indeholder et "scoreboard" baseret på en overvågning af ti indikatorer: Betalingsbalance, udlandsgæld, eksportmarkedsandel, enhedslønsomkostninger, real effektiv valutakurs, huspriser, låntagning i den private sektor, gæld i den private sektor, offentlig gæld og ledighedsprocent. Udviklingen i indikatorerne sammenholdes med tilhørende grænseværdier samt andre relevante oplysninger, og samlet danner det grundlag for en årlig rapport, der diskuteres i Det Europæiske Råd. På baggrund af rapporten beslutter Europa-Kommissionen, hvorvidt yderligere undersøgelser af de enkelte medlemslande er nødvendige for at blotlægge ubalancer.

Hvis Kommissionen på baggrund af disse undersøgelser vurderer, at situationen er problematisk, kommer Kommissionen med politikforslag til de pågældende medlemslande som en del af korrigeringsproceduren. I tilfælde af, at ubalancerne bliver vurderet til at være usædvanligt store, anbefaler Kommissionen, at Det Europæiske Råd igangsætter korrigeringsproceduren. De pågældende medlemslande forpligtes dermed til at fremlægge detaljerede planer, der kan nedbringe ubalancerne. Hvis landene ikke fremlægger planer, der er tilstrækkeligt vidtgående, eller ikke efterfølgende lever op til dem, påfører Rådet sanktioner, medmindre der er et kvalificeret flertal imod. Landene måles på implementeringen af programpunkterne og ikke på, hvorvidt indikatorerne kommer inden for grænseværdierne.

Reglen indebærer et loft for landenes årlige strukturelle offentlige budgetunderskud på 0,5 pct. af BNP, og reglen skal indeholde en automatisk mekanisme, der korrigerer eventuelle overskridelser i forhold til dette loft. Der er ligeledes indført en højere grad af automatik i sanktionsmulighederne i EU's budgetunderskudsprocedure.¹ Endelig nåede eurolandene ved topmødet i slutningen af juni 2012 til enighed om at arbejde mod etablering af et fælles banktilsyn og muligheden for direkte rekapitalisering af kriseramte banker i euroområdet via ESM.

Forskelle og ligheder mellem ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne og de senere års finans- og statsgældskrise er opsummeret i tabel 4.

¹ I lighed med stabilitets- og vækstpagten fra 1997 er det kun eurolandene, som kan pålægges sanktioner, hvis de ikke gør tilstrækkeligt for at korrigere et for stort budgetunderskud.

SAMMENLIGNING AF ERM-KRISEN OG FINANS- OG STATSGÆLDKRISEN

Tabel 4

	ERM-krise i begyndelsen af 1990'erne	De senere års finans- og statsgældskrise
Systemisk bankkrise	Kun i Norge, Sverige og Finland.	I mange europæiske lande.
Realøkonomisk krise	Moderat økonomisk tilbageslag i Europa	Alvorlig global økonomisk og finansiel krise.
Finanspolitik	Manglende konsolidering af de offentlige finanser i visse lande i år med høj vækst forud for krisen.	Manglende konsolidering af de offentlige finanser i visse lande i år med høj vækst forud for krisen.
Makroøkonomiske ubalancer	Opbygget i en række lande over en længere årrække forud for krisen, især vedrørende udvikling i enhedslønomkostninger, reale boligpriser og betalingsbalance.	Opbygget i en række lande over en længere årrække forud for krisen, især vedrørende udvikling i enhedslønomkostninger, kredittudvikling i forhold til BNP, reale boligpriser og navnlig betalingsbalance.
Fælleseuropæisk krisehåndtering	Koordinerede interventioner i valutamarkedet, interventionskreditter og udvidelse af udsvingsgrænserne i ERM til +/- 15 pct. i august 1993.	ECB har gennemført ekstraordinære tiltag for at skabe større sikkerhed blandt bankerne i euroområdet om tilgængeligheden af likviditet, ESRB er blevet oprettet med henblik på at forebygge og reducere systemiske risici i det finansielle system, der er oprettet lånefaciliteter for eurolande med finansieringsvanskeligheder (EFSF/ESM), der er gennemført en ny procedure til forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer, det finanspolitiske samarbejde er blevet styrket med en finanspagt, og der er enighed om at arbejde mod etablering af et fælles banktilsyn.

HAR DANNELSEN AF EUROEN HAFT INDFLYDELSE PÅ KRISEDYNAMIKKEN SAMMENLIGNET MED BEGYNDELSEN AF 1990'ERNE?

Det er altid vanskeligt at lave kontrafaktiske analyser og fx vurdere, hvordan de seneste års krise ville have forløbet, hvis euroen ikke var blevet dannet. De ubalancer, der blev opbygget i de europæiske økonomier forud for finans- og statsgældskrisen, blev ikke håndteret i tide. Som det fremgår af denne artikel, var krisen i begyndelsen af 1990'erne imidlertid ligeledes et resultat af ubalancer, som var blevet opbygget gennem en længere årrække før krisen.

Indførelsen af euroen eliminerede stort set rentespændene mellem eurolandene. Det gav umiddelbart basis for, at lande med makroøkonomiske ubalancer fik længere tid til at adressere problemerne, inden ubalancerne blev reflekteret i de lange renter og uden stigning i de korte renter, der nu var bestemt af pengepolitikken for euroområdet som

helhed. De bedre rammer for at løse balanceproblemer blev imidlertid ikke udnyttet, og eurosamarbejdets systemer til overvågning og imødegåelse af underskud på de offentlige budgetter og andre makroøkonomiske ubalancer viste sig utilstrækkelige. Det bidrog til, at ubalancerne fik lov til at udvikle sig til et betydeligt større niveau, end det var tilfældet forud for krisen i begyndelsen af 1990'erne.

Hvis de nationale valutaer ikke var blevet afløst af euroen i 1999, kan det meget vel tænkes, at finans- og statsgældskrisen var blevet fulgt af en valutakrise. Det er ligeledes tænkeligt, at statsgældskrisen ville have udviklet sig langt mere dramatisk med ukontrollerede statslige konkurrencer, såfremt man ikke havde haft de mange fælleseuropæiske initiativer til løsning af statsgældskrisen, som det økonomisk-politiske samarbejde blandt eurolandene har givet anledning til.

Omvendt kan det tænkes, at dannelsen af euroområdet har bidraget til at øge den finansielle integration mellem medlemslandene og dermed forstærket risikoen for smitteeffekter af bankkriser på tværs af landegrænser, jf. ECB (2012).

Den fælles lære af ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne og de senere års finans- og statsgældskrise er, at det er vigtigt at håndtere makroøkonomiske ubalancer i tide for at forhindre opbygning af systemiske risici. Finans- og statsgældskrisen afslørede endvidere et åbenlyst behov for at øge det politiske samarbejde mellem eurolandene, hvilket afspejler sig i de seneste års initiativer omkring overvågning af makroøkonomiske ubalancer, en finanspagt og en bankunion.

LITTERATUR

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

Agerholm, Jens Bech, Uffe Mikkelsen og Karoline Garm Nissen (2012), *Finanspolitik i EU – hvad har vi lært af krisen?*, Danmark Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal - Del 1.

Blomquist, Niels og Jakob Ekholdt Christensen (2010), *Økonomiske ubalancer i euroområdet*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Buiter, Willem, Giancarlo Corsetti og Paolo Pesenti (1998), *Interpreting the ERM crisis: Country-specific and systemic issues*, *Princeton Studies in International Finance*, nr. 84, marts.

Di Cesare, Antonio, Giuseppe Grande, Michele Manna og Marco Taboga (2012), *Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*, *Banca d'Italia Occasional papers*, nr. 128.

ECB (2012), *Financial integration in Europe*, april.

Eichengreen, Barry (2000), The EMS crisis in retrospect, *NBER Working Papers*, nr. 8035, december.

Eichengreen, Barry, Charles Wyplosz, William H. Branson og Rudiger Dornbusch (1993), The unstable EMS, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 1993(1).

Gade, Thomas Pihl og Jesper Ulriksen Thuesen (2010), Styrket økonomisk samarbejde og overvågning i EU, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Guichard, Stéphanie og Elena Rusticelli (2011), Reassessing the NAIRU safter the crisis, *OECD Economics Department Working Papers*, nr. 918.

IMF (2012), *Fiscal Monitor Update*, juli.

Lopes, José Mário og Luis C. Nunes (2012), A Markov regime switching model of crises and contagion: The case of the Iberian countries in the EMS, *Journal of Macroeconomics*, nr. 34.

Madsen, Birgitte Bundgaard og Louise Caroline Mogensen (2009), Ny europæisk tilsynsstruktur, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Metiu, Norbert (2012), Sovereign risk contagion in the Eurozone, *Economics Letters*, nr. 117.

Sinn, Hans-Werner (2010), Rescuing Europe, *CESifo Forum*, nr. 11.

Takáts, Előd (2010), Ageing and asset prices, *BIS Working Paper*, nr. 318.

Økonomiministeriet (1994) *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz.

Processen frem mod et EU/IMF-låneprogram og en gældsrestrukturering

Anne Brolev Marcussen og Louise Funch Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Grækenland, Irland og Portugal har inden for de seneste år fået låneprogrammer fra EU og Den Internationale Valutafond, IMF. Senest har Cypern anmodet om et program, ligesom Spanien har fået finansiel støtte fra eurolandene til rekapitalisering af den spanske banksektor. Fælles for de lande, der har anmodet om lån, er, at en udslagsgivende begivenhed ofte har udløst mistillid til holdbarheden af det pågældende lands statsgæld. Stigende markedspress kombineret med nært forestående gældsforfald har herefter fået landene til at søge om lån.

På baggrund af erfaringerne fra Grækenland, Irland og Portugal opstilles en typisk tidslinje for processen frem mod vedtagelsen af EU- og IMF-låneprogrammerne. Erfaringerne fra de tre lande viser, at der er gået mellem tre og ti måneder fra den udslagsgivende begivenhed, til det endelige program er vedtaget. Tidslinjen bruges ligeledes til at sætte processerne frem mod Cyperns ansøgning om lån og Spaniens lån fra eurolandene til den spanske banksektor i perspektiv.

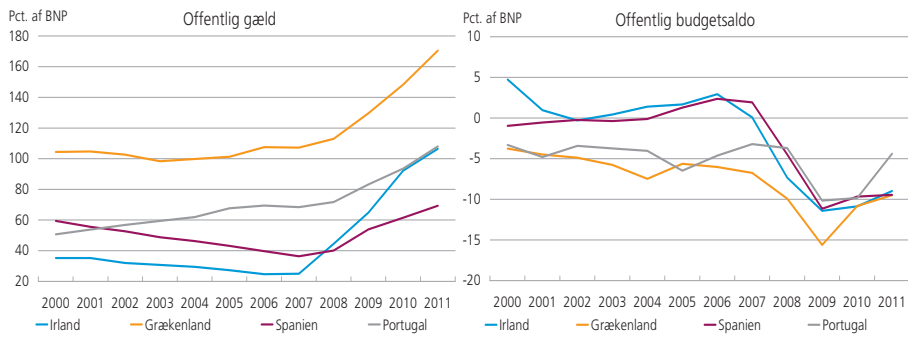
Når et låneprogram indgås, kan det samtidig være nødvendigt med en restrukturering af gælden, hvis den vurderes at være uholdbar på mellemlangt sigt under programmet. Ud fra erfaringerne fra tidligere gældsrestruktureringsprocesser kan der opstilles et stiliseret forløb fra annoncering til implementering af en restrukturering. Forløbet bruges til at beskrive processen omkring Grækenlands gældsrestrukturering. For Grækenland gik der ni måneder fra annonceringen af restrukturen i juli 2011 til den endelige implementering i april 2012, hvilket er forholdsvis kort tid i historisk sammenhæng.

PROCESSEN FREM MOD ET EU/IMF-LÅNEPROGRAM

I løbet af den finansielle krise har EU og IMF stillet lån til rådighed for en række kriseramte europæiske lande. Den første bølge af europæiske anmodninger om finansiel støtte i 2008-09 kom fra vækstøkonomier. Anden bølge kom fra en række eurolande med uholdbare gældsniveau-

OFFENTLIG GÆLD OG BUDGETSALDO FOR UDVALGTE EUROLANDE

Figur 1



Anm: Fra Irlands offentlige budgetsaldo er fratrukket omkostningerne til at rekapitalisere banksektoren i 2009, 2010 og 2011. Uden denne korrektion er Irlands budgetunderskud i de tre år henholdsvis 13,9, 30,9 og 9,0 pct. af BNP.

Kilde: Europa-Kommissionen.

er i kølvandet på det økonomiske tilbageslag, der fulgte den økonomiske og finansielle krise, jf. figur 1.

Fælles for landene med høj gæld er, at der ikke er blevet gennemført tilstrækkelige finanspolitiske og strukturelle tilpasninger i årene forud for krisen. De finanspolitiske udfordringer blev forstærket af økonomisk recession og stigende statsobligationsrenter. Problemer i banksektoren var desuden en væsentlig forklarende årsag til krisen i en række af landene. Kombinationen af aggressiv kreditgivning fra bankerne og bobler på ejendomsmarkederne gjorde således bl.a. Irland og Spanien sårbare.

EU og IMF ydede lån til Grækenland, Irland og Portugal i 2010-12, jf. tabel 1. Eurolandene gav desuden i juli 2012 tilsagn om et lån til at rekapitalisere de spanske banker, som i december udmøntes i en udbetaling på 39,5 mia. euro. Cypern har anmodet om, men endnu ikke fået godkendt, lån fra EU og IMF.

IMF's og EU's lån til eurolandene ydes gennem forskellige faciliteter, jf. boks 1. Lånene knyttes til landenes implementering af økonomiske genop-

AKTUELLE EU/IMF-PROGRAMMER I EUROLANDE¹

Tabel 1

Mia. euro	Program indgået	Program udløbet	IMF-lån	EU-lån	Samlet lånepakke	Samlet lån i pct. af BNP
Grækenland I	maj 2010	(maj 2013)	30,0	80,0	110,0	49,5
Irland ²	dec 2010	dec 2013	22,5	45,0	85,0	54,3
Portugal	maj 2011	maj 2014	26,0	52,0	78,0	45,2
Grækenland II ³	mar 2012	mar 2016	28,0	144,7	172,7	88,3

Kilde: IMF, Eurostat, Europa-Kommissionen.

¹ Andre EU-lande modtager ligeledes finansiel støtte fra enten EU eller IMF. EU støtter Rumænien og Spanien, mens IMF yder lån til Rumænien og Polen.

² Den samlede lånepakke til Irland inkluderer, ud over lån fra EU og IMF, et bidrag fra Irlands likviditetsreserver og en pensionsfond (17,5 mia. euro).

³ Det aktuelle låneprogram til Grækenland, der blev godkendt i marts 2012, afløste det første program fra maj 2010, som derfor ikke længere er aktivt. Kun en del af lånepakken på 110 mia. euro nåede at blive udbetalt.

IMF'S OG EU'S LÅNEFACILITETER ANVENDT AF EUROLANDENE

Boks 1

IMF

- *Stand-by Arrangement, SBA (Grækenland I)* – SBA ydes til lande med kortsigtede betalingsbalanceproblemer. Udbetalingerne er betingede af, at landet opfylder et økonomisk genopretningsprogram, som aftales med IMF. SBA er IMF's mest anvendte udlånsfacilitet for avancerede og mellemindkomstlande.
- *Extended Fund Facility, EFF (Irland, Portugal, Grækenland II)* – EFF støtter medlemslande med mellemlange eller langsigtede betalingsbalanceproblemer og strukturelle udfordringer, der kræver længere tid at adressere. Programmerne har derfor typisk længere varighed og tilbagebetalingsperioder end SBA.

EU

- *Bilaterale lån (Grækenland I, Irland)* – Ved indgåelsen af Grækenlands første låneprogram var EFSM og EFSF, se nedenfor, endnu ikke oprettet, og assistancen fra EU blev i stedet ydet som bilaterale lån fra eurolandene. Irland modtog desuden bilaterale lån fra Storbritannien, Sverige og Danmark.
- *European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM (Irland, Portugal)* – EFSM blev oprettet i maj 2010 og står til rådighed for alle EU-lande i forbindelse med et EU/IMF-låneprogram. Lånene godkendes af EU's finansministre og administreres af Kommissionen. Den samlede ramme er på 60 mia. euro, og lånene garanteres via EU-budgettet.
- *European Financial Stability Facility, EFSF (Irland, Portugal, Grækenland II)* – EFSF er en midlertidig udlånsfacilitet til støtte for finansiel stabilitet i euroområdet. EFSF blev oprettet maj 2010 og løber til juni 2013. Lånene godkendes af euroområdet's finansministre og garanteres af eurolandene. Lånene knyttes til implementering af økonomisk-politiske betingelser, der aftales i et Memorandum of Understanding, MoU.
- *European Stability Mechanism, ESM (Spanien)* – ESM er en permanent facilitet, som skal afløse EFSF og yde lån til eurolande. ESM blev operationel 8. oktober 2012 og dækkes foruden af garantier også af indskudt kapital fra eurolandene. ESM-lån godkendes af eurolandenes finansministre og knyttes til implementering af økonomisk-politiske betingelser i et MoU. Den samlede ramme for EFSF og ESM er ca. 700 mia. euro.

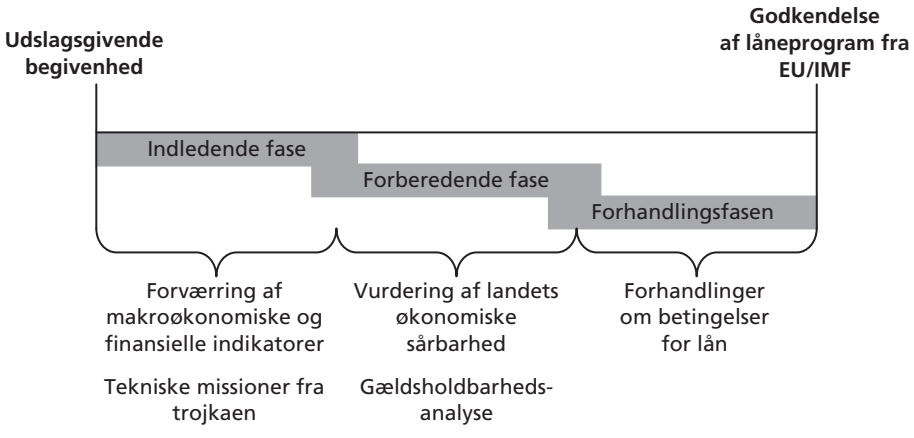
retningsprogrammer. IMF, Europa-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank, ECB, arbejder sammen i den såkaldte trojka, der, gennem fælles missioner og løbende informationsudveksling, forhandler betingelserne i programmerne og overvåger, at de efterfølgende implementeres.

En tidslinje frem mod et EU/IMF-låneprogram

IMF og EU skal igennem en række faser, fra det konstateres, at et medlemsland står over for et finansieringsgab, der ikke kan finansieres på markederne, til et låneprogram godkendes. Med udgangspunkt i erfaringerne fra de tidligere programmer til Grækenland, Irland og Portugal op-

STILISERET TIDSLINJE FOR PROCESSEN FREM MOD ET
EU/IMF-LÅNEPROGRAM

Figur 2



opstiller vi en stiliseret tidslinje for processen fra de første tegn på stress frem mod et EU/IMF-låneprogram, jf. figur 2.

Der er visse fællestræk i begivenhederne frem til, at Grækenland, Irland og Portugal ansøgte om lån. Det er muligt at identificere en *udslagsgivende begivenhed*, eksempelvis annonceringen af et markant større budgetunderskud end ventet. Allerede inden den udslagsgivende begivenhed har makroøkonomiske og finansielle indikatorer dog typisk udvist tegn på stress. Begivenheden er startskuddet til den *indledende* fase frem mod et EU/IMF-hjælpeprogram. I den indledende fase fører den udslagsgivende begivenhed til øget mistillid fra investorerne. Dette får derved en selvforstærkende effekt med løbende kreditnedvurderinger og stigende statsobligationsrenter til følge.

Den *forberedende* fase tager afsæt i de nævnte makroøkonomiske og finansielle forværringer. Trojkaen vil typisk allerede i denne fase sende et hold eksperter til landet for at vurdere den økonomiske situation. Landets sårbarhed kan bl.a. vurderes ud fra centrale makroøkonomiske og finansielle variable samt en række markedsmæssige risikomål. Desuden vil der blive foretaget en detaljeret analyse af gældsholdbarheden, der kan give en indikation af finansieringsgab, den nødvendige makroøkonomiske tilpasning og graden af evt. gældslettelse, jf. boks 2.

Den forberedende fase vil ofte fortsætte parallelt med *forhandlingsfasen*, hvor trojkaen på et tidligt stadie iværksætter en dialog med myndighederne i lande, der potentielt skal have et program. Der gennemføres forhandlingsmissioner med henblik på at opnå enighed med landet om det økonomiske genopretningsprogram, der skal implementeres. Den politiske situation og opbakning fra regeringen, oppositionen, be-

IMF'S ANALYSE AF GÆLDENS HOLDBARHED

Boks 2

IMF udfører gældsholdbarhedsanalyser (Debt Sustainability Analyses, DSA), når medlemslandene overvåges og som led i IMF's låneprogrammer. IMF evaluerer både den offentlige gæld og den samlede udlandsgæld i forhold til BNP på mellemlang sigt.

For lande, der anmoder om lån fra IMF, vurderes holdbarheden i et grundforløb under antagelse af fuld programimplementering. Herudover analyseres stressscenarier, der viser udviklingen i gælden, hvis fx de makroøkonomiske udsigter forværres, eller programmet ikke implementeres som planlagt. I figur 3 vises den ventede udvikling i den offentlige gæld i Grækenland, Irland og Portugal ved indgåelsen af landenes låneprogrammer under et grundforløb og et alternativt scenario.

FORVENTET UDVIKLING I OFFENTLIG GÆLD

Figur 3



For at få tildelt et særligt stort lån fra IMF skal en række kriterier opfyldes. Bl.a. skal gældsudviklingen på mellemlangt sigt med stor sandsynlighed vurderes holdbar under antagelse af fuld programimplementering. Det kriterium var dog ikke opfyldt for de fire nævnte programmer. Ved indgåelsen af Grækenlands første program blev bestemmelserne imidlertid ændret, så der i særlige tilfælde kan afviges fra denne regel. Det gælder, hvis IMF vurderer, at der er betydelig risiko for systemiske afsmittende effekter, hvis landet ikke ydes et lån. Derfor var det muligt at godkende lånene til Grækenland, Irland og Portugal.

folkningen og arbejdsmarkedsparterne til de nødvendige økonomiske tilpasninger og reformer er afgørende for forhandlingsforløbet. Trojkaen kan fastsætte økonomisk-politiske tiltag (såkaldte "prior actions"), som landet skal implementere, før låneprogrammet kan godkendes. På et tidspunkt under forhandlingsfasen anmoder landet officielt om et låneprogram, og forhandlingsfasen munder ud i en godkendelse af et program fra EU og IMF.

Forløbet for låneprogrammerne for eurolandene

Tidshorisonten for de forskellige faser varierer fra program til program. I tabel 2 skitseres tidslinjen fra den udslagsgivende begivenhed i den indledende fase, til den 10-årige statsobligationsrente overstiger 7 pct., og låneprogrammet vedtages i henholdsvis Grækenland, Irland og Portugal. Desuden præsenteres tidslinjen for lånet til eurolandene til at rekapitalisere den spanske banksektor samt den foreløbige tidslinje for Cyperns anmodning om lån fra EU og IMF.

For Grækenland, Irland og Portugal er der gået mellem 3 og 10 måneder fra den udslagsgivende begivenhed til låneprogrammets vedtagelse. Tidshorisonten i tabel 2 er naturligvis betinget af, hvilken begivenhed der vælges som udslagsgivende. Et alternativ kan derfor være at se på tidspunktet, hvor statsobligationsrenterne stiger til niveauer, som de finansielle markeder opfatter som prohibitivt høje (fx 7 pct. for en 10-årig statsobligationsrente). For de tre eurolande gælder, at der efterfølgende er gået 2-7 måneder, før de har fået et låneprogram.

Grækenland, Irland og Portugal har alle officielt anmodet om lån omkring en måned før vedtagelsen af programmet, jf. tabel 2. Selve anmodningen til EU og IMF er således sket relativt sent i forhandlingsfasen. Anmodningen er typisk kommet på baggrund af stigende markedspress kombineret med et nært forestående gældsforfald. Der kan være forskellige årsager til, at et land udsætter låneanmodningen så længe som muligt. Det anerkender muligvis først behovet for ekstern finansie-

FORLØB FOR IMF- OG EU-PROGRAMMER TIL EUROLANDENE Tabel 2

	Grækenland I	Irland	Portugal	Spanien	Cypern
Udslagsgivende begivenhed	0	0	0	0	0
10-årig statsrente over 7 pct.	2 mdr.	1 md.	3 mdr.	1 md.	-
Officiel anmodning om lån	6 mdr.	2 mdr.	9 mdr.	1 md.	4 mdr.
Vedtagelse af program	7 mdr.	3 mdr.	10 mdr.	2 mdr.	

Anm.: Tallene angiver tiden, der går, fra begivenheden indtræffer, indtil det første EU/IMF-program foreligger. Tidspunkterne for anmodning om og vedtagelse af program henviser til IMF-programmet for Grækenland, Irland og Portugal. For Spanien angives tidspunkt for anmodning om og vedtagelsen af en låneramme fra ESM. Den 10-årige statsobligationsrente er ikke tilgængelig for Cypern.

Kilde: IMF, Reuters EcoWin og pressemeddelelser fra eurolandene.

ring relativt sent eller er bekymret for at blive stigmatiseret ved at anmode om lån fra IMF. Der kan være betydelige politiske omkostninger for den siddende regering ved at anmode om et låneprogram. Desuden kan der være uenighed mellem trojkaen og det ansøgende land om betingelserne i programmet. Der kan dog være fordele ved at få et låneprogram på plads relativt hurtigt for derved at skabe ro til at gennemføre den nødvendige økonomiske genopretning.

I *Grækenland* gik der over et halvt år, fra det stod klart, at landet var i finansieringsvanskeligheder, til første låneprogram blev vedtaget. Den udslagsgivende begivenhed kan identificeres som annonceringen i oktober 2009 af et offentligt budgetunderskud på ca. 12 pct. af BNP. Grækenlands nyvalgte regering under premierminister Papandreou annoncerede dermed et budgetunderskud, der var dobbelt så stort som den tidligere regerings estimat. Grækenlands offentlige gæld var på det tidspunkt omkring 115 pct. i forhold til BNP, og med svage vækstudsigter fik annonceringen investorerne til at sætte spørgsmålstegn ved Grækenlands gældsholdbarhed.

I *Irlands* tilfælde var processen relativt kort, og der gik kun ca. tre måneder fra den udslagsgivende begivenhed, til låneprogrammet var vedtaget. Begivenheden defineres her som offentliggørelsen af yderligere stigninger i omkostningerne ved at redde den irske banksektor til ca. 45 mia. euro i september 2010. De øgede omkostninger medførte en stigning i regeringens ventede offentlige budgetunderskud for 2010 til 32 pct. af BNP. Regeringen anerkendte, at den ekstraordinære stigning ville kræve markante finanspolitiske stramninger i 2011, men fastholdt, at den planlagte korrektion af underskuddet i 2014 fortsat ville blive nået i overensstemmelse med EU-reglerne, jf. Department of Finance, Ireland (2010). Meldingerne om de høje omkostninger ved at redde banksektoren gav alligevel anledning til, at renterne på statsobligationer steg betydeligt fra oktober 2010.

For *Portugal* er det svært at identificere en enkelt udslagsgivende begivenhed. Der var snarere tale om en række dårlige økonomiske nyheder kombineret med stigende markedspress. Begivenheden i tabel 2 angiver derfor perioden omkring sommeren 2010, hvor Portugals kreditværdighed løbende blev nedgraderet. Der gik derefter ca. ti måneder, inden Portugal anmodede om et låneprogram.

Processen for Cypern og Spanien afviger fra de øvrige eurolande. *Cypern* anmodede 27. juni 2012 officielt om lån fra EU og IMF. Det skete primært på baggrund af banksektorens eksponering over for Grækenland og makroøkonomiske ubalancer. Den udslagsgivende begivenhed defineres således som annonceringen af vilkårene for Grækenlands gældsrestrukturering i februar 2012. Trojkaen sendte umiddelbart efter

anmodningen i juni en mission til Cypern for at iværksætte forhandlingerne om et låneprogram. Forhandlingerne med de cypriotiske myndigheder er endnu ikke afsluttede.

I forhold til *Spanien* er den udslagsgivende begivenhed defineret som anmodningen fra Spaniens fjerdestørste finansielle institution, Bankia, om en massiv hjælpepakke på i alt 24 mia. euro fra den spanske regering i maj 2012. Problemerne med de spanske banker har ført til, at hovedparten af dem har mistet adgangen til finansiering på markederne. Det var en medvirkende årsag til, at regeringen anmodede om et lån fra ESM blot to måneder efter den udslagsgivende begivenhed og samme måned, som de spanske statsobligationsrenter nåede over 7 pct. I tillæg til problemerne i banksektoren står Spanien over for store udfordringer i forhold til de gældsplagede spanske regioner og en massiv arbejdsløshed.

PROCESSEN FREM MOD EN GÆLDSRESTRUKTURERING¹

Som led i det første låneprogram gennemførte Grækenland markante besparelser på statsbudgettet. Nedturen i den græske økonomi viste sig dog langt værre end antaget og bevirkede sammen med manglende gennemførelse af finanspolitiske og strukturelle reformer, at låneprogrammet fra 2010 ikke var tilstrækkeligt til at stabilisere gælden. I juli 2011 blev eurolandene enige om et nyt hjælpeprogram til Grækenland under forudsætning af en nedskrivning af Grækenlands gæld til private kreditorer. Annonceringen af den anden hjælpepakke fra eurolandene blev begyndelsen på den græske gældsrestruktureringsproces, hvor vilkårene for gældsudvekslingen med de private kreditorer skulle forhandles på plads.

En forskel i udfaldet af forløbet frem mod henholdsvis første og andet låneprogram for Grækenland lå i resultatet af analysen af gældsholdbarheden, jf. boks 2, hvor den græske statsgæld frem mod det andet låneprogram viste sig at være uholdbar på mellemlangt sigt uden involvering af den private sektor. Om indgåelsen af et låneprogram omfatter nedskrivning og omstrukturering af private kreditorens andel af den offentlige gæld, afhænger som oftest af de internationale institutioners vurdering af, om de offentlige finanser er holdbare på mellemlangt sigt under antagelse af fuld programimplementering.

Den græske gældsrestrukturering er langt fra den første statslige restrukturering. Antallet er omfattende med flere end 600 episoder i 95

¹ En gældsrestrukturering kan defineres som en udveksling af udestående gældsinstrumenter udstedt eller garanteret af en stat med nye gældsinstrumenter eller kontanter gennem en juridisk proces, jf. Das mfl. (2012).

ANTAL STATSLIGE GÆLDSRESTRUKTURERINGER FORDELT OVER TID

Tabel 3

	1950-59	1960-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-10
OECD-lande ¹	-	-	4	3	-	-
Ikke-OECD-lande	1	15	18	245	207	141

Kilde: Das mfl. (2012).

¹ Det eneste OECD-land, der har restrukturet gælden er Tyrkiet, som har været gennem syv gældsrestruktureringer i 1970'erne og 80'erne. Endvidere har Mexico og Chile restrukturet statsgælden, før de blev medlemmer af OECD i henholdsvis 1994 og 2010.

lande i løbet af de seneste 60 år, jf. Das mfl. (2012). Den græske gældsrestrukturering er dog den første af sin slags i en avanceret økonomi i perioden, jf. tabel 3.

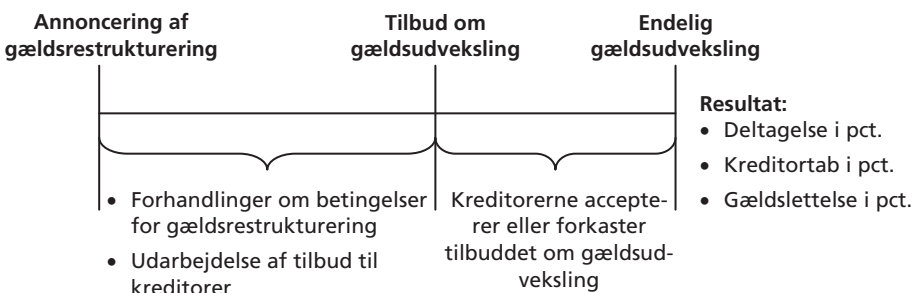
Stiliseret forløb for en gældsrestruktureringsproces

Ud fra erfaringerne fra tidligere statslige processer kan der opstilles et forløb for processen frem til en ordnet gældsrestrukturering, jf. figur 4. Bemærk, at der med en ordnet gældsrestrukturering henvises til en situation, hvor der indgås en aftale med kreditorerne om at nedskrive eller omstrukturere gælden. I modsat fald vil et land misligholde sine forpligtelser uden forudgående aftale med kreditorerne om betingelserne. Det stiliserede forløb bruges efterfølgende til at sætte processen omkring Grækenlands gældsrestrukturering i perspektiv.

Forhandlingerne med den private sektor om en statslig gældsrestrukturering begynder i det stiliserede forløb med, at betalinger på statsgælden misligholdes, eller med selve annonceringen af en gældsrestrukturering. Regeringen iværksætter typisk formelle eller uformelle forhandlinger med sine kreditorer om vilkårene for en gældsudveksling. En restrukturering kan involvere, at gælden omlægges ved enten at forlænge løbetiden på de originale gældsinstrumenter eventuelt kombineret med lavere renter eller ved at den nominelle værdi af hovedstolen

STILISERET FORLØB FOR EN GÆLDSRESTRUKTURERINGSPROCES

Figur 4



Kilde: Das mfl. (2012).

**FORHANDLINGSPROCESSEN VED TIDLIGERE STATSLIGE
GÆLDSRESTRUKTURERINGER**

Boks 3

Langt de fleste gældsrestruktureringer mellem 1950 og 2010 har bestået af bilaterale aftaler mellem regeringer gennem den såkaldte Parisklub, som opstod i 1956, da Argentina mødte sine statslige kreditorer i Paris i forsøget på at undgå en forestående misligholdelse af gælden. Parisklubben er en uformel gruppe af kreditorer, hvor medlemmerne tæller regeringerne fra 19 store økonomier i verden, heriblandt Danmark, samt øvrige kreditorer, der inviteres med fra sag til sag. Processen for gældsrestruktureringer mellem regeringer og kommercielle banker betegnes Londonklubben, der dog ikke er en egentlig institution som Parisklubben. Londonklubben betegner i stedet de forhandlinger, der fandt sted sidst i 1970'erne og først i 1980'erne mellem repræsentanter for større vestlige banker og regeringerne for udviklingslande.

reduceres eller en kombination af disse tiltag. Forhandlingerne om statslige gældsrestruktureringer foregår normalt i regi af Parisklubben eller som såkaldte Londonklub-forhandlinger, jf. boks 3. De munder ud i et endeligt tilbud til kreditorerne. Sidste del af det stiliserede restruktureringsforløb begynder med tilbuddet til kreditorerne og slutter med den endelige aftale og implementeringen af gældsudvekslingen efter, at et flertal af kreditorerne har accepteret vilkårene.¹ I langt de fleste tilfælde vil selve restruktureringen også være slutningen på gældskrisen, da udvekslingen af den originale gæld med ny gæld fører landet tilbage på en holdbar gældsudvikling.²

Erfaringerne viser, at forhandlingsforløbet i en gældsrestrukturering kan tage måneder eller år, før de endelige betingelser for gældsudvekslingen med kreditorerne er på plads. Over de seneste 60 år har det i gennemsnit taget 28 måneder, men variationen er stor, jf. Das mfl. (2012). Eksempelvis tog processen for Jamaica (2010), Uruguay (2003) og Chile (1990) kun ganske få måneder, mens særligt Argentina (2001-05) og Peru (1983-1997) har taget adskillige år at få på plads. Analysen viser endvidere, at restruktureringsprocessen er blevet signifikant kortere i de seneste 10-15 år med en gennemsnitlig varighed på 17 måneder mod 31 i 1980'erne og 1990'erne.

Udfordringerne ved en gældsrestruktureringsproces

En såkaldt "ordnet" gældsrestrukturering, hvor der indgås en aftale med kreditorerne om vilkårene, er umiddelbart at foretrække frem for en uordnet misligholdelse af forpligtelser, idet tabene for kreditorer og omkostningerne for landet på sigt begrænses. Processen frem mod

¹ Implementeringen af en succesfuld gældsudveksling har ofte et mindstekrav til antallet af kreditorer, der skal acceptere vilkårene.

² Det er dog ikke altid tilfældet, særligt gennem 1980'erne, hvor der kunne observeres serier af restruktureringer, jf. Das mfl. (2012). Grækenland er ligeledes et eksempel herpå.

en ordnet restrukturering vanskeliggøres dog af modstridende hensyn og incitament. En ordnet restrukturering indebærer, at et debitorland bryder med eksisterende juridiske kontrakter og gældsforpligtelser. Processen vanskeliggøres yderligere for avancerede lande, fordi restruktureringer i mindre grad er accepterede og forventede blandt investorer og offentligheden.

For debitorlandet indebærer en gældsrestruktureringsproces en skæv incitamentsstruktur, idet omkostningerne ved en uordnet misligholdelse på kort sigt synes mindre end ved en ordnet gældsrestrukturering. Dette giver et land incitament til på uordnet vis at misligholde sine forpligtelser og derved opnå fuld gældslettelse. Modsat vil forhandlinger om en ordnet restrukturering medføre, at debitorlandet skal honorere en række forpligtelser og håndtere et gælds niveau, der fortsat kan være betydeligt. På længere sigt er der dog væsentlige omkostninger ved en uordnet misligholdelse, bl.a. i forhold til landets mulighed for igen at finansiere sig på markederne og genvinde tilliden hos investorer. Disse overvejelser indgår i landets forhandlingsvilje og imødekommenhed over for kreditorerne.

Kreditorerne står ligeledes over for forskellige hensyn. De ønsker en aftale med mindst mulige tab, men vil tilpasse kravene til debitorlandet, så en uordnet misligholdelse, hvor de mister alt, undgås. Kravene skal stå i relation til debitorlandets evne og vilje til at betale. Hertil kommer modstridende interesser inden for kreditorgruppen, som ikke nødvendigvis er homogen. Tidligere forhandlinger om restruktureringer har været prægede af udbredte koordineringsproblemer blandt kreditorerne, jf. Das mfl. (2012). Enkelte eller grupper af kreditorer kan have incitament til at modsætte sig en aftale for at opnå særbehandling og bedre vilkår ved efterfølgende genforhandling eller retssager. Fx valgte et betydeligt antal kreditorer i 2005 at afvise den oprindelige aftale i Argentinas gældsrestrukturering, jf. Das mfl. (2012). Argentina valgte efterfølgende at fremsætte en ny aftale, der øgede deltagelsen fra 66 til 92 pct. af de samlede kreditorer, men landet står fortsat over for en række retssager.

Processen omkring Grækenlands gældsrestrukturering

I tabel 4 skitseres tidslinjen fra annonceringen af privatsektorinvolvering, PSI, i det andet græske låneprogram i juli 2011 til gældsudvekslingen med kreditorerne.

Annonceringen af Grækenlands restrukturering fandt i praksis sted i juli 2011 i forbindelse med det topmøde, hvor eurolandene blev enige om at yde et nyt hjælpeprogram til Grækenland.

I løbet af efteråret 2011 stod det klart, at situationen for det græske program var værre end antaget i juli 2011. På et topmøde for eurolan-

FORLØB FOR GRÆKENLANDS GÆLDSRESTRUKTURERING	Tabel 4
Annoncering af gældsrestrukturering	0
Annoncering af krav om øget PSI	+3 mdr.
Annoncering af formelt græsk gældsrestruktureringstilbud	+7 mdr.
Bestyrelsen i IMF godkender andet låneprogram	+8 mdr.
Annoncering af endelig gældsudveksling	+9 mdr.

Kilde: Eurolandenes pressemeddelelser, IMF, Grækenlands finansministerium.

dene 26. oktober 2011 blev der efter konsultation med de internationale banker lagt op til en øget involvering af privatsektoren med en nedskrivning af hovedstolen på 50 pct., jf. Mikkelsen og Sørensen (2012).

Mellem november 2011 og slutningen af februar 2012 forhandlede den græske regering med en gruppe kreditorer ledet af 12 banker, forsikringsselskaber og formueforvaltere på vegne af i alt 32 kreditorer, jf. Zettelmeyer mfl. (2012). Forhandlingsfasen i den græske restrukturingsproces var dermed en form for Londonklub-forhandling ledet af en kreditorkomite på linje med tidligere forhandlingsprocesser med banker beskrevet i boks 3. Ifølge Barclays (2011) ejede de 32 medlemmer af komiteen 30-40 pct. af Grækenlands gæld til private kreditorer. Komiteen fungerede ikke alene som koordinator for de største private obligationsejere, men også som bindeled til Grækenlands officielle kreditorer, der var direkte involveret i forhandlingsprocessen.

Efter yderligere fire måneders forhandlinger nåede den græske regering og kreditorkomiteen til enighed om betingelserne for gældsudvekslingen, ligesom trojkaen og den græske regering var enige om betingelserne for et nyt låneprogram. Tilbuddet til kreditorerne blev lanceret som "take it or leave it", der har kendetegnet hovedparten af restruktureringstilbudene siden slutningen af 1990'erne. Annonceringen af tilbuddet markerede slutningen på forhandlingsforløbet, og det var derefter op til alle kreditorer at vælge at acceptere eller forkaste tilbuddet. Knap 86 pct. af de private kreditorer accepterede frivilligt. Det var tilstrækkeligt mange til, at den græske regering kunne anvende Collective Action Clauses, CAC's, som de retroaktivt havde indført i deres statsobligationer, og dermed tvinge de resterende private investorer under græsk lov til en restrukturering.

I april 2012, ni måneder efter annonceringen af Grækenlands gældsrestrukturering blev den implementeret med en deltagelse på omkring 97 pct. af de berørte kreditorer. Zettelmeyer mfl. (2012) har estimeret nedskrivningen af hovedstolsværdien og værdien af den græske gældsletelse og sat det i forhold til tidligere gældsrestruktureringsepisoder. De estimerer den samlede nedskrivning af hovedstolsværdien til 55-65 pct. afhængig af værdiansættelsesmetode for de oprindelige obligationer.

Kun i tre tilfælde har statslige gældsrestruktureringer i høj- og mellemindkomstlande medført et større tab for kreditorerne: Irak i 2006 (91 pct.), Argentina i 2005 (76 pct.) og Serbien og Montenegro i 2004 (71 pct.). Grækenland modtog dermed en massiv gældslettelse svarende til 45 pct. af BNP i nutidsværdi. Det er langt mere end tidligere restruktureringer, hvor fx Argentinas gældslettelse i 2005 estimeres til 24 pct. af BNP og Ruslands i 2000 blot til 4 pct.

FREMTIDIG KRISEHÅNDTERING I EU

Implikationerne af tidligere forløb for evt. fremtidige programmer og gældsrestruktureringer i EU er ikke entydige. Selv om der er fællestræk, skal man være varsom med at trække direkte paralleller fra land til land, idet baggrunden for, at et land ikke kan finansiere sig på markedet, er landespecifik. Det er desuden generelt vanskeligt på forhånd at vurdere, om en begivenhed er tilstrækkeligt markant til at føre til en hjælpepakke fra EU og IMF.

Trojkaens samarbejde og IMF's rolle i eurokrisen fremover

Samarbejdet mellem IMF, Kommissionen og ECB har udviklet sig i løbet af krisen. Ved de første programmer til EU-lande, bl.a. Letland, Ungarn og Rumænien, var der tale om et uformelt samarbejde mellem Kommissionen og IMF, mens rammerne for trojkasamarbejdet blev mere formelt etableret i programmerne til eurolandene. Samarbejdet har gjort programlandenes dialog med de officielle kreditorer mere effektiv og struktureret. IMF konkluderer i sin seneste generelle gennemgang af IMF's programbetingelser, at samarbejdet med EU-institutionerne har fungeret godt og er blevet forbedret gennem krisen, jf. IMF (2012b). Det betones dog, at behovet for tværinstitutionelt samarbejde har gjort beslutningsprocessen og design af programbetingelser mere kompleks.

Det er i den forbindelse væsentligt, at trojkaen ikke er en institution i sig selv, men et samarbejde mellem tre selvstændige institutioner med forskellige medlemskredse, mandater og krav til programmerne. Derfor kan der være forskellige udgangspunkter for at vurdere fx finansieringsgabets størrelse, gældsholdbarhedsanalysen og betingelserne i programmerne, herunder den nødvendige finanspolitiske tilpasning.

Det er afgørende for Kommissionen og ECB, at programmer til eurolande udformes i fuld overensstemmelse med rammerne for den monetære union og det økonomiske og finanspolitiske samarbejde i EU. Betingelserne skal bl.a. være konsistente med forpligtelserne under stabilitets- og vækstpagten og respektere ECB's mandat og selvstændighed.

IMF's rolle i krisehåndteringen i euroområdet bliver muligvis anderledes fremover. IMF har i løbet af krisen justeret sine udlånsfaciliteter for at imødekomme ændrede behov fra medlemslandene. Fx er der oprettet nye såkaldte forebyggende faciliteter til lande med relativt sunde økonomier.¹ IMF's involvering i Spanien kan ses som endnu et nyt skridt. Der lægges op til, at IMF skal spille en central rolle i overvågningen af den europæiske støtte til at rekapitalisere Spaniens banker. Overvågningen skal i udgangspunktet alene ske gennem teknisk assistance uden finansiel støtte. IMF's overvågning af de spanske reformer og tiltag kan øge troværdigheden af den spanske genopretning og virke som katalysator for at få finansiering fra markederne og øvrige långivere.

Selv om IMF's medlemslande ventes at støtte evt. fremtidige programmer til eurolande, hvis de påkrævede betingelser er opfyldt, er nogle af medlemslandene blevet mere skeptiske bl.a. som resultat af erfaringerne fra Grækenlands programmer, og på grund af IMF's høje eksponering over for programlandene i euroområdet. Implikationerne heraf kan bl.a. blive, at IMF's andel af finansieringen kan blive mindre.

LITTERATUR

Ardagna, Silvia og Francesco Caselli (2012), The Political economy of the greek debt crisis: A tale of two bailouts, *Centre for Economic Performance Special Paper*, nr. 25.

Barclays (2011), Euro: Greek top 40 and the voluntary question, *Global Rates Strategy Report*, 17. juni.

Das, Udaibir S., Michael G. Papaioannou og Christoph Trebesch (2012), Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature survey, data and stylized facts, *IMF Working Papers*, nr. 203.

Department of Finance, Ireland (2010), Minister's statement on banking 30 September 2010, Press release.

IMF (2010a), Greece: Staff report on request for stand-by arrangement, *IMF, Country Report*, nr. 110.

¹ Flexible Credit Line, FCL, og Precautionary and Liquidity Line, PLL, er IMF-faciliteter, der giver forebyggende låneadgang for lande, der opfylder en række kriterier. Fx har Polen en FCL på 30 mia. dollar.

IMF (2010b), Ireland: Request for an Extended Arrangement – Staff Report, IMF, *Country Report*, nr. 366.

IMF (2011), Portugal: Request for a three-year arrangement under the Extended Fund Facility, IMF, *Country Report*, nr. 127.

IMF (2012a), Greece: Request for extended arrangement under the Extended Fund Facility, IMF, *Country Report*, nr. 57.

IMF (2012b), 2011 Review of conditionality – overview paper.

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

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch og Mitu Gulati (2012), The greek debt exchange: an autopsy, *SSRN Working Paper*, nr. 2144932, september.

Det danske pengemarked ved lave renter

Palle Bach Mindested, Martin Wagner Toftdahl, Handelsafdelingen, og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbanken foretager årligt en undersøgelse af omsætningen på pengemarkedet, markedet for bankernes indbyrdes korte lån og handel med rentederivater. Den samlede daglige omsætning på det danske pengemarked er betydelig – omkring 140 mia. kr. dagligt. Et velfungerende pengemarked er vigtigt for bankernes indbyrdes likviditetsudveksling og sikrer samtidig et klart gennemslag af Nationalbankens pengepolitiske renter til renterne på pengemarkedet, der er bestemmende for kronekursen. Pengemarkedsrenter danner samtidig basis for fastsættelsen af referencerenter, der fastlægger forrentningen på en række finansielle produkter, herunder visse boliglån. Den pengepolitiske transmission har også ved det nuværende lave renteniveau fungeret effektivt. Nationalbankens indførelse af negativ indskudsbevisrente har haft et klart gennemslag til pengemarkedsrenterne.

I artiklen beskrives først de overordnede resultater fra pengemarkedsundersøgelsen. Herefter ses nærmere på FX swapmarkedet og sammenhængen med lave skatkammerbevisrenter. Endelig analyseres implikationerne af negativ indskudsbevisrente for dag til dag-markedets funktionsmåde.

Den samlede omsætning i pengemarkedslån var i undersøgelsen for april 2012 i store træk uændret i forhold til 2011. Bankerne foretog i undersøgelsen ikke usikrede udlån i pengemarkedet med en løbetid over 1 måned. Omsætningen i Cita-swaps faldt i forhold til 2011 og er tilbage til niveauet i 2010.

Undersøgelsen viser, at udenlandske banker står for en stor del af omsætningen på det danske pengemarked. Det gælder især for FX swapmarkedet. Skævheder i FX swapmarkedet har været medvirkende til at presse renten ned på bl.a. skatkammerbeviser.

Omsætningen mellem bankerne i dag til dag-markedet er bevaret efter indførelsen af negativ rente på indskudsbeviser. Omsætningen understøttes af, at bankerne har tilskyndelse til at låne ud i markedet frem for at købe indskudsbeviser til negativ rente. Samtidig med indførelsen

af negativ rente på indskudsbeviser udvidede Nationalbanken rammerne for indeståendet på foliokonti i Nationalbanken. Det har omvendt givet bankerne større mulighed for at håndtere udsving i likviditeten via placeringer dag til dag på folio i Nationalbanken uden at skulle benytte pengemarkedet.

OMSÆTNINGEN I PENGEMARKEDET

Omsætningen i pengemarkedsundersøgelsen i 2012 bygger på indberetning fra de ni T/N-stillere. Omsætningen udgjorde i år samlet 141 mia. kr. dagligt for april.¹ Pengemarkedet kan opdeles i pengemarkedslån og rentederivater, jf. boks 1.

Omsætning i pengemarkedslån

Den gennemsnitlige daglige omsætning i ind- og udlån var 129 mia. kr. i april 2012, jf. figur 1, hvilket er et fald på 2 pct. i forhold til året før.²

Dag til dag-lån udgør størstedelen af omsætningen, jf. figur 2, og faldet i den daglige omsætning kan primært tilskrives et fald i usikrede dag til dag-udlån.³ Markedet for usikrede lån, deposits, med længere løbetider er fortsat meget begrænset. T/N-stillerne foretog ingen usikrede udlån med løbetider over 1 måned i april 2012. De modtog kun i beskedent omfang usikrede indlån med løbetider over 1 måned. Den generelle tendens siden finanskrisen til lavere omsætning i det usikrede pengemarked på især længere løbetider er fortsat i både Danmark og i euroområdet, jf. ECB (2012).

Renterne på pengemarkedet har indflydelse på bankernes udlånsrenter til husholdninger og virksomheder. En del af de variabelt forrentede lån er knyttet direkte til referencerenten for usikrede udlån, Cibor, med en løbetid på 3 eller 6 måneder.

Omsætningen i de sikrede lån (repoer og FX swaps) var stort set uændret i undersøgelsen for 2012 i forhold til den i 2011. Andelen af det sikrede pengemarked er vokset svagt og udgjorde i år 71 pct. af den samlede omsætning i pengemarkedslån mod 70 pct. i 2011.

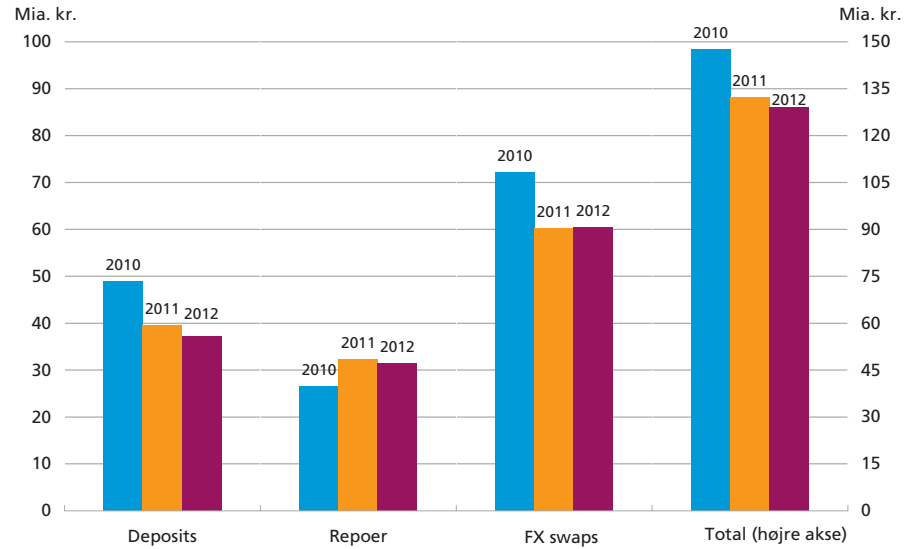
¹ Det gælder for produkterne i pengemarkedsundersøgelsen: deposits, repoer, FX swaps, Cita-swaps og FRA.

² T/N-stillerne er blevet reduceret til 9 i 2012 fra 11 i 2011, hvorfor undersøgelsens datagrundlag ikke er direkte sammenligneligt med tidligere år. Der ville fortsat have været et marginalt fald, hvis der i 2011 sammenlignes med det samme antal deltagere.

³ Da lån over en længere periode kan opnås ved løbende at forny kortere lån over perioden, vil omsætningen tendere at være højere for korte løbetider end for lange. Fx skal der foretages 5 dag til dag-lån i stedet for et 1-uges udlån.

DAGLIG OMSÆTNING I PENGEMARKEDSLÅN OPDELT PÅ PRODUKTER 2010, 2011 OG 2012

Figur 1

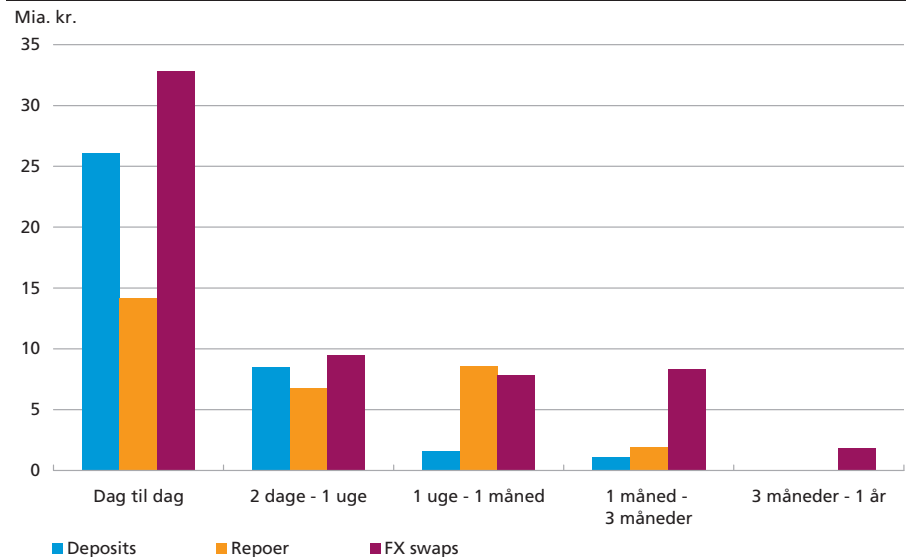


Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i april 2012. Omfatter både ind- og udlån for pengemarkedslån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DAGLIG OMSÆTNING I PENGEMARKEDSLÅN FORDELT PÅ LØBETID OG PRODUKTER I 2012

Figur 2



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i april 2012. Omfatter både ind- og udlån for pengemarkedslån. Intervallerne dækker fra intervallets start og til og med intervallets slut. Fx dækker 1 uge - 1 måned over handler med løbetid over 1 uge og til og med 1 måned.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PRODUKTER OG INDBERETTERE I PENGEMARKEDSUNDERSØGELSEN FOR KRONER

Boks 1

Pengemarkedet for kroner er markedet op til 1 år mellem bankerne for lån og rentederivater i kroner.¹

Pengemarkedslån

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

Deposits er usikrede kronelån med standardiserede løbetider fra 1 dag til 12 måneder.

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

FX swaps er lån i én valuta mod udlån i en anden valuta på standardiserede løbetider fra 1 dag til 12 måneder. Sikkerheden foreligger her som valuta. FX-swaps kan betragtes som samtidig indgåelse af en spot- og en termisforretning i valuta. Ved afvikling af spothandlen udveksles fx kroner mod dollar, mens modsatrettede betalinger finder sted ved afviklingen af termisforretningen.

Hertil kommer kroneobligationer med restløbetid på op til 1 år, fx skatkammerbeviser og realkreditobligationer til finansiering af rentetilpasningslån, der ikke er omfattet af pengemarkedsundersøgelsen.

Rentederivater

Der er ingen initial udveksling af likviditet ved rentederivater. Likviditetsudvekslingen begrænser sig til afregning af renteforskellen på et bestemt fastsat tidspunkt.

Cita-swaps (*Copenhagen Interest T/N Average*), er korte renteswaps. Der byttes en variabel rente (T/N-rente) mod en fast rente, som fastsættes ved aftalens begyndelse. Aftalen kan indgås på standardiserede løbetider. Ved aftalens udløb afregnes forskellen mellem den aftalte faste rente og den gennemsnitlige T/N-rente gennem aftalens løbetid.

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

Indberettere til pengemarkedsundersøgelsen

Tomorrow/Next-stillere (T/N-stillere) har ligesom i 2010 og 2011 deltaget i undersøgelsen i 2012.² De ni T/N-stillere omfatter primært de største danske aktører på pengemar-

FORTSAT	Boks 1
<p>markedet.³ T/N-stillerne har indberettet deres omsætning for både ind- og udlån med andre banker. Nationalbanken modtager desuden daglige indberetninger fra T/N-stillerne vedrørende udlånsomsætningen i dag til dag-markedet.</p>	

¹ Jf. Danmarks Nationalbank (2009) for en mere detaljeret beskrivelse af pengemarkedet.

² T/N-stillerne har indberettet deres omsætning, dvs. omfanget af deres indgåede handler i deposits, repoer, FX swaps, TN IRS og FRA med andre banker i april 2012 og 2. kvartal 2012. Dette gælder både banker blandt T/N-stillerne og uden for T/N-stillerkredsen. Resultaterne af undersøgelsen for 2010 og 2011 er beskrevet i henholdsvis Jørgensen og Risbjerg (2010) og Mindested og Risbjerg (2011).

³ T/N-stillerne er blevet reduceret til 9 i 2012 fra 11 i 2011. Derfor er undersøgelsens datagrundlag ikke direkte sammenligneligt med tidligere år.

Omsætning på rentederivatmarkedet

De vigtigste rentederivater, Cita-swaps og FRA, benyttes af finansielle institutioner og virksomheder til afdækning af renterisiko og til at tage spekulative positioner. Omsætningen ligger primært i løbetider over 1 måned, jf. figur 3.

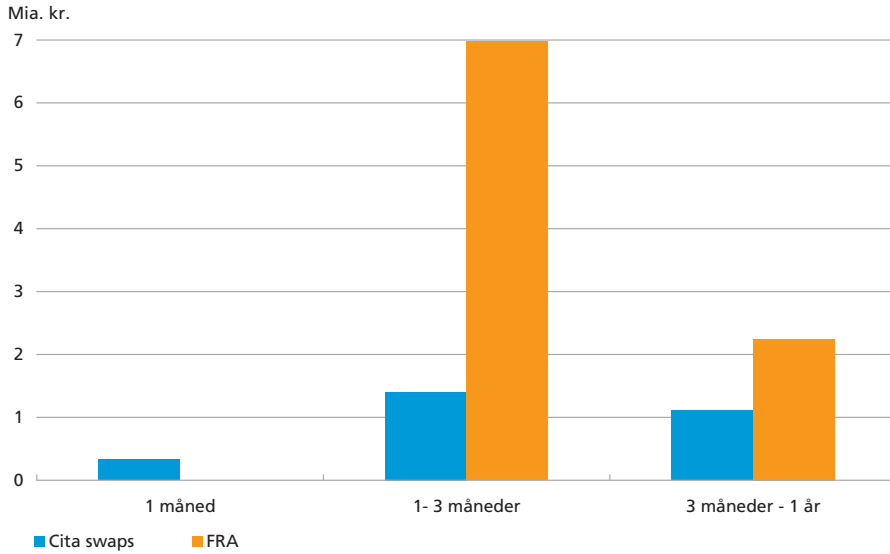
Cita-swaps anvendes bl.a. af institutionelle investorer til at afdække renterisikoen ved køb af korte værdipapirer, fx 1-årige realkreditobligationer.¹ Omsætningen i Cita-swaps faldt i undersøgelsen for 2012 i forhold 2011 og er tilbage på niveauet i 2010, jf. figur 4. Faldet skal bl.a. ses i lyset af, at der i perioden for undersøgelsen i år i høj grad var sammenfaldende forventninger blandt markedsdeltagerne til de pengepolitiske renter. Det har medført, at usikkerheden om pengemarkedsrenterne har været lav, hvorved incitamentet til afdækning af renterisici og positionstagning er reduceret og har bidraget til faldet i omsætningen. I perioden for pengemarkedsundersøgelsen i 2011 var der generelt større forskelle i forventningerne til renteutviklingen. Der er fortsat omsætning i de lange løbetider, og markedet for Cita-swaps er ifølge markedsdeltagerne effektivt. Omsætningen i euroområdet i det lignende produkt, Eonia-swaps, er også faldet, jf. ECB (2012).

FRA-omsætningen steg i 2012. Der kan ske udsving i omsætningen i rentederivater som følge af investorers og virksomheders præferencer for afdækning og positionstagning.

¹ I swappen modtager investoren dag til dag-renten og betaler fx en 1-årig swaprente, så den samlede forrentning af realkreditobligationen og swappen følger udviklingen i dag til dag-renten. Cita-swaps er beskrevet nærmere i Mindested og Risbjerg (2011).

DAGLIG OMSÆTNING I RENTEDERIVATER FORDELT PÅ LØBETID OG PRODUKTER I 2012

Figur 3

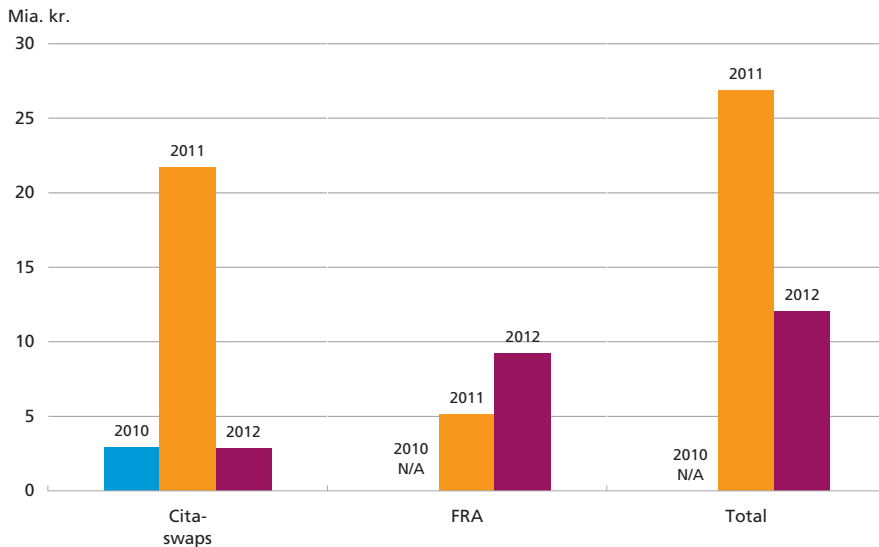


Anm.: Daglig gennemsnitlig omsætning i april 2012. Omfatter både kontrakter, hvor der betales og modtages fast rente for derivaterne.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DAGLIG OMSÆTNING I RENTEDERIVATER I 2010, 2011 OG 2012

Figur 4



Anm.: Daglig gennemsnitlig omsætning i april det pågældende år. Omfatter både kontrakter, hvor der betales og modtages fast rente for derivaterne.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FX SWAPMARKEDET OG LAVE RENTER

FX swaps er det pengemarkedsprodukt, som har størst omsætning og den største udenlandske deltagelse. Udenlandske investorer har udnyttet skævheder i FX swapmarkedet mellem kroner og dollar ved at kombinere FX swaps med placering i kroner, herunder i danske skatkammerbeviser. Det har presset renten ned på bl.a. skatkammerbeviser.

Skævhed i FX swapmarkedet

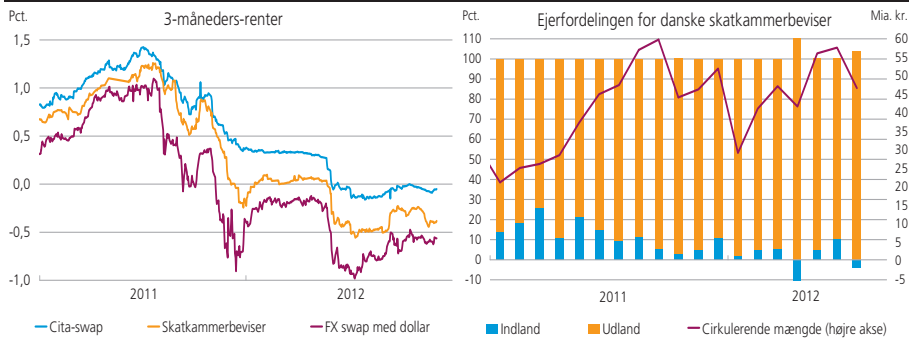
Efter finanskrisen, og senere gældskrisen i nogle europæiske lande, er amerikanske banker og investorer blevet mindre villige til at udlåne dollar til ikke-amerikanske banker. Det har fået ikke-amerikanske banker til at øge efterspørgslen efter dollarfinansiering via FX swapmarkedet, hvilket har medført en skævhed i FX swapmarkedet, jf. Jensen mfl. (2011). Skævheden i FX swapmarkedet kommer til udtryk ved, at renten på dollarfinansiering via FX swaps er højere end renten på dollarfinansiering direkte på det amerikanske pengemarked. Skævheden er udtryk for en segmentering af markederne. Normalt vil arbitragehandel udligne skævheden i FX swaps, men mulighederne for arbitrage hæmmes af, at der er begrænsninger i udlændinges adgang til direkte låntagning i dollar på det amerikanske marked.

Skævheden i FX swapmarkedet med dollar har været gældende for en lang række valutaer, herunder euro og kroner. Skævheden var størst under finanskrisen, men aftog efter, at den amerikanske centralbank, Federal Reserve, indgik aftaler med en række andre centralbanker, herunder Den Europæiske Centralbank, ECB, og Nationalbanken, så centralbankerne kunne udlåne dollar til bankerne, jf. Allen og Moessner (2010). Da statsgældskrisen i en række europæiske lande intensiveredes i slutningen af 2011, blev skævheden i FX swaps mellem dollar og euro igen øget. Amerikanske pengemarkedsfonde nedbragte i stort omfang deres udlån til europæiske banker, og det medvirkede til at tvinge bankerne til at skaffe dollarfinansiering via andre kanaler, herunder FX swaps. For at mindske presset nedsatte en række centralbanker, herunder ECB, 30. november 2011 renten på dollarlån via deres aftaler med Federal Reserve¹.

FX swapmarkedet i kroner

Skævheden i FX swapmarkedet mellem dollar og kroner kan delvis forklares ved stor efterspørgsel efter dollarfinansiering via FX swapmarke-

¹ Nationalbanken har ikke længere en aftale om dollarlån via Federal Reserve. Aftalen ophørte 1. februar 2010.

RENTEUDVIKLING OG UDENLANDSK EJERANDEL AF SKATKAMMERBEVISER Figur 5

Anm.: Til beregning af den implicitte kronerente via FX swap mellem dollar og kroner er benyttet den amerikanske 3-måneders OIS-rente.

Den udenlandske beholdning af skatkammerbeviser kan overstige 100 pct., fx som følge af, at primary dealere kan låne skatkammerbeviser via Nationalbanken. Det var tilfældet fx i juni og september 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

det fra institutionelle investorer, herunder pensionselskaber. Ved at kombinere investeringer i fx dollar med FX swaps mellem dollar og kroner afdækkes valutarisikoen fra investeringen. Samtidig benytter danske pengeinstitutter, ligesom andre europæiske banker, også FX swapmarkedet til at skaffe dollarfinansiering.¹ Skævheden har betydet, at det er dyrt for danske investorer at valutaafdække investeringer i dollar.

Udenlandske investorer med billig adgang til dollar har på den anden side kunnet udnytte skævheden i det danske FX swapmarked og opnå et højt afkast ved at udlåne dollar i FX swaps med danske kroner.

Modstykket til den høje implicitte dollarente via FX swaps mellem dollar og kroner er en lav implicit kronerente. Den implicitte kronerente fra FX swap udtrykker omkostningen ved at låne i fx dollar og samtidig foretage FX swaps, så det samlet set svarer til et lån i kroner, jf. boks 2. Den implicitte kronerente har ligget markant lavere end andre danske pengemarkedsrenter, jf. figur 5, venstre.

Der er en tydelig overvægt af udenlandske banker, som er modpart i FX swaps, jf. figur 6. De kroner, udenlandske banker modtager via FX swapmarkedet, kan bl.a. placeres i kronedeposits. Udenlandske banker står for omkring 60 pct. af omsætningen i usikrede lån, jf. figur 6.

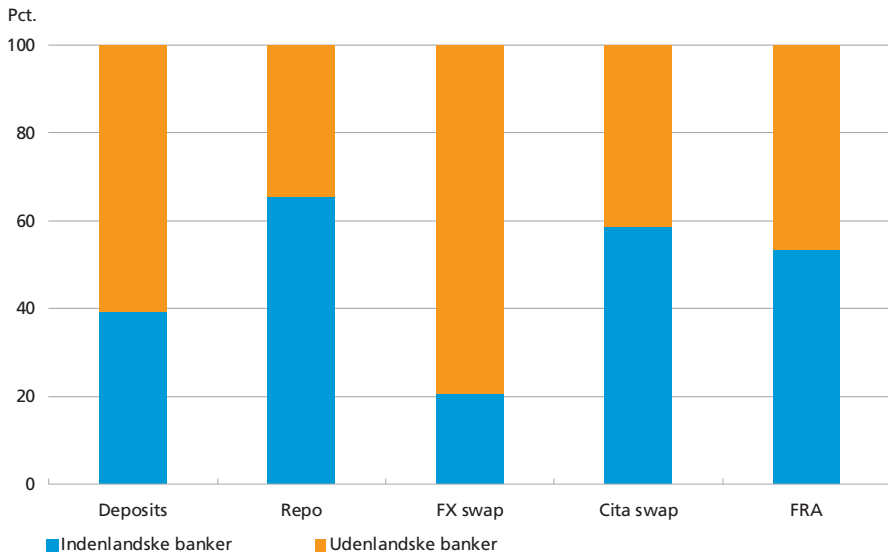
FX swaps og renten på skatkammerbeviser

Udenlandske investorer kan ligeledes vælge at investere de kroner, der modtages via FX swapmarkedet, i korte kroneobligationer, herunder skatkammerbeviser og korte fastforrentede realkreditobligationer.

¹ Der er også en skævhed i FX swapmarkedet mellem euro og kroner, hvor den implicitte euro-rente fra FX swaps med kroner er højere end renterne på det europæiske marked. Skævheden er dog ikke så udtalt som i FX swapmarkedet mellem dollar og kroner.

OMSÆTNING FORDELT PÅ MODPARTS PLACERING

Figur 6



Anm.: Daglig gennemsnitlig omsætning i 2. kvartal 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Udenlandske investorer ejer stort set det samlede udestående af danske skatkammerbeviser, jf. figur 5, højre. Renten på skatkammerbeviser og den implicitte kronerente fra FX swaps med dollar er desuden tæt korreleret, jf. figur 5, venstre. Det peger på, at nogle udlændinge, som har

DEN DÆKKEDE RENTEPARITET

Boks 2

Den dækkede renteparitet, fx mellem kroner og dollar, udtrykker, at det bør koste det samme at optage lån direkte i kroner og at optage lån i dollar og samtidig indgå en spot- og en terminsaftale, FX swap. Det svarer samlet set til et lån i kroner. Da resultatet ved begge metoder er det samme - at der opnås et kronelån i en given periode - skal prisen teoretisk set også være den samme, hvis der ikke skal være mulighed for arbitrage. Den dækkede renteparitet kan approksimativt skrives på følgende måde:

$$r_{DKK} = r_{USD} + (F-S)/S$$

Venstresiden, r_{DKK} , er renten på direkte lån i kroner. Højresiden udtrykker renten på et lån i kroner via et lån i dollar, r_{USD} , og omkostningen i procent ved at låne kroner mod dollar via en FX swap, $(F-S)/S$, hvor F er terminskursen (kroner pr. dollar) for udveksling af valuta i fremtiden, og S er spotkursen. I denne FX swap købes dollar spot til kursen S , som placeres til r_{USD} . Dollar sælges samtidig på termin til en kendt kurs på indgåelsestidspunktet, F , så afkastet i kroner fastlåses.

I praksis kan der opstå afvigelser fra den dækkede renteparitet som følge af fx transaktionsomkostninger samt forskelle i kreditrisiko og likviditetsforhold mellem markederne.

udnyttet skævheden i FX swapmarkedet, har placeret deres kronelikviditet i skatkammerbeviser.

NEGATIV INDSKUDSBEVISRENTE OG DAG TIL DAG-MARKEDET

Penge- og realkreditinstitutternes lån og placering i Nationalbanken via de pengepolitiske instrumenter udgør et alternativ til korte lån i pengemarkedet. De pengepolitiske renter er retningsgivende for pengemarkedsrenterne. Det har også været tilfældet i forbindelse med indførelsen af negativ indskudsbevisrente, hvor T/N-renten og Cita-swaprenten, der er et udtryk for forventningerne til T/N-renten, fulgte med indskudsbevisrenten ned, jf. Jørgensen og Risbjerg (2012). Indretningen af de pengepolitiske instrumenter er afgørende for aktiviteten i pengemarkedet, jf. boks 3.

Pengeinstitutternes anvendelse af det usikrede dag til dag-marked er i høj grad drevet af hensynet til deres daglige likviditetsstyring, hvor omsætningen i repoer og FX swaps i stort omfang kan være drevet af henholdsvis obligationshandler og kunders valutapositioner. Der har i det danske marked været en tradition for at anvende T/N-lån¹ til at styre forudsete og planlagte likviditetsbevægelser, mens O/N-markedet anvendes til at håndtere uforudsete udsving.

Omsætningen i dag til dag-markedet, herunder det usikrede T/N-marked, er bevaret, jf. figur 7. Omsætningen understøttes af, at institutterne har tilskyndelse til at låne ud i markedet frem for at købe indskudsbeviser til negativ rente. Samtidig med indførelsen af negativ rente på indskudsbeviser udvidede Nationalbanken rammerne for indeståendet på foliokonti i Nationalbanken, jf. boks 3. Det har omvendt givet institutterne større mulighed for at håndtere udsving i likviditeten via placeringer dag til dag på folio i Nationalbanken uden at skulle benytte pengemarkedet.

¹ T/N-lån er dag til dag-lån, som begynder (bank)dagen efter handelsdagen, hvor aftalen om lånet indgås. O/N-lån begynder samme dag, som lånet indgås.

**NATIONALBANKENS PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG
OMSÆTNINGEN I DAG TIL DAG-PENGEMARKEDET**

Boks 3

Pengepolitiske instrumenter

De pengepolitiske instrumenter er de ind- og udlånsfaciliteter, som Nationalbanken stiller til rådighed for penge- og realkreditinstitutterne, de pengepolitiske modparter. Modparterne har adgang til to faciliteter i Nationalbanken: markedsoperationer og indskud på folio, hvor sidstnævnte ofte benævnes foliolikviditet eller bare likviditet.

Ved Nationalbankens ordinære markedsoperationer den sidste bankdag i hver uge kan modparterne låne mod pant og placere i indskudsbeviser. Hvis det er nødvendigt, foretager Nationalbanken herudover ekstraordinære markedsoperationer, hvor Nationalbanken køber eller sælger indskudsbeviser for at styre likviditeten i banksektoren.

Foliokonti er anfordringskonti, hvor modparterne kan placere dag til dag. Der er fastsat en samlet ramme for modparternes indskud på foliokonti i Nationalbanken ved dagens slutning. Nationalbanken sørger ved markedsoperationer for, at loftet for modparternes samlede indskud på folio overholdes. Hvis modparternes placeringer på folio er større end den samlede ramme til indskudsbeviser, konverteres folioindskud til indskudsbeviser.

Omsætningen i dag til dag-markedet

Modparterne har mulighed for at tilpasse deres likviditet via Nationalbankens pengepolitiske instrumenter på dage med markedsoperationer. På øvrige dage er de henvist til at udligne likviditeten mellem hinanden via pengemarkedet. Alt andet lige vil markedsoperationerne trække mod lavere pengemarkedsaktivitet.

Rentespændet mellem indskudsbeviser og folioindskud har betydning for institutternes tilskyndelse til at benytte de pengepolitiske instrumenter. Et stort positivt spænd øger institutternes incitament til at planlægge deres likviditetsbehov og have et lavt indestående på folio. Det fremmer aktiviteten i pengemarkedet, da den mindre beholdning på folio giver institutterne mindre mulighed for at håndtere likviditetsstød og derfor i større omfang har behov for at benytte pengemarkedet.

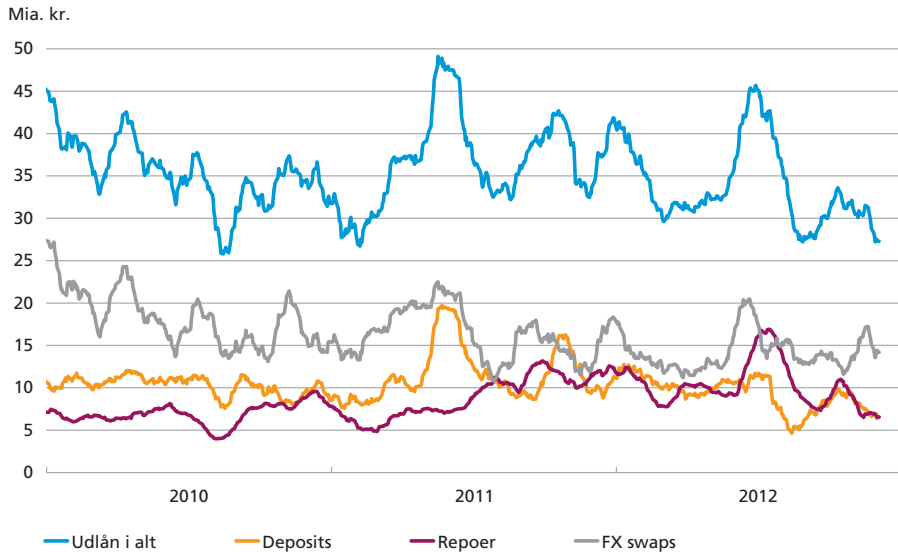
Foliorammerne kan også fremme aktiviteten i pengemarkedet i det omfang, de begrænser indestående på folio. Ved indførelsen af negativ indskudsbevisrente 6. juli 2012 blev foliorenten fastholdt på 0 pct. og kom altså i modsætning til tidligere til at ligge under foliorenten. Samtidig blev den samlede folioramme øget fra 23 til 70 mia. kr. Den samlede folioramme blev pr. 5. oktober 2012 yderligere øget med 35 mia. kr. svarende til stigningen i Nationalbankens 3-årige udlån i slutningen af september 2012. Institutterne fik dermed både et rentemæssigt incitament til og større mulighed for at placere på folio, og det samlede folioindestående blev øget. Det større folioindestående giver institutterne større mulighed for at håndtere likviditetsudsving via folio uden at skulle benytte pengemarkedet, hvilket trækker mod en lavere omsætning i dag til dag-markedet. Modparterne har imidlertid fortsat økonomisk incitament til at benytte pengemarkedet. Institutter, hvis indestående i Nationalbanken overstiger deres folioramme, har et økonomisk incitament til at placere på pengemarkedet, hvis der kan opnås en højere rente herved end indskudsbevisrenten.

Spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrenten giver også modparterne incitament til at låne i pengemarkedet frem for i Nationalbanken. Modparternes lån i Nationalbanken med 7 dages løbetid er i dag meget begrænset.

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

OMSÆTNING I DAG TIL DAG-UDLÅN

Figur 7



Anm.: Baseret på daglige indberetninger fra T/N-stillerne. Gennemsnitlig daglig omsætning. 21 dages glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

LITTERATUR

Allen, William A. og Moessner, Richhild (2010), Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9, *BIS Working Papers*, nr. 310.

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

ECB (2012), *Euro Money Market Survey*, september.

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

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

Jørgensen, Anders og Lars Risbjerg (2012), Negative renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Mindsted, Palle Bach og Lars Risbjerg (2011), Udviklingstendenser på det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Nils Bernsteins tale ved Realkreditrådets årsmøde 26. september 2012

Væksten i verdensøkonomien var i 1. halvår 2012 svagere end ventet, og faldt yderligere hen over sommeren. Den globale vækst i år og til næste år tegner nu lavere end forventet i foråret. Ikke blot går det langsommere i Europa, men der har også været en afmatning i vigtige vækstøkonomier som Brasilien, Kina og Indien. De har ellers hidtil været overraskende modstandsdygtige over for krisen.

Udviklingen afspejler sig i verdenshandlen, som er fladet ud siden årsskiftet. WTO vurderer ifølge pressen, at verdenshandlen i øjeblikket kun vokser med en årsrate på 2-3 pct. Det er et vigtigt signal om, at det ikke går alt for godt.

Den største usikkerhed udspringer fortsat af problemerne i Sydeuropa. Gældskrisen har tynget verdensøkonomien siden begyndelsen af 2010. Mange initiativer er taget – både af de berørte lande og i fællesskab som euroområdet og Valutafonden. Men det har vist sig svært at knække udviklingen på overbevisende måde.

De gode år i 2000'erne blev kun i begrænset omfang brugt til at polstre sig. Så da krisen ramte, var modstandskraften i mange lande begrænset, og behovet for konsolidering blev hurtigt dominerende. Også uklarhed om finanspolitikken i USA er en risikofaktor.

Samtidig med svag indenlandsk efterspørgsel og lav tillid i den private sektor er mange lande tvunget til at føre en stram finanspolitik som følge af store offentlige underskud og høj gæld. Det er på det område i høj grad fortidens synder, man nu betaler for. På den anden side bør det også understreges, at konsolideringen i mange af især de europæiske økonomier er undervejs, og mellemsigtede strategier for at sikre holdbarheden på de offentlige finanser på plads. Sammen med de seneste tiltag fra Den Europæiske Centralbank vil det forhåbentlig medvirke til at få renterne og dermed finansieringsomkostningerne ned på et håndterbart niveau i gældsplagede lande som Spanien og Italien. Irland er længst fremme i genopretningen af økonomien blandt de lande, der har et Valutafondsprogram. De kan igen låne på de internationale kapitalmarkeder til en overkommelig rente.

I både USA og Japan udestår mellemfristede finanspolitiske planer, dvs. hvordan de på sigt skal få bugt med deres stigende gæld.

Den svage økonomiske situation gør, at ledigheden er høj i mange lande. Den samlede ledighed i euroområdet er nu over 11 pct. af arbejdsstyrken.

Det dækker over et spænd i ledigheden fra 5 pct. og faldende i Tyskland til 25 pct., og stigende i Spanien. Den svage aktivitet og forankrede inflationsforventninger betyder, at det underliggende inflationspres er lavt i de fleste lande.

Der er grund til at glæde sig over, at gældskrisen i Europa søges adresseret gennem en kombination af nationale tiltag med hjælp fra fællesskabet. De mange ministermøder og topmøder er trods alt udtryk for, at de berørte lande ikke er overladt til sig selv og initiativer, der kunne tages på bekostning af andre.

Man bør heller ikke undervurdere det veludviklede samarbejde, der er mellem centralbankerne og tilsynsmyndigheder verden over – spændende fra konkrete, koordinerede tiltag, til regeldannelse og erfaringsudveksling. Det giver en nyttig gennemsigtighed som baggrund for egen beslutningstagen.

Det siger sig selv, at Danmark ikke kan være uberørt af, hvad der foregår i verden omkring os. Samhandlen påvirker os direkte, hvortil kommer den indirekte påvirkning via forventningerne til fremtiden.

Den økonomiske aktivitet er herhjemme stagneret det seneste halvandet år. Det skyldes fortsat stor tilbageholdenhed hos forbrugere og virksomheder. Både forbrugs- og især investeringskvoten er lav og opsparringsoverskuddet omvendt usædvanlig højt. Udviklingen skal ses i lyset af, at de betydelige formuetab, der skete i kølvandet på finanskrisen, langt fra er indhentet. Hertil kommer den afdæmpede udvikling i de disponible indkomster og vel nok især en lav forbruger- og investortillid. Alt i alt er der et stort forbrugspotentiale i husholdningernes høje opsparring, som kan frigøres, når tilliden vender tilbage. Præcis hvornår, det sker, er svært at spå om.

Vi forudsætter i vor seneste prognose, at der kommer lidt mere gang i det private forbrug i løbet af det kommende år. I år skønner vi på baggrund af et meget svagt første halvår en vækst i produktionen på kun 0,3 pct., der så stiger til lidt over 1,5 pct. p.a. i 2013 og 2014. Men det afhænger som sagt meget af, hvornår tilliden vender tilbage, og den private sektor begynder at anvende noget af sin opsparring til forbrug og investering. Det vil nok kræve, at situationen på boligmarkedet bedres.

Siden Danmarks Statistik sidste efterår begyndte at offentliggøre månedsvis statistik over boligpriserne, har de første offentliggjorte tal systematisk ligget lidt lavere end de endelige tal. Med dette i baghovedet har vi det seneste halve år set en stabilisering af priserne og de første

svage tegn på, at en bedring er på vej. Udbuddet af huse til salg er faldet betragteligt det seneste trekvarte år, og selv om det ikke er resultatet af en større omsætning, er det formentlig alligevel med til at stabilisere priserne. Vi har i vores prognose lagt til grund, at der sker en vending i boligpriserne i 2. halvår, efterfulgt af en moderat stigning. Priserne skønnes at være lidt under ligevægt, baseret på de nuværende lave renter. Usikkerheden om, hvor priserne er på vej hen, er stor.

Danmark har for øjeblikket formentlig de laveste boligrenter nogetsteds. Den lave rente er generelt med til at holde hånden under boligmarkedet. For købere betyder det, at finansieres der med et fastforrentet lån, er den såkaldte boligbyrde i dag under sit langsigtede gennemsnit. Finansieres der i stedet med variabelt forrentede lån, er boligbyrden meget lav for øjeblikket. Det må formodes at få flere købere på banen.

Løfter vi os op i helikopterperspektiv og betragter dansk økonomi sammenlignet med andre lande, kan vi på den ene side konstatere, at vi ikke er blandt de lande, der er ramt værst af krisen. På den anden side er det også reparationstid i Danmark.

Vores finansielle sektor gennemløber en tilpasningsproces som reaktion på den finansielle krise. Nye regler er kommet til og forsvarsværkerne styrkes. Strukturudviklingen sætter sit præg på sektoren og vil gøre det i hvert fald et stykke tid endnu. Det er min vurdering, at der arbejdes seriøst og målrettet med problemerne, og at sektoren vil komme styrket ud af forløbet – i den forstand, at der skal mere til for at løbe sektoren over ende, næste gang en krise rammer os. Men der er et stykke vej endnu. Dårlige lån tynger fortsat indtjeningen.

Danske virksomheder er udfordret af svag efterspørgsel, højt omkostningsniveau og en produktivitetsudvikling, der ligger i den nedre ende, når vi sammenligner os med andre lande. Skal produktionsgabets, dvs. overkapaciteten i dansk økonomi, lukkes, skal der rettes op på disse forhold. Det er ikke lige om hjørnet. Der fokuseres i erhvervslivet meget på, hvad andre kan gøre, herunder på lånemulighederne. Jeg skal ikke underkende, at det for nogle virksomheder kan være svært at overbevise banken om fornuften i at yde yderligere lån. Men det generelle billede er, at virksomhederne sparer op og ikke anser de finansielle forhold for produktionsbegrænsende.

Derudover vil jeg gerne slå fast, at det er Nationalbankens synspunkt, at rammebetingelserne for erhvervenes finansiering skal bygge på markedsmæssige løsninger. Heri indgår ikke statsgaranterede erhvervsobligationer. Den statsgaranti, som i en periode blev givet til bankerne, var helt ekstraordinær og havde til formål at dæmme op for et sammenbrud i den finansielle sektor efter Lehmanns konkurs.

Den offentlige sektor er også ramt af konjunkturaftmatningen efter den finansielle krise. Reformtiltag, som ikke blot på kort sigt bringer balance på det offentlige budget, men også i det lidt længere løb skaber holdbarhed i vores fælles finanser, skrider fremad. Det er ikke overraskende, at udfordringerne for vore politikere øges i en tid med større ledighed. Men nu gælder det om at holde næsen i sporet. Vi er allerede kommet langt her i landet med de nødvendige reformer. Vi hjælper først og fremmest de svageste ved at skabe varige forudsætninger for, at de kan få et arbejde.

Retter vi så blikket mod husholdningernes gæld, kan vi se, at den samlet er faldet i forhold til indkomsten de senere år som følge af konsolideringen.

Det er imidlertid velkendt, at danske husholdningers bruttogæld er høj i forhold til deres indkomst både i et historisk lys og i internationale sammenligninger.

For at undersøge, om husholdningernes store bruttogæld er et samfundsøkonomisk problem, har Nationalbanken i samarbejde med Erhvervs- og Vækstministeriet indsamlet et meget stort og detaljeret datagrundlag, som muliggør, at boligmarkedet og særligt boligfinansieringen kan analyseres på familieniveau. Jeg vil gerne benytte lejligheden til at kvittere for sektorens bidrag til etableringen af dette unikke datasæt. Ikke alle analyser er tilendebragt, men der tegner sig en række konklusioner.

Opdeles familierne efter deres indkomst efter skat, har de 20 pct. af familierne, der har de højeste indkomster, mere end halvdelen af familiernes samlede bruttogæld. Den halvdel, der har de laveste indkomster, har kun 14 pct. af bruttogælden. Hovedindtrykket er således, at de familier, der har gælden, også i almindelighed har indkomsten til at servicere den. Samtidig er gælden overvejende at finde blandt de husholdninger, som har flest aktiver ud over boligen, dvs. finansielle aktiver og pensionsopsparing.

Disse resultater er som udgangspunkt betryggende, men nye foreløbige analyser drypper også lidt malurt i bægeret.

Vi har set på, i hvilket omfang familier, der har taget lån med afdragsfrihed, anvender den lavere månedlige ydelse til at afdrage på anden og ofte dyrere gæld, som vi jo ofte har hørt i denne forsamling. Det er der en del af familierne, der gør, men det er desværre de færreste.

Dernæst ligger mere end hver anden familie, der har lån med afdragsfrihed, over gældsgrænsen på 80 pct. af ejendomsværdien. Det vil derfor ofte være unge familier, der i forvejen er likviditetsbegrænsede, der på den baggrund bliver nødsaget til at gå i gang med at betale afdrag, når deres nuværende afdragsfrie periode udløber. Gad vide om de nu også er opmærksomme på det!

Tallene viser, at den store udbredelse af fuld realkreditlåntagning med afdragsfrihed har været en meget dårlig ide, da systemet kun fungerer smidigt, hvis boligpriserne til stadighed stiger.

Endelig viser vores foreløbige analyser, at husholdninger med afdragsfrihed har højere bruttogæld, både i kroner og øre og i forhold til indkomst, end husholdninger, der har lån med afdrag. Samtidig er der en tendens til, at disse familier har større gæld også inden seneste lånoptag med afdragsfrihed.

Jeg har gennem de senere år rejst nogle bekymringer omkring den fortsatte stabilitet i realkreditlen. Det skal ses i lyset af de væsentlige ændringer, der er sket inden for de seneste ti år. Jeg ved, at det er forhold, I også selv er opmærksomme på og arbejder med, men jeg må også sige, at vi på nogle områder fortsat er et stykke fra målet.

For det første har muligheden for afdragsfrihed gjort låntagere i stand til at låne mere med samme ydelse. Det har bidraget til store boligprisstigninger og en øget sårbarhed blandt låntagere og institutter.

Jeg synes i det lys, at det er et godt initiativ, at erhvervs- og vækstministeren vil indføre god skik-regler, så forbrugerne kun tilbydes realkreditlån med variabel rente eller afdragsfrihed i det omfang, de ville kunne finansiere deres bolig med et fastforrentet lån med afdrag. Spørgsmålet er selvfølgelig, om det vil være en bindende begrænsning, givet at det også tidligere har været en regel, I efter sigende har pålagt jer selv. Det får vi at se.

Jeg hilser det samtidig velkomment, at Finanstilsynet har taget initiativ til at nedsætte en ekspertgruppe, som skal undersøge mulighederne for at dæmpe kraftige boligprisudsving. Det bliver en forsmag på det makroprudentielle arbejde, som det kommende Systemiske Risikoråd skal i gang med. I forbindelse med studiet af det danske boligmarked påpegede Nationalbanken netop det u hensigtsmæssige i, at samfundsøkonomien i så høj grad påvirkes af svingende boligpriser. Nationalbanken pegede dengang på behovet for at dæmpe fremtidige boligprisudsving ved at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og de aktuelle boligpriser og ved at udfase adgangen til afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger. Kan det siges tydeligere?

For det andet har kravet om at skulle stille supplerende sikkerhed for SDO i forbindelse med ejendomsprisfald givet realkreditinstitutterne en ekstra forpligtelse. Det kan være en udfordring, i det omfang der er givet nye lån helt op til grænsen på 80 pct., og særligt hvis disse lån er afdragsfrie. Samtidig mødes institutterne med krav om ekstra sikkerhed fra ratingbureauerne.

Arbejdsgruppen om supplerende sikkerhed nedsat under Erhvervs- og Vækstministeriet blev dannet i forlængelse af, at Nationalbanken påpe-

gede risiciene knyttet til behovet for supplerende sikkerhed. Gruppen skal afdække mulighederne for at håndtere kravet om supplerende sikkerhed på en hensigtsmæssig måde. I den forbindelse er det positivt, at der fra institutternes side er taget konkrete initiativer og fremlagt løsningsforslag.

Den tredje bekymring er den kraftige stigning i rentetilpasningslån. Her tænker jeg ikke på det forhold, at renten kan variere over lånets løbetid, men derimod den måde, som rentetilpasningslånene er skruet sammen på. Det har skabt en refinansieringsrisiko, fordi 30-årige realkreditlån finansieres med korte, ofte 1-årige, obligationer.

Det bedste ville være at komme væk fra 1-årige rentetilpasningslån og fx over i egentligt variabelt forrentede lån med længere løbetid, hvis man ønsker kort rentebinding. Alternativt vil en spredning af auktionerne for obligationer bag rentetilpasningslån betyde, at risikoen ved refinansiering bliver mindre koncentreret.

Det er en problemstilling, som vi har fremført adskillige gange. Nationalbanken indgik i 2009 en aftale med realkreditsektoren om at sprede refinansieringerne ud over året. Der er taget flere initiativer i de tre år, der er gået, siden aftalen blev indgået. Bl.a. ydes der ikke længere nye rentetilpasningslån, som skal refinansieres i december, og flere institutter har tilbudt deres låntagere at skifte refinansieringstidspunkt omkostningsfrit. Men når man ser på tallene, så er der flere institutter, som i realiteten ikke er nået særligt langt. Der er fortsat alt for høj koncentration ved december-refinansieringen. Det er ikke tilfredsstillende.

Så lad mig benytte lejligheden i dag til at opfordre institutterne til hver især at lægge sig i selen og udnytte de muligheder, man har. Det kan fx være intensiveret rådgivning om låntyper, der ikke er så sårbare over for refinansiering, eller differentierede bidragssatser, der giver låntagerne de rigtige incitamenter.

Jeg synes, at vi skal sætte os som fælles mål, at vi inden for en kortere årrække kan få nedbragt andelen af afdragsfrie lån og andelen af de helt korte rentetilpasningslån markant, og særligt der, hvor disse er givet i kombination. Og de tilbageværende korte rentetilpasningslån skal tilstræbes refinansieret med lige andele over mindst tre årlige terminer.

Det er Nationalbankens opfattelse, at dansk realkredit er systemisk vigtig. I er allerede omfattet af en særlig lovgivning, som skal medvirke til at sikre, at tilliden til realkreditsystemet til enhver tid er opretholdt. Udvalget om systemisk vigtige finansielle institutter skal afrapportere ved udgangen af året. Jeg mener, at SIFI-udvalget er en passende anledning til et serviceeftersyn af, om realkreditlovgivningen, i yderste fald, bidrager tilstrækkeligt og hensigtsmæssigt til forsvarsværkerne for realkreditobligationer, også med de nye låntyper.

Det er sidste gang, jeg har det privilegium at tale i denne forsamling. I den anledning skal I få et råd – helt gratis, eller kunne man sige – uden gebyr.

Dansk realkredits særkende gennem generationer har været sikkerhed og forudsigelighed, ofte de samme ydelser – år efter år – ingen overraskelser – lidt kedeligt!

Jeg tror, I vil gøre jer selv og jeres kunder en tjeneste, hvis I lagde jer i selen for igen at gøre realkreditten lidt kedeligere – det skulle nok være muligt.

Tak for opmærksomheden og tak til Realkreditrådet for et velfungerende samarbejde.

Nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale ved Finansrådets årsmøde 3. december 2012

Statsgældskrisen trækker stadig sine spor i verdensøkonomien, især i euroområdet. Mens et moderat økonomisk opsving ser ud til at være i gang i den amerikanske økonomi, er der tilbagegang i euroområdet. BNP-væksten har her været negativ de sidste to kvartaler, og udsigterne for 4. kvartal er ikke opløftende. Også fremgangen i Tyskland, der ellers indtil for nylig har været mindre påvirket af problemerne i Sydeuropa, ser nu ud til at bremse op. Den svenske økonomi holder stand, selv om væksten også her er aftaget. De internationale organisationer forudser samstemmende kun en gradvis højere vækst i verdensøkonomien i 2013, og vækstskønnene er generelt blevet justeret ned i forhold til tidligere, mest for euroområdet.

Selv om det tilsyneladende går lidt bedre i USA, står landet over for alvorlige udfordringer med et budgetunderskud, som ikke er holdbart. Hidtil har politisk uenighed mellem præsidenten og Kongressen blokeret for, at man for alvor har kunnet adressere problemet. Risikoen er, at finansmarkederne på et eller andet tidspunkt vil begynde at reagere, som vi har set det i andre højt forgældede lande. Selv om USA på en række områder er anderledes, bl.a. i kraft af økonomiens størrelse, gælder de grundlæggende økonomiske sammenhænge også der. Og udviklingen i USA vil have en afsmittende effekt på resten af verden.

I sommeren 2011 blev der i USA i forbindelse med et løft i gældsloftet indgået et kompromis mellem demokrater og republikanere, hvorefter der ved årsskiftet gennemføres en række summariske budgetnedskæringer samtidig med, at en række skattelettelser udløber.

Den potentielle stramning udgør 4 pct. af BNP og vil i givet fald kunne bringe den amerikanske økonomi i recession.

Forhandlinger med henblik på at undgå denne "fiscal cliff" er i gang. En løsning vil næppe kunne opnås uden, at de langsigtede problemer, som især hænger sammen med den demografiske udfordring adresseres. De finansielle markeder afspejler løbende de skiftende udsigter til et kompromis.

Arbejdsløsheden har i nogle af de mest gældsplagede lande nået skræmmende niveauer. I den offentlige opinion får konsolideringen af de offentlige finanser ofte skylden. Her skal man bare gøre sig klart, at

der ikke rigtigt er noget godt alternativ til konsolidering. Holdbare offentlige finanser er nu engang betingelsen for at få renterne på statsgælden ned på et acceptabelt niveau. Statsbankerot er ikke noget attraktivt alternativ. Det vil i alt fald ikke få ledigheden ned – tværtimod. Løsningen er det, der med lidt fortærskede ord hedder "det lange seje træk". Problemerne er skabt af den letsindige økonomiske politik, der i disse lande blev ført over en periode på 10-15 år op til krisen. Det løses ikke med et snuptag. Irland er et eksempel på, at en resolut indgriben over for budget- og konkurrenceevneproblemer kan gøre vejen tilbage til tålelige tilstande kortere.

ECB fortsætter sin indsats for at dæmme op for krisen. Med annonceringen af sit nye opkøbsprogram i september kan der under visse betingelser – bl.a. at et land underkaster sig et program, som overbevisende adresserer de strukturelle problemer – opkøbes korte statspapirer fra det pågældende gældsplagede land i det sekundære marked. De 2-årige renter faldt i bl.a. Spanien og Italien umiddelbart efter annonceringen, mens den tyske rente steg. En aktivering af opkøbsprogrammet forudsætter en officiel anmodning fra det pågældende land. Spanien har været nævnt som en kandidat.

Går vi til Grækenland, kan sidste uges aftale blandt eurofinansministrene forhåbentlig skabe lidt ro på den front. Men det græske gælds-tema vil være med os mange år endnu.

Balancerne i dansk økonomi er gode, men væksten kører i krybesporet. Betalingsbalanceoverskuddet er stort, og vi har i dag en betydelig udlandsformue. Inflationen er moderat, og det samme gælder ledigheden. Vi skal faktisk tilbage til første halvdel af 1970'erne, hvor det også gik galt, for at finde et lavere antal ledige end i dag, hvis vi ser bort fra den seneste overophedning, som kulminerede i 2008. Erfaringerne fra denne periode har til en vis grad forvredet forestillingen om, hvad der er normalt. Men ledighedsniveauet under overophedningen var netop ikke normalt og kan ikke bruges som målsætning. Gør vi det, går det galt igen.

Den private sektor konsoliderer sig i kølvandet på finanskrisen. Det er forståeligt, men holder naturligvis forbrug og investeringer nede. Det hører imidlertid op den dag, hvor opsparingen har nået det ønskede niveau – vi ved ikke hvornår – og så vender økonomien. Det kan komme til at gå hurtigt – uden at jeg vil love det – især hvis signalerne fra resten af Europa begynder at blive lidt mere positive.

Med de seneste nationalregnskabstal herhjemme er der udsigt til en negativ vækst i år. Vi skønner en fremgang i økonomien næste år i intervallet 1-1,5 pct. i forhold til i år.

Eksporten har været med til at holde væksten herhjemme oppe. Det afspejler, at nogle af vore største eksportmarkeder, som Tyskland og

Sverige, indtil nu ikke har været så hårdt ramt af krisen. Det skærmer på det korte sigt for, at den danske konkurrenceevne er blevet svækket med ca. 20 pct. det seneste årti, målt på de relative enhedslønoms-kostninger. Vi har tabt og taber stadig produktionsarbejdspladser i de konkurrenceudsatte erhverv. Skal vi have den beskæftigelse op, er der ikke nogen vej uden om en forbedring af konkurrenceevnen.

Der er tegn – om end forsigtige – på, at boligmarkedet er i bedring. Prisfaldene er bremsset op, og der er i årets løb sket en vis udfladning. Det gælder både for ejerlejligheder og enfamiliehuse. I hovedstadsområdet, hvor udviklingen erfaringsmæssigt vender først, er både omsætning og priser steget.

De lave renter holder hånden under markedet. Hertil kommer, at antallet af boliger udbudt til salg er faldet ret markant det seneste år. Det har en stabiliserende effekt på priserne. I låntagningen ser vi en bevægelse fra helt korte variabelt forrentede lån til variabelt forrentede lån med længere rentebindingsperiode, og et skift i udlånet fra pengeinstitutter til realkreditinstitutter.

Med den aftalte finanslov for 2013 holdes sporet for de offentlige finanser i 2020-planen, hvor væksten i det offentlige forbrug kan være 0,8 pct. af BNP. I år bliver forbrugsvæksten dog en del lavere, formentlig under 0,25 pct. Det afgørende er imidlertid ikke blot at lægge en snæver ramme for væksten i det offentlige forbrug, men også at overholde den. I den henseende er der sket et skift de seneste år – kommuner og regioner overskrider i modsætning til tidligere ikke deres budgetter. Når den nye budgetlov med et forstærket sanktionsregime træder i kraft fra og med budgetterne for 2014-17, styrkes mulighederne for, at det vil fortsætte også fremover. Styr på de offentlige finanser er betingelsen for, at den danske stat kan opretholde sin høje kreditvurdering og låne til lave renter.

I år venter vi et underskud på den offentlige saldo på lidt over 4 pct. af BNP. En væsentlig del skyldes muligheden for ekstraordinær udbetaling af efterlønsbidrag, noget som mange har benyttet sig af. Der er udbetalt ca. 25 mia. kr., svarende til 1,5 pct. af BNP.

Skønnet for underskuddet næste år er forbundet med stor usikkerhed som følge af de nye skatteregler for kapitalpensioner. Muligheden for at betale sin pensionskat forud til en nedsat sats vil givet betyde en væsentlig engangsindtægt til staten. Hvor stor vil jeg ikke gætte på. Men disse indbetalinger skal gå til afdrag på statsgælden.

Regeringen er endnu ikke i mål med de reformer til sikring af holdbarheden på de offentlige finanser, som er indeholdt i 2020-planen. At holde reformsporet bør derfor være en hovedopgave i den kommende tid.

Pengeinstitutternes udlånsrenter og deres villighed til at yde lån har fyldt forholdsvis meget i den offentlige debat efter finanskrisen.

Nationalbanken har siden 2008 sat renterne ned over flere omgange. Men den enkelte bankkunde har nok oplevet virkeligheden lidt anderledes. Pengeinstitutterne har ikke sat udlånsrenterne ned nær så meget som Nationalbanken, og inden for det seneste halve år har mange pengeinstitutter bebudet renteforhøjelser, mens der fortsat er sket fald i de pengepolitiske renter. Der er flere forklaringer på det.

Det usædvanligt lave renteniveau har gjort det vanskeligt – om ikke umuligt – for pengeinstitutterne at sætte indlånsrenterne yderligere ned. For at undgå udhulingen af indtjeningen er pengeinstitutterne nødt til at fastholde niveauet for udlånsrenterne.

Samtidig er kravene til pengeinstitutternes indtjening skærpet. Dels skal indtjeningen kompensere for en højere kreditrisiko under mindre gunstige konjunkturforskel, dels vil nye, skærpede kapitalkravsregler øge de regulatoriske krav til kapitalens størrelse. Uanset om et pengeinstitut vælger at opbygge kapital ved at tilbageholde overskud eller ved at rejse kapital hos investorer, forudsætter det en fornuftig indtjening. Mange pengeinstitutter har iværksat betydelige omkostningsreduktioner, og medarbejdere har således måttet holde for.

Kreditpolitikken er generelt strammet siden 2008. Det er til dels afspejlet i udlånsrenterne, men også i opfattelsen af, hvor vanskeligt det er at låne. Samlet set sparer virksomhederne op, og når de bliver spurgt, er det generelle billede, at de ikke anser de finansielle forhold for produktionsbegrænsende.

Med henblik på at udvide finansieringsmulighederne for små og mellemstore virksomheder afsøges for tiden mulighederne for at øge anvendelsesområdet for virksomhedsobligationer. Nationalbanken ser positivt på dette initiativ, såfremt det sker på markedsmæssige vilkår.

Det har tiltrukket sig en betydelig opmærksomhed fra internationale iagttagere, senest Europa-Kommissionen, at danske husholdninger har en langt større bruttogæld i forhold til deres indkomst end husholdninger i andre lande. Den lave rente på variabelt forrentede realkreditlån er ofte blevet udpeget som årsagen til, at husholdningers økonomi alligevel generelt er god. Det rejser spørgsmålet om, hvor robuste husholdningernes økonomi er over for renteforhøjelser, og om en stigning udgør en trussel mod den finansielle stabilitet. Disse spørgsmål er vi i dag i stand til at give et forholdsvis nuanceret svar på. Hovedkonklusionen på en omfattende undersøgelse af husholdningernes økonomi er, at truslen mod den finansielle stabilitet fra familiernes gæld og dens sammensætning er begrænset. Vurderingen er baseret på, hvor stor en del af gælden, der holdes af familier med en særlig anstrengt økonomi.

De fleste familier har en robust økonomi, der med nogle afsavn, ofte betydelige i forhold til hidtidig livsstil, kan klare negative begivenheder som en større rentestigning eller en længere periode med arbejdsløshed via nedsat forbrug eller lavere opsparing. I den vurdering er der endda ikke taget hensyn til, at en vedvarende rentestigning med stor sandsynlighed vil være ledsaget af en bedre konjunktursituation og dermed beskæftigelsesmuligheder.

Denne vurdering af risikoen for den finansielle stabilitet udelukker selvsagt ikke, at en rentestigning kan få ganske ubehagelige konsekvenser for familier med særlig anstrengt økonomi.

Her på falderebet for mit vedkommende kan det være på sin plads at gøre sig nogle overvejelser over nogle af de erfaringer, jeg har samlet op i løbet af de syv år, jeg har stået i spidsen for Nationalbanken. Det må selvsagt blive i summarisk form.

Finanskrisen er uden tvivl den enkeltbegivenhed, der har sat størst præg på den finansielle sektor i den periode, jeg har været med.

Hvor godt var vi forberedt? Hvordan håndterede vi selve krisen? Og hvordan følger vi op? Det er vigtige spørgsmål.

Uanset hvorledes vi her i landet havde opført os, ville Danmark som en lille, åben økonomi være blevet ramt af den internationale finanskriser, som fra efteråret 2008 førte til et brat fald i den internationale samhandel på 20 pct. og senere en europæisk gældskrise, som har lagt sig som en tung dyne af usikkerhed over europæisk økonomi.

Det gode spørgsmål er, om vi her i landet forinden havde gjort os sårbare over for det hårde stød, som kom til os udefra. Svaret er ubetinget ja. Også uden en finanskriser ville dansk økonomi have været under pres.

Den forudgående internationale højkonjunktur med rigelig likviditet og lave renter fik her i landet lov til at udvikle sig til en usædvanlig overophedning af økonomien, som allerede var under opbremsning, da stødet ramte os. Skattestop, skattelettelser, offentlig udgiftsvækst og nye finansieringsformer for boliglån var de hjemlige årsager til overophedning. Bankernes udlånsvækst, ejendomsmarkedets himmelflugt og en uholdbar lav arbejdsløshed var en manifestation af overophedningen. Årsag og virkning gik begge veje.

Det diskuteres, om Nationalbanken advarede tilstrækkeligt mod overophedningen. Faktum er, at regeringen i efteråret 2006 ikke reagerede på en klar opfordring til at stramme finanspolitikken med 8 mia. kr., men tværtimod lempede i 2007. Og oppositionen ville bruge endnu flere penge.

Jeg skal medgive, at en opstramning optimalt skulle være kommet tidligere, men selv i efteråret 2006 stod Nationalbanken alene med sin opfordring.

Forløbet understreger vanskeligheden i at gennemføre en konjunktur-regulerende, økonomisk politik. Evnen og viljen til at erkende problemerne i tide og gøre noget ved dem har ofte vist sig mangelfulde. Stabiliseringspolitik må derfor først og fremmest ske ved at indbygge automatiske stabilisatorer i økonomien, overholde mellemfristede holdbare udgiftsmål og stile mod strukturel balance på de offentlige budgetter. Strukturerne på arbejdsmarkedet skal indrettes, så de fremmer vækst og beskæftigelse.

Da krisen ramte den finansielle sektor med stor styrke i september 2008, iværksattes med et bredt flertal i Folketinget den første af en række bankpakker, som har afbødet de værste stød mod den finansielle sektor. Det har været en stor styrke, at der har været bred politisk opbakning til initiativerne.

Bankpakkerne blev indført som kriseforanstaltninger. Den egentlige revision af reglerne for pengeinstitutternes virksomhed med udgangspunkt i erfaringerne fra finanskrisen, er påbegyndt og sker i vidt omfang i et internationalt samvirke, som for Danmarks vedkommende, i første omgang, vil udmønte sig i EU-regulering og dernæst udfyldende dansk lovgivning.

Netop nu er et større lovkompleks vedrørende finansiell lovgivning på vej til behandling i Folketinget. Jeg har udkastet med her i dag. Det vejer 1,37 kg. Det skal retfærdigvis siges, at vægten kan halveres, når der skrives på begge sider af papiret. Meget mere er på vej over de kommende år.

Det er forståeligt, at der i kølvandet på finanskrisens excesser, sker en opstramning af regelsæt, og Danmarks manøvrerum for enegang er meget snævert. Ikke desto mindre er det værd at overveje, om det voksende omfang og reglernes kompleksitet giver større sikkerhed mod fremtidige kriser.

Professor, dr.jur. Linda Nielsen, som arbejder med bankret og investeringer, havde for nylig i Politiken et bemærkelsesværdigt indlæg, som alle, der beskæftiger sig med disse forhold, bør læse. Hovedpointen er det overvældende antal regler, som har til formål at regulere den finansielle sektors virksomhed, hvor mere er på vej, og hvor indholdet ofte er så udførligt og indviklet at læse, at det med professorens egne ord selv for en person med doktorgrad i jura er meget vanskeligt at forstå. Der er tale om en myriade af forskellige regler med hver deres struktur, undtagelser og en detaljeringsgrad, som er helt overvældende.

Hvor stiller det pengeinstitutterne, bestyrelserne og deres kunder, hvor stiller det lovgiverne? Er vi ved at bygge et køretøj, hvor den, der sidder i førersædet med fast greb om rattet, mener at styre, mens bilen kører sine egne veje med betydeligt ratsløv. Der er ikke noget simpelt

svar på dette spørgsmål, som ikke er enestående for finansiel regulering. Som sagt har det enkelte land ikke meget manøvrerum, da der er tale om grænseoverskridende aktiviteter. Men der ligger en stor opgave i at formulere reglerne så enkle og forståelige som muligt. Det gør dem lettere af overholde og kontrollere. Keep it simple.

Lad mig prøve at illustrere problemstillingen. Nationalbanken har siden 2004 udarbejdet såkaldte outlier-notater, altså identificeret institutter, der skiller sig ud. På baggrund af – i det væsentligste – offentliggjorte regnskabstal for en større gruppe af pengeinstitutter, har vi kunnet konstatere, hvilke institutter der scorede dårligst på et mindre udvalg af nøgletal, fx kapitaloverdækning, høj udlånsvækst, store engagementer og indtjeningsevne. Ved denne simple metode søgte vi at identificere potentielt sårbare institutter. Vi har efterfølgende kunnet konstatere, at stort set alle de institutter, som inden for denne kreds faktisk er blevet nødlidende, på forhånd var blevet identificeret ved hjælp af denne relativt simple metode. Finanstilsynet var selv opmærksom herpå, og det indgik i deres tilsynsvirksomhed. Med den såkaldte tilsynsdiamant har Finanstilsynet taget et godt initiativ, hvor fokus er på overholdelse af få centrale nøgletal – nu med sanktioner. Nøgletal som andre også kan følge med i.

En anden interessant observation er, at blandt de 10 institutter, der forud for krisen havde den højeste eksponering mod ejendomsbranchen, blev 8-9 efterfølgende nødlidende.

Konklusionen er, at man med relativt simple nøgletal kunne identificere, hvilke institutter der kunne komme i farezonen.

Aggressiv udlånsvækst i kombination med ejendomsspekulation er det enkeltforhold, som har betydet mest for de banker, som har måttet lukke.

Løfter vi os så lidt op, er Danmark indtil nu kommet fornuftigt igennem finanskrisen. Oprydningen blandt institutterne nærmer sig afslutningen, og når det kommer til stykket, er det mindre end 6 pct. af pengeinstitutterne – målt på balancen – der blev nødlidende. På trods af store boligprisfald er antallet af tvangsauktioner begrænset – specielt når man sammenligner med boligkrisen i begyndelsen af 1990'erne. Ser vi bort fra perioder med uholdbar overophedning og tilpasningen herefter, har arbejdsløsheden ikke været lavere de sidste 40 år. Danmark har solide nøgletal og er blandt de lande i verden, der har den højeste kreditvurdering. Når det ikke er gået værre, skyldes det, at der var noget at tære på. Alt i alt ikke noget dårligt udgangspunkt for at imødegå de udfordringer, der venter os de kommende år.

I de syv år jeg har været i Nationalbanken er der forsvundet omkring en tredjedel af samtlige pengeinstitutter – målt i antal. Nedgangen er

sket jævnt over perioden og følger stort set en trend, som går langt tilbage i tiden – krise eller ej. Nationalbanken stiller gerne sin regnekapacitet til rådighed for en beregning af, hvornår I kan holde generalforsamling omkring et pænt spisebord – såfremt udviklingen fortsætter. Den væsentligste faktor er, efter min mening, den stigende kompleksitet af bankvirksomheden. Så et godt råd til en direktør for Finansrådet (cheflobbyisten), der ønsker at bevare et større antal betalende medlemmer, er at prioritere enkle og forståelige regler – særligt for de små institutter. Uanset hvilken vej I vælger, vil jeg gerne sige tak til Finansrådet, dets medlemmer, medarbejdere og direktør for et godt og konstruktivt samarbejde gennem syv år.

Tak for opmærksomheden.

Pressemeddelelser

3. OKTOBER 2012: ENDELIG AFRAPPORTERING PÅ EU'S KAPITALTEST

Den europæiske banktilsynsmyndighed (EBA) offentliggør i dag den endelige afrapportering på den europæiske kapitaltest.

EBA gennemførte sidste år i samarbejde med de nationale tilsynsmyndigheder en kapitaltest af de største europæiske banker. De første resultater blev offentliggjort i december 2011.

Kapitaltesten havde til formål at sikre, at de deltagende institutter inden juli 2012 opbyggede en stødpude for at opnå en egentlig kernekapital på 9 pct. med fuld indregning af statseksporeringer til markedsværdi per ultimo september 2011. Stødpuden var tænkt som et midlertidigt løft for at afhjælpe uroen på de finansielle markeder.

For de fire danske deltagende institutter viser den afsluttende rapport følgende resultater for den egentlige kernekapitalprocent ultimo juni 2012:

- Danske Bank: 14,3
- Jyske Bank: 13,1
- Nykredit: 14,5
- Sydbank: 12,8

Af de data, som offentliggøres samtidig med rapporten, fremgår det endvidere, at de danske institutter fortsat ikke er eksponeret mod sårbare stater i væsentligt omfang, hverken direkte gennem statsobligationer eller indirekte gennem kreditafdækning på statseksporeringer (bl.a. CDS kontrakter).

"Rapporten bekræfter, at de største institutter fortsat er godt rustet til at modstå fremtidige, mulige kredittab. Dertil kommer, at de store danske institutter har en lav eksponering mod de lande, som er hårdest ramt af eurokrisen", siger direktør for Finanstilsynet, Ulrik Nødgaard.

"Kapitaltestens resultater er i overensstemmelse med Nationalbankens analyser, der viser, at de største danske pengeinstitutter er velkapitaliserede og robuste," udtaler nationalbankdirektør Nils Bernstein.

12. OKTOBER 2012: BILATERAL LÅNEAFTALE MELLEM DANMARKS NATIONALBANK OG IMF PÅ 40 MIA. KR. UNDERSKREVET

Nationalbankdirektør Nils Bernstein underskrev i dag en bilateral låneaf-tale mellem Danmarks Nationalbank og IMF på 40 mia. kr. (5,3 mia. eu-ro). Underskrivelsen fandt sted ved en ceremoni i forbindelse med IMF's årsmøde i Tokyo, Japan med deltagelse af øvrige bilaterale långivere.

Danmarks Nationalbank er således blandt de første långivere, der har underskrevet deres bilaterale låneaf-tale med IMF. Foruden Danmark har også Frankrig, Italien, Japan, Norge, Saudi Arabien og Tyskland under-skrevet deres aftaler. Aftalerne følger op på tilsagnet om at øge IMF's resurser med i alt 456 mia. dollar (ca. 2.600 mia. kr.), der blev givet fra en stor gruppe lande i foråret 2012. De bilaterale lån skal sikre IMF's kapacitet til at understøtte global økonomisk og finansiell stabilitet. Henvendelse kan rettes til Karsten Biltoft på tlf. 33 63 60 21.

5. NOVEMBER 2012: VALUTAFONDENS UNDERSØGELSE AF DANSK ØKONOMI

Den Internationale Valutafond (IMF) gennemfører som led i overvåg-ningen regelmæssige undersøgelser af de enkelte medlemslandes øko-nomiske situation. For Danmark sker dette hvert andet år. I forbindelse med den netop afsluttede undersøgelse har IMF i dag fremlagt konklusioner vedrørende Danmarks økonomiske situation og politik.

Nationalbanken deler IMF's vurdering af, at Danmark har et godt øko-nomisk udgangspunkt med et solidt overskud på betalingsbalancen, lav offentlig gæld, og at staten kan låne billigt. "Det er Nationalbankens opfattelse, hvis vi også fremadrettet skal fastholde et gunstigt økono-misk fundament, at det er nødvendigt at fastholde det planlagte spor i finanspolitikken med konsolidering af de offentlige finanser," siger na-tionalbankdirektør Nils Bernstein.

Nationalbanken er enig i IMF's vurdering af, at det finansielle system i Danmark er styrket, og at afhængigheden af de individuelle statsgaran-tier er reduceret. "Nationalbankens stresstest af pengeinstitutternes kapital- og likviditetsforhold viser, at de største danske pengeinstitutter er robuste," siger nationalbankdirektør Nils Bernstein og fortsætter: "Det er Nationalbankens vurdering, at problemer blandt de mindre pen-geinstitutter vil kunne løses gennem forretningsmæssige tiltag eller inden for de gældende rammer for fusion og afvikling uden at påvirke den finansielle stabilitet mærkbart. Nationalbanken er enig med IMF i, at det fremadrettet er vigtigt, at pengeinstitutterne opbygger robuste

kapitalbuffere, og i den forbindelse har vi tidligere påpeget behovet for at styrke indtjeningen".

IMF foreslår udfasning af de afdragsfrie lån med henvisning til deres betydning for udsvingene i boligpriserne. Nationalbankdirektør Nils Bernstein udtaler: "Nationalbanken har tidligere fremlagt en analyse, der viser, at introduktionen af de afdragsfrie lån bidrog til opbygning af boligboblen, og anbefaler på linje med IMF, at de afdragsfrie lån udfases". Nationalbankdirektør Nils Bernstein fortsætter: "Nationalbanken er som bekendt ligeledes enig i, at koblingen mellem ejendomsværdiskatten og prisudviklingen på boligmarkedet bør reableres for at medvirke til en mere stabil økonomisk udvikling".

IMF's konklusioner er offentliggjort på Nationalbankens hjemmeside.

Tabelfafsnit

Renter og aktiekursindeks	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	3
Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance	4
Pengemængden	5
Udvalgte poster fra pengeinstitutternes balance	6
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance	7
Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge	8
Realkreditinstitutternes udlån fordelt på lånetype	9
Pengeinstitutternes effektive rentesatser	10
Nationalbankens udlånsundersøgelse	11
Udvalgte poster fra investeringsforeningernes balance	12
Indenlandske værdipapirer fordelt på ejers hjemland	13
Husholdningernes finansielle aktiver og passiver	14
Virksomhedernes finansielle aktiver og passiver	15
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)	16
Betalingsbalancens hovedposter (netto fra udlandet)	17
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet)	18
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet	19
Nationalregnskabets forsyningsbalance	20
EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP) og underliggende inflation (IMI)	21
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer	22
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer	23
Valutakurser	24
Effektiv kronekurs	25
Nationalbankens statistiske publikationer	

Kilde- og signaturforklaring

- 0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed.
- ... Tal foreligger ikke eller er uden større interesse.

Visse af de seneste tal kan være foreløbige. Der kan som følge af afrundinger være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 6. december 2012.

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

RENTER OG AKTIEKURSIKSEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser				ECB's rentesats	Ultimo	Penge- mar- keds- rente, 3 må- neders usikret	Effektive obligationsren- ter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl. KFX)
	Udlån	Ind- skuds- beviser	Folio	Diskon- to	Primæ- re mar- keds- opera- tioner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig realkre- dit	
2007	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	2007	4,65	4,48	5,61	464,14
2008	3,75	3,75	3,50	3,50	2,50	2008	4,20	3,31	6,21	247,72
2009	1,20	0,95	0,85	1,00	1,00	2009	0,85	3,62	5,19	336,69
2010	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	2010	0,87	2,98	4,53	457,58
2011	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	2011	0,62	1,58	3,94	389,95
2011 8 apr	1,30	0,95	0,85	1,00	1,25	nov 11	1,10	2,04	4,21	385,19
8 jul	1,55	1,20	1,10	1,25	1,50	dec 11	0,62	1,58	3,94	389,95
26 aug	1,55	1,10	1,00	1,25	1,50	jan 12	0,60	1,75	4,01	408,53
16 sep	1,55	1,00	0,90	1,25	1,50	feb 12	0,75	1,78	3,98	453,77
4 nov	1,20	0,65	0,55	1,00	1,25	mar 12	0,75	1,82	3,96	444,71
9 dec	0,80	0,40	0,30	0,75	1,00	apr 12	0,77	1,63	4,00	458,75
16 dec	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	maj 12	0,40	1,08	3,96	432,26
2012 25 maj	0,60	0,20	0,15	0,75	1,00	jun 12	0,15	1,46	3,71	446,04
1 jun	0,45	0,05	0,00	0,25	1,00	jul 12	-0,01	1,09	3,57	484,14
6 jul	0,20	-0,20	0,00	0,00	0,75	aug 12	-0,25	1,11	3,51	490,06
	|	|	|	|	|	sep 12	-0,15	1,23	3,57	493,22
	|	|	|	|	|	okt 12 ....	...	1,23	3,59	485,28
6 dec	0,20	-0,20	0,00	0,00	0,75	nov 12 ....	...	1,05	3,46	490,93

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- destæen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia. kr.						
2007	168,8	61,6	89,9	200,5	9,4	216,8	-6,9
2008	211,7	61,3	262,8	118,5	9,7	240,9	-112,7
2009	394,5	60,8	212,4	166,2	22,1	104,2	84,1
2010	428,7	62,5	179,4	132,5	14,5	9,3	137,8
2011	491,9	62,4	225,8	150,0	23,2	24,0	149,1
nov 11	467,7	61,0	256,4	89,3	14,3	0,2	103,4
dec 11	481,7	62,4	223,5	150,0	23,2	24,0	149,1
jan 12	492,6	60,2	219,7	137,7	19,5	0,4	156,8
feb 12	498,7	60,1	274,4	100,6	10,4	0,4	110,7
mar 12	483,0	60,7	214,3	165,9	17,2	23,2	159,9
apr 12	482,0	61,7	208,5	166,2	16,2	20,0	162,4
maj 12	502,4	63,3	217,7	180,1	13,8	20,0	173,9
jun 12	511,6	63,4	215,1	188,1	18,8	22,2	184,7
jul 12	514,4	63,8	194,3	157,7	66,9	19,1	205,5
aug 12	514,4	63,2	213,8	151,1	55,2	19,5	186,7
sep 12	513,5	63,2	205,2	181,5	65,2	53,2	193,5
okt 12	513,4	62,8	209,7	141,6	98,7	53,6	186,6
nov 12	512,1	63,8	205,5	143,4	99,4	53,6	189,2

**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
2007	-26,1	2,9	-29,1	-1,7	7,2	5,5	-0,4	-1,4	-25,3	-6,9
2008	-11,9	99,6	-111,5	-19,9	0,1	-19,8	0,6	24,9	-105,8	-112,7
2009	178,6	123,8	54,8	153,6	17,1	170,7	6,5	-35,3	196,8	84,1
2010	169,6	160,7	8,8	45,7	4,3	50,0	-0,4	-4,7	53,7	137,8
2011	93,9	143,8	-49,9	53,3	2,5	55,8	0,9	2,7	11,4	149,1
nov 11	13,0	6,9	6,1	10,7	-0,8	9,9	-0,3	8,3	24,0	103,4
dec 11	24,0	-4,2	28,2	17,8	-0,9	16,9	-0,1	-1,1	45,7	149,1
jan 12	14,3	10,8	3,6	0,0	1,2	1,2	-0,2	3,2	7,6	156,8
feb 12	-32,6	19,3	-51,9	0,0	3,3	3,3	0,2	2,3	-46,1	110,7
mar 12	34,1	-11,6	45,8	0,0	-1,2	-1,2	0,1	4,5	49,2	159,9
apr 12	24,4	19,2	5,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,1	-2,1	2,6	162,4
maj 12	4,4	22,1	-17,7	29,6	-0,5	29,1	0,5	-0,4	11,5	173,9
jun 12	11,5	5,5	6,0	7,3	-0,1	7,2	-0,6	-0,5	10,8	184,7
jul 12	39,3	17,7	21,6	0,0	2,1	2,1	0,6	-3,6	20,8	205,5
aug 12	-10,4	9,0	-19,5	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	-18,8	186,7
sep 12	8,3	0,8	7,5	-0,6	0,8	0,2	-0,1	-0,9	6,8	193,5
okt 12	12,3	16,2	-3,8	-0,5	-0,1	-0,6	0,1	-2,5	-6,9	186,6
nov 12	15,2	11,8	3,4	-1,5	0,2	-1,3	0,2	0,2	2,6	189,2

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver ¹
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo	Mia. kr.							
2007	5.446,2	117,5	3.356,1	43,3	63,5	1.224,7	1.505,2	-304,5
2008	6.286,4	129,1	3.724,3	40,6	56,7	1.487,5	1.508,4	-407,9
2009	5.968,5	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.442,8	1.650,9	-417,6
2010	6.159,1	146,6	3.696,6	41,8	87,9	1.410,1	1.660,4	-397,6
2011	6.310,3	148,8	3.640,2	45,1	82,4	1.430,5	1.740,0	-330,9
okt 11	6.255,6	144,6	3.647,3	72,8	81,4	1.509,5	1.726,8	-245,9
nov 11	6.225,2	145,1	3.630,6	51,5	82,7	1.460,1	1.757,0	-245,7
dec 11	6.310,3	148,8	3.640,2	45,1	82,4	1.430,5	1.740,0	-330,9
jan 12	6.353,8	148,4	3.672,5	41,9	85,8	1.449,1	1.798,2	-281,7
feb 12	6.435,0	146,0	3.668,0	74,7	87,0	1.488,7	1.812,4	-242,8
mar 12	6.380,8	147,5	3.688,0	57,8	85,9	1.414,4	1.818,7	-282,2
apr 12	6.374,7	148,5	3.704,5	55,5	86,3	1.449,7	1.818,9	-263,6
maj 12	6.705,5	149,5	3.695,3	58,4	86,1	1.465,5	1.829,7	-268,1
jun 12	6.585,3	151,7	3.712,7	40,2	94,4	1.465,9	1.815,4	-243,5
jul 12	6.581,6	152,4	3.690,7	42,1	96,7	1.458,9	1.819,7	-337,8
aug 12	6.618,6	146,9	3.685,5	47,7	96,9	1.480,9	1.836,5	-308,7
sep 12	6.532,3	148,3	3.689,6	33,4	98,4	1.461,9	1.836,4	-320,8
okt 12	6.442,5	149,2	3.666,5	36,6	99,2	1.474,7	1.814,8	-294,5
				Ændring i forhold til året før, pct.				
2007 .....	...	0,6	13,5	-16,4	5,2	13,4	5,0	...
2008 .....	...	9,8	11,0	-6,1	-10,7	21,5	0,2	...
2009 .....	...	5,3	-2,1	92,4	15,5	-3,0	9,4	...
2010 .....	...	7,9	1,3	-46,6	34,3	-2,3	0,6	...
2011 .....	...	1,5	-1,5	7,9	-6,3	1,4	4,8	...
okt 11 .....	...	2,2	-1,5	33,1	-5,2	4,4	-1,6	...
nov 11 .....	...	1,9	-1,9	75,7	-4,1	3,2	4,8	...
dec 11 .....	...	1,5	-1,5	7,9	-6,3	1,4	4,8	...
jan 12 .....	...	2,9	0,2	-2,2	-4,6	3,5	6,0	...
feb 12 .....	...	2,1	0,5	63,0	-8,5	2,5	8,2	...
mar 12 .....	...	1,1	0,4	25,2	-8,3	-2,3	8,4	...
apr 12 .....	...	2,1	1,2	11,2	-6,3	-0,9	8,0	...
maj 12 .....	...	4,1	1,6	-0,3	-2,3	0,0	6,9	...
jun 12 .....	...	2,9	1,7	-33,0	8,0	0,5	5,9	...
jul 12 .....	...	2,6	1,6	-27,1	10,9	-0,3	5,2	...
aug 12 .....	...	3,0	1,5	-29,0	15,9	-0,4	5,8	...
sep 12 .....	...	3,5	0,9	-51,8	23,3	-3,3	5,8	...
okt 12 .....	...	3,2	0,5	-49,8	21,9	-2,3	5,1	...

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske monetære finansielle institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

¹ MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differencen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid =<2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel =< 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid =< 2 år	M3
Ultimo	Mia. kr.								
2007	51,9	703,1	755,0	204,8	18,0	977,8	6,2	61,5	1.045,6
2008	50,4	702,8	753,2	286,4	18,4	1.058,0	4,0	57,0	1.119,1
2009	48,5	744,6	793,1	203,0	19,6	1.015,7	10,9	143,0	1.169,7
2010	52,6	747,8	800,4	143,9	18,0	962,3	58,2	241,0	1.261,8
2011	52,5	727,2	779,7	134,1	17,2	931,0	59,1	196,5	1.186,9
okt 11	51,8	732,9	784,8	135,9	17,0	937,7	65,2	141,9	1.145,1
nov 11	52,1	727,4	779,5	135,8	17,0	932,3	58,5	180,1	1.171,2
dec 11	52,5	727,2	779,7	134,1	17,2	931,0	59,1	196,5	1.186,9
jan 12	51,4	731,2	782,6	145,0	18,3	945,9	64,4	287,5	1.297,9
feb 12	51,5	726,8	778,3	143,8	19,5	941,5	54,2	297,0	1.292,9
mar 12	52,3	722,3	774,5	133,1	19,3	926,9	57,3	345,3	1.329,7
apr 12	53,5	752,7	806,3	133,3	20,0	959,6	64,0	302,2	1.326,0
maj 12	54,0	760,1	814,1	135,7	20,0	969,8	63,2	283,7	1.316,9
jun 12	53,7	765,7	819,4	132,8	20,1	972,4	62,8	288,3	1.323,6
jul 12	53,4	781,9	835,4	129,7	20,4	985,4	61,9	275,8	1.323,4
aug 12	53,5	787,9	841,4	128,8	19,9	990,1	59,7	279,9	1.329,9
sep 12	53,5	785,6	839,1	121,0	19,8	979,9	60,2	275,3	1.315,6
okt 12	53,5	797,8	851,3	126,3	18,6	996,2	52,9	220,3	1.269,6
Ændring i forhold til året før, pct.									
2007 .....	...	...	8,0	...	...	13,3	...	...	17,2
2008 .....	...	...	-0,2	...	...	8,2	...	...	7,0
2009 .....	...	...	5,3	...	...	-4,0	...	...	4,5
2010 .....	...	...	0,9	...	...	-5,3	...	...	7,9
2011 .....	...	...	-2,6	...	...	-3,3	...	...	-5,9
okt 11 .....	...	...	-4,8	...	...	-6,5	...	...	-9,7
nov 11 .....	...	...	-4,5	...	...	-5,2	...	...	-6,5
dec 11 .....	...	...	-2,6	...	...	-3,3	...	...	-5,9
jan 12 .....	...	...	-1,5	...	...	-0,7	...	...	14,9
feb 12 .....	...	...	-2,1	...	...	-1,4	...	...	14,4
mar 12 .....	...	...	-0,7	...	...	-1,4	...	...	15,8
apr 12 .....	...	...	0,0	...	...	-0,2	...	...	19,7
maj 12 .....	...	...	0,7	...	...	0,3	...	...	17,4
jun 12 .....	...	...	4,1	...	...	2,8	...	...	18,6
jul 12 .....	...	...	4,2	...	...	2,1	...	...	14,3
aug 12 .....	...	...	7,0	...	...	4,9	...	...	16,4
sep 12 .....	...	...	7,3	...	...	4,4	...	...	11,3
okt 12 .....	...	...	8,5	...	...	6,2	...	...	10,9

¹ Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFLer	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFLer	Indlån
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia. kr.							
2007	3.940,0	924,3	1.333,6	557,3	551,8	1.065,7	1.433,6	1.353,8
2008	4.568,5	974,6	1.546,3	586,8	603,3	1.092,1	1.444,2	1.424,2
2009	4.147,6	876,1	1.359,1	575,7	529,7	1.203,5	1.168,8	1.427,4
2010	4.197,4	902,7	1.334,6	570,2	494,7	1.157,1	1.118,3	1.489,7
2011	4.234,7	841,3	1.230,0	562,0	434,1	1.151,6	1.052,5	1.483,6
okt 11	4.045,9	734,2	1.252,7	561,9	447,5	1.122,1	978,8	1.453,2
nov 11	4.022,8	747,5	1.229,4	556,6	446,7	1.119,1	977,6	1.462,2
dec 11	4.234,7	841,3	1.230,0	562,0	434,1	1.151,6	1.052,5	1.483,6
jan 12	4.237,3	762,8	1.258,4	553,8	431,2	1.169,4	1.051,2	1.491,8
feb 12	4.241,5	801,9	1.244,0	550,7	431,8	1.144,2	1.091,2	1.437,5
mar 12	4.288,8	843,4	1.262,6	558,4	437,8	1.192,9	1.192,8	1.436,5
apr 12	4.246,7	800,8	1.277,3	547,6	445,5	1.138,9	1.096,9	1.451,3
maj 12	4.534,0	808,2	1.263,0	542,6	435,6	1.155,2	1.148,7	1.452,6
jun 12	4.448,2	881,6	1.272,9	552,6	442,2	1.161,7	1.237,1	1.500,4
jul 12	4.491,4	875,1	1.247,4	544,0	426,9	1.151,6	1.161,1	1.504,9
aug 12	4.517,3	878,8	1.231,7	540,1	417,5	1.169,0	1.175,0	1.512,1
sep 12	4.533,5	848,4	1.233,0	545,7	414,2	1.204,3	1.201,4	1.506,3
okt 12	4.412,5	833,6	1.206,4	536,4	404,3	1.175,1	1.142,7	1.499,6
Ændring i forhold til året før, pct.								
2007 .....	...	29,3	18,6	17,3	20,5	19,8	27,1	17,3
2008 .....	...	5,4	15,9	5,3	9,3	2,5	0,7	5,2
2009 .....	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-19,1	0,2
2010 .....	...	3,0	-1,8	-1,0	-6,6	-3,9	-4,3	4,4
2011 .....	...	-6,8	-7,8	-1,4	-12,3	-0,5	-5,9	-0,4
okt 11 .....	...	-20,3	-7,1	-0,3	-9,8	-2,8	-16,6	-4,0
nov 11 .....	...	-23,5	-8,2	-0,7	-10,4	-5,1	-20,9	-3,1
dec 11 .....	...	-6,8	-7,8	-1,4	-12,3	-0,5	-5,9	-0,4
jan 12 .....	...	-8,5	-3,2	-1,3	-11,8	0,8	0,1	1,1
feb 12 .....	...	-3,6	-2,8	-1,4	-11,0	0,8	8,8	-1,9
mar 12 .....	...	5,9	-2,9	-1,2	-9,3	5,3	19,7	-0,4
apr 12 .....	...	10,0	-0,7	-2,2	-6,9	1,0	21,5	0,5
maj 12 .....	...	9,2	0,4	-2,4	-5,7	3,8	38,1	-2,9
jun 12 .....	...	20,6	0,0	-2,1	-4,6	2,7	30,3	2,7
jul 12 .....	...	21,0	-0,5	-2,9	-5,0	0,4	23,8	0,8
aug 12 .....	...	19,9	-0,5	-3,5	-6,5	2,6	23,2	2,4
sep 12 .....	...	11,8	-2,5	-3,7	-8,7	7,5	21,5	1,3
okt 12 .....	...	13,5	-3,7	-4,5	-9,7	4,7	16,8	3,2

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFLer	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFLer	Udstedte obliga- tioner mv.
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo		Mia. kr.						
2007	3.088,2	362,8	2.015,5	1.549,2	404,0	649,2	344,2	2.495,2
2008	3.322,7	428,5	2.164,6	1.629,6	466,7	633,5	474,4	2.582,3
2009	3.827,1	512,2	2.278,8	1.712,2	501,0	927,6	539,3	3.048,3
2010	4.009,6	572,6	2.347,1	1.749,2	532,0	976,9	632,1	3.139,3
2011	3.996,4	602,9	2.396,2	1.775,5	558,1	869,9	660,9	3.135,3
okt 11	3.339,0	510,7	2.379,3	1.763,7	551,8	336,8	553,7	2.588,5
nov 11	3.439,7	517,8	2.385,3	1.768,0	554,2	417,8	554,7	2.690,6
dec 11	3.996,4	602,9	2.396,2	1.775,5	558,1	869,9	660,9	3.135,3
jan 12	3.377,5	543,8	2.398,1	1.777,8	558,4	321,6	569,3	2.635,9
feb 12	3.471,1	573,0	2.402,8	1.781,5	559,5	374,2	591,6	2.697,5
mar 12	3.733,1	674,0	2.407,9	1.782,3	561,8	535,0	644,9	2.890,4
apr 12	3.397,1	553,6	2.408,6	1.783,2	562,3	321,7	578,2	2.641,0
maj 12	3.440,9	548,4	2.414,3	1.787,5	564,0	354,6	580,0	2.685,8
jun 12	3.611,3	630,3	2.424,0	1.794,2	565,8	434,6	628,5	2.772,2
jul 12	3.557,0	616,2	2.427,0	1.797,1	566,5	382,4	630,6	2.735,3
aug 12	3.734,3	669,0	2.432,6	1.800,8	567,4	489,4	680,7	2.855,4
sep 12	3.843,8	713,8	2.437,1	1.802,5	570,2	561,1	693,2	2.939,0
okt 12	3.552,9	626,4	2.441,4	1.805,2	571,9	350,0	615,9	2.734,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
2007 .....	...	48,0	9,9	9,1	12,8	13,1	52,0	8,6
2008 .....	...	18,1	7,4	5,2	15,5	-2,4	37,8	3,5
2009 .....	...	19,5	5,3	5,1	7,4	46,4	13,7	18,0
2010 .....	...	11,8	3,0	2,2	6,2	5,3	17,2	3,0
2011 .....	...	5,3	2,1	1,5	4,9	-11,0	4,6	-0,1
okt 11 .....	...	2,4	1,8	1,1	5,0	-3,1	3,2	0,9
nov 11 .....	...	-1,3	1,7	1,1	4,8	-1,6	-2,5	2,2
dec 11 .....	...	5,3	2,1	1,5	4,9	-11,0	4,6	-0,1
jan 12 .....	...	19,7	2,2	1,8	4,7	4,6	7,5	6,3
feb 12 .....	...	25,9	2,3	1,9	4,6	19,7	12,6	8,5
mar 12 .....	...	32,2	2,3	1,9	4,2	15,0	14,6	9,7
apr 12 .....	...	22,6	2,2	1,8	4,3	8,2	14,1	6,4
maj 12 .....	...	20,9	2,2	1,9	3,9	16,0	12,6	7,3
jun 12 .....	...	24,0	2,5	2,3	4,0	47,0	18,9	10,5
jul 12 .....	...	27,9	2,5	2,3	3,9	27,1	18,8	8,7
aug 12 .....	...	35,6	2,4	2,2	3,5	50,4	24,5	11,5
sep 12 .....	...	24,3	2,6	2,4	3,9	29,3	16,0	9,1
okt 12 .....	...	22,7	2,6	2,4	3,6	3,9	11,2	5,6

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.
Ultimo	Mia. kr.								
2007	3.387,7	2.106,6	1.173,0	1.372,2	557,3	760,5	2.015,5	1.549,2	412,4
2008	3.787,5	2.216,4	1.456,4	1.622,9	586,8	978,3	2.164,6	1.629,6	478,1
2009	3.682,4	2.287,9	1.283,8	1.403,6	575,7	770,0	2.278,8	1.712,2	513,8
2010	3.704,3	2.319,4	1.281,8	1.357,2	570,2	738,6	2.347,1	1.749,2	543,1
2011	3.644,8	2.337,5	1.216,5	1.248,6	562,0	646,3	2.396,2	1.775,5	570,1
okt 11	3.650,5	2.325,6	1.234,3	1.271,3	561,9	670,5	2.379,3	1.763,7	563,8
nov 11	3.633,3	2.324,6	1.218,6	1.248,0	556,6	652,4	2.385,3	1.768,0	566,2
dec 11	3.644,8	2.337,5	1.216,5	1.248,6	562,0	646,3	2.396,2	1.775,5	570,1
jan 12	3.674,1	2.331,5	1.253,3	1.276,0	553,8	682,9	2.398,1	1.777,8	570,4
feb 12	3.664,4	2.332,2	1.246,1	1.261,6	550,7	674,2	2.402,8	1.781,5	571,9
mar 12	3.688,1	2.340,7	1.258,6	1.280,2	558,4	683,9	2.407,9	1.782,3	574,7
apr 12	3.693,6	2.330,8	1.274,1	1.285,0	547,6	698,7	2.408,6	1.783,2	575,4
maj 12	3.685,0	2.330,1	1.264,5	1.270,8	542,6	688,0	2.414,3	1.787,5	576,5
jun 12	3.704,7	2.346,8	1.265,3	1.280,6	552,6	686,8	2.424,0	1.794,2	578,5
jul 12	3.684,3	2.341,1	1.250,2	1.257,2	544,0	671,0	2.427,0	1.797,1	579,3
aug 12	3.674,1	2.340,9	1.245,5	1.241,5	540,1	665,3	2.432,6	1.800,8	580,2
sep 12	3.679,9	2.348,2	1.242,1	1.242,8	545,7	659,6	2.437,1	1.802,5	582,5
okt 12	3.657,6	2.341,6	1.225,9	1.216,2	536,4	641,8	2.441,4	1.805,2	584,1
Ændring i forhold til året før, pct.									
2007	12,9	11,2	17,0	17,7	17,3	19,4	9,9	9,1	12,8
2008	11,8	5,2	24,2	18,3	5,3	28,6	7,4	5,2	15,9
2009	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,5
2010	0,6	1,4	-0,2	-3,3	-1,0	-4,1	3,0	2,2	5,7
2011	-1,6	0,8	-5,1	-8,0	-1,4	-12,5	2,1	1,5	5,0
okt 11	-1,6	0,8	-4,7	-7,3	-0,3	-11,7	1,8	1,1	5,1
nov 11	-2,0	0,6	-5,8	-8,3	-0,7	-13,4	1,7	1,1	4,9
dec 11	-1,6	0,8	-5,1	-8,0	-1,4	-12,5	2,1	1,5	5,0
jan 12	0,2	1,0	-0,5	-3,3	-1,3	-4,5	2,2	1,8	4,8
feb 12	0,4	1,1	0,0	-2,9	-1,4	-3,7	2,3	1,9	4,7
mar 12	0,4	1,2	-0,4	-3,0	-1,2	-4,0	2,3	1,9	4,4
apr 12	0,9	0,8	1,5	-1,5	-2,2	-0,8	2,2	1,8	4,6
maj 12	1,3	0,8	2,4	-0,4	-2,4	1,1	2,2	1,9	4,0
jun 12	1,3	1,2	2,3	-0,8	-2,1	0,8	2,5	2,3	4,0
jul 12	1,2	1,1	2,1	-1,2	-2,9	0,6	2,5	2,3	4,0
aug 12	1,1	0,8	2,1	-1,2	-3,5	0,8	2,4	2,2	3,6
sep 12	0,6	0,9	0,2	-3,1	-3,7	-2,8	2,6	2,4	3,8
okt 12	0,2	0,7	-0,7	-4,3	-4,5	-4,3	2,6	2,4	3,6

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

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
			I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo	Mia. kr.						
2007	77,9	889,2	1.045,6	796,6	2.012,7	123,8	547,3
2008	72,4	915,9	1.177,1	900,3	2.165,4	155,3	626,4
2009	68,3	752,6	1.460,3	1.106,6	2.281,2	211,4	695,1
2010	63,9	656,8	1.628,3	1.190,5	2.349,0	232,3	740,6
2011	59,8	619,2	1.715,3	1.229,5	2.394,4	219,0	780,2
okt 11	62,3	639,9	1.678,9	1.207,6	2.381,1	227,8	769,5
nov 11	61,9	636,5	1.688,8	1.210,9	2.387,1	226,3	774,6
dec 11	59,8	619,2	1.715,3	1.229,5	2.394,4	219,0	780,2
jan 12	60,1	617,2	1.722,1	1.253,8	2.399,5	212,6	781,6
feb 12	60,3	614,8	1.729,3	1.252,1	2.404,4	211,9	784,6
mar 12	60,5	600,9	1.747,7	1.259,0	2.409,2	210,5	786,8
apr 12	60,7	596,6	1.752,8	1.275,0	2.410,1	208,9	789,5
maj 12	60,6	598,5	1.757,4	1.275,8	2.416,5	208,2	792,8
jun 12	58,9	599,9	1.768,3	1.276,4	2.427,0	208,1	798,3
jul 12	58,8	601,8	1.768,5	1.273,7	2.429,1	206,8	800,1
aug 12	58,7	605,5	1.770,5	1.274,2	2.434,7	206,6	801,5
sep 12	58,7	605,5	1.774,4	1.266,2	2.438,5	206,0	802,5
okt 12	58,6	606,3	1.778,0	1.247,9	2.443,0	205,0	805,0

Anm.: Tabellen inkluderer alene indenlandske realkreditudlån, hvorimod tabel 7 og 8 omfatter samtlige indenlandske udlån fra realkreditinstitutter.

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
	Procent p.a.							
1. kv. 07	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kv. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kv. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kv. 09	6,0	7,4	6,3	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kv. 09	5,1	6,4	5,4	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
3. kv. 09	4,6	6,0	5,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,9
4. kv. 09	4,1	5,6	4,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,5
1. kv. 10	3,9	5,5	4,4	1,5	1,2	1,4	0,9	1,3
2. kv. 10	3,6	5,3	4,2	1,3	1,0	1,2	0,7	1,0
3. kv. 10	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,8
4. kv. 10	3,6	5,1	4,2	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
1. kv. 11	3,8	5,2	4,2	1,3	1,0	1,1	0,7	0,9
2. kv. 11	4,0	5,3	4,3	1,6	1,1	1,2	0,8	1,1
3. kv. 11	4,2	5,6	4,6	1,7	1,2	1,3	0,9	1,3
4. kv. 11	4,2	5,8	4,7	1,5	1,1	1,3	0,8	1,0
1. kv. 12	4,0	6,0	4,7	1,0	0,9	1,2	0,6	0,6
2. kv. 12	4,0	6,1	4,7	1,0	0,9	1,1	0,5	0,5
3. kv. 12	3,6	5,8	4,3	0,6	0,7	1,1	0,4	0,2
4. kv. 12 .....	...	...	...	...	...	...	...	...
okt 11	4,2	5,7	4,7	1,6	1,2	1,3	0,9	1,2
nov 11	4,3	5,8	4,8	1,5	1,1	1,3	0,8	1,0
dec 11	4,1	5,7	4,6	1,3	1,0	1,2	0,7	0,9
jan 12	3,9	5,8	4,6	1,1	0,9	1,2	0,6	0,7
feb 12	4,0	6,1	4,8	1,0	0,9	1,2	0,6	0,7
mar 12	4,1	6,1	4,8	1,0	0,9	1,2	0,6	0,6
apr 12	4,1	6,3	4,9	1,1	0,9	1,2	0,5	0,5
maj 12	4,0	6,1	4,7	1,0	0,9	1,2	0,5	0,6
jun 12	3,8	5,9	4,5	0,9	0,8	1,1	0,5	0,5
jul 12	3,7	5,8	4,4	0,7	0,8	1,1	0,4	0,3
aug 12	3,7	5,8	4,3	0,6	0,7	1,1	0,4	0,2
sep 12	3,6	5,7	4,3	0,5	0,7	1,1	0,4	0,2
okt 12	3,6	5,7	4,1	0,5	0,7	1,1	0,4	0,1

NATIONALBANKENS UDLÅNSUNDERSØGELSE

Tabel 11

	Ændring i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik			
	Erhvervsudlån		Udlån til private	
	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal
	Nettotal			
4. kv. 09	2,4	-4,1	-4,5	0,0
1. kv. 10	-7,3	-0,2	-4,5	-4,8
2. kv. 10	0,6	0,9	0,0	4,7
3. kv. 10	1,1	-0,1	-0,3	4,6
4. kv. 10	8,4	10,1	0,0	0,1
1. kv. 11	-2,7	3,0	4,4	-5,7
2. kv. 11	-8,5	0,9	0,0	-4,4
3. kv. 11	-20,7	-1,9	-23,3	0,3
4. kv. 11	-4,2	-10,3	-6,0	-22,3
1. kv. 12	-5,6	-2,1	-25,0	-0,2
2. kv. 12	-15,3	-0,3	-16,1	-14,7
3. kv. 12	-11,1	-3,3	-29,0	-7,8

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

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 12

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Medlemmernes formue fordelt på sektor			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger	Forsik- rings- selskaber og pen- sions- kasser	Øvrige	Udland
Ultimo				Mia. kr.			
2007	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
2008	773,2	425,3	222,5	211,4	266,9	238,1	14,6
2009	865,4	487,5	301,4	252,7	357,8	184,9	22,7
2010	1.287,6	768,3	387,8	298,7	654,9	235,5	23,9
2011	1.424,5	874,5	357,3	300,0	682,5	316,5	25,6
okt 11	1.383,4	836,8	364,3	292,9	660,5	300,5	24,7
nov 11	1.400,8	849,4	375,8	293,7	661,1	318,3	24,8
dec 11	1.424,5	874,5	357,3	300,0	682,5	316,4	25,6
jan 12	1.486,5	893,5	395,4	309,4	704,3	329,9	26,7
feb 12	1.511,8	902,8	409,9	314,5	714,8	333,7	27,3
mar 12	1.512,6	896,3	396,8	313,1	717,2	331,5	27,2
apr 12	1.531,1	910,8	392,3	317,3	711,2	346,7	27,7
maj 12	1.539,8	947,0	359,3	315,1	712,1	344,4	27,7
jun 12	1.548,5	918,7	393,2	318,8	713,6	346,4	29,2
jul 12	1.609,2	947,4	409,0	329,5	748,1	359,0	30,6
aug 12	1.627,2	952,4	413,3	330,5	759,3	367,0	30,4
sep 12	1.717,7	964,9	424,1	333,9	772,2	370,2	30,5
okt 12	1.727,7	971,9	424,5	335,4	779,3	370,3	30,9

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 13

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkreditobligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet		
Ultimo	Kursværdi, mia. kr.							
2007	2.701,2	475,8	301,9	176,2	2.247,1	287,7	996,1	445,4
2008	2.981,3	405,0	363,1	158,5	2.419,4	227,4	529,9	244,4
2009	3.424,2	422,4	394,2	159,8	2.812,0	242,7	641,0	347,5
2010	3.552,5	541,0	474,3	172,7	2.844,6	342,8	786,2	545,5
2011	3.539,0	647,9	513,6	263,3	2.828,7	368,6	601,6	471,9
okt 11	2.928,0	641,3	513,3	264,9	2.216,4	357,8	593,1	438,7
nov 11	3.104,5	663,2	496,8	263,0	2.412,2	383,3	596,0	454,7
dec 11	3.539,0	647,9	513,6	263,3	2.828,7	368,6	601,6	471,9
jan 12	2.936,3	666,8	514,8	258,6	2.230,5	392,7	658,3	489,6
feb 12	3.015,8	658,9	527,9	258,9	2.296,7	386,9	709,6	544,4
mar 12	3.213,9	630,3	517,8	238,1	2.515,8	378,6	695,3	535,4
apr 12	2.975,3	629,4	530,8	244,4	2.264,7	371,9	697,4	548,6
maj 12	3.049,5	658,4	557,1	273,9	2.314,7	371,5	651,9	528,1
jun 12	3.091,7	699,6	516,9	289,7	2.398,1	396,9	655,9	541,2
jul 12	3.053,9	710,2	528,2	312,1	2.353,4	386,9	697,3	589,1
aug 12	3.161,3	726,1	529,7	315,2	2.459,6	399,8	700,5	595,5
sep 12	3.244,5	738,7	519,3	318,1	2.555,7	409,6	714,0	600,4
okt 12	3.080,9	770,6	529,7	320,6	2.383,0	437,6	709,3	597,4

Anm.: Omfatter noterede og unoterede værdipapirer registreret i Værdipapircentralen.

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver					Passiver		
	Kontanter og bankindskud mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsfor- eninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
Ultimo	Mia. kr.							
2007	902	188	1.453	1.722	4.264	2.273	1.991	4.264
2008	905	173	794	1.786	3.659	2.418	1.241	3.659
2009	936	165	1.032	1.924	4.057	2.542	1.515	4.057
2010	967	148	1.299	2.128	4.541	2.657	1.884	4.541
2011	948	136	1.107	2.379	4.570	2.726	1.844	4.570
2. kv. 11	933	144	1.269	2.150	4.496	2.668	1.828	4.496
3. kv. 11	931	141	1.093	2.328	4.493	2.685	1.808	4.493
4. kv. 11	948	136	1.107	2.379	4.570	2.726	1.844	4.570
1. kv. 12	945	137	1.213	2.429	4.725	2.751	1.974	4.725
2. kv. 12	977	124	1.153	2.490	4.743	2.765	1.978	4.743

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 15

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsfor- retninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell nettoformue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia. kr.								
2007	911	134	2.923	3.968	1.732	118	4.284	-2.166	3.968
2008	1.048	110	1.788	2.947	1.936	108	2.518	-1.615	2.947
2009	1.041	107	2.225	3.373	1.894	136	3.062	-1.718	3.374
2010	1.105	123	2.750	3.978	1.923	143	3.902	-1.990	3.978
2011	1.203	111	2.337	3.652	1.858	158	3.195	-1.559	3.652
2. kv. 11	1.075	127	2.675	3.876	1.840	151	3.740	-1.854	3.876
3. kv. 11	1.116	119	2.356	3.591	1.858	155	3.211	-1.633	3.591
4. kv. 11	1.203	111	2.337	3.652	1.858	158	3.195	-1.559	3.652
1. kv. 12	1.188	129	2.586	3.904	1.872	175	3.559	-1.702	3.904
2. kv. 12	1.179	115	2.474	3.768	1.898	166	3.364	-1.660	3.768

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 16

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia. kr.					
2007	2,1	40,3	42,5	9,7	-29,2	23,0
2008	4,2	52,1	56,3	23,0	-28,7	50,5
2009	47,4	20,8	68,1	17,3	-28,9	56,5
2010	53,4	48,9	102,3	33,0	-31,7	103,6
2011	55,3	40,9	96,2	36,6	-31,6	101,2
okt 10 - sep 11	55,3	44,8	100,1	36,0	-30,8	105,3
okt 11 - sep 12	45,1	42,5	87,6	50,1	-33,8	103,9
sep 11	4,4	4,7	9,1	4,4	-2,6	10,9
okt 11	3,6	4,0	7,5	3,2	-2,6	8,2
nov 11	5,2	4,0	9,2	3,6	-2,6	10,1
dec 11	2,5	3,6	6,1	4,0	-2,2	7,8
jan 12	1,8	2,0	3,7	5,0	-4,1	4,7
feb 12	3,3	2,1	5,4	4,7	-3,9	6,3
mar 12	3,7	1,0	4,7	-0,2	-3,7	0,7
apr 12	2,9	3,6	6,4	5,2	-2,4	9,2
maj 12	4,2	3,0	7,2	7,5	-2,4	12,3
jun 12	5,4	4,7	10,2	7,6	-2,4	15,4
jul 12	6,0	2,8	8,8	3,7	-2,5	10,0
aug 12	3,5	6,5	9,9	2,8	-2,6	10,1
sep 12	3,1	5,3	8,4	3,2	-2,5	9,0

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Fordrings- erhverv- else, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
		Mia. kr.					
2007	23,3	-112,3	64,3	-32,0	56,5	-1,0	-1,2
2008	50,9	-67,6	9,3	52,7	-49,5	-67,1	-71,4
2009	56,3	-33,9	21,1	69,7	193,3	-18,5	288,0
2010	104,1	0,6	-64,9	-11,9	102,5	-103,8	26,5
2011	105,9	-71,5	68,1	21,3	-49,4	-18,3	56,1
okt 10 - sep 11	109,7	-22,3	21	152,9	-126,9	-72,3	62,7
okt 11 - sep 12	105,2	-52,9	7,9	-183,6	68,5	61,2	5,9
sep 11	11,0	-35,3	31,7	30,0	-37,7	13,2	12,8
okt 11	8,3	-3,3	8,0	-17,8	29,2	-24,7	-0,3
nov 11	10,2	-10,3	2,0	-44,6	1,1	18,2	-23,4
dec 11	7,9	8,5	-7,0	-48,7	18,0	33,4	12,1
jan 12	4,8	-6,9	-3,4	-37,2	41,4	1,4	0,0
feb 12	6,4	-16,4	-2,4	31,9	-44,7	32,4	7,2
mar 12	0,9	-2,6	-4,1	-21,2	24,0	-10,6	-13,6
apr 12	9,3	-0,9	-3,1	-2,2	-53,6	49,0	-1,5
maj 12	12,4	-21,0	4,7	-29,3	75,8	-22,4	20,2
jun 12	15,5	11,5	8,0	-34,6	7,5	-0,4	7,4
jul 12	10,1	-10,3	11,0	3,7	-11,4	-4,7	-1,6
aug 12	10,3	-2,5	-5,0	6,0	5,2	-14,3	-0,4
sep 12	9,1	1,3	0,0	7,8	-27,6	9,1	-0,2

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.

² Kan afvige fra totalen i Tabel 18, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.

³ Omfatter fejl og udeladelser.

⁴ Omfatter transaktioner i *alle* Nationalbankens udenlandske mellemværender og ikke alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven. Sidstnævnte offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTINGER (NETTO FRA UDLANDET) Tabel 18

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt ¹
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia. kr.					
2007	26,2	73,4	15,0	-96,4	-50,1	-32,0
2008	-59,8	142,1	11,3	-91,0	50,1	52,7
2009	-4,3	162,3	38,0	-82,5	-43,8	69,7
2010	66,5	-35,5	48,9	-65,9	-26,0	-11,9
2011	83,0	-70,5	-11,7	31,0	-10,6	21,3
okt 11	3,0	-12,8	-1,0	-10,4	3,4	-17,8
nov 11	7,7	-29,1	1,7	-36,7	11,7	-44,6
dec 11	-14,3	-16,4	3,3	-7,5	-13,8	-48,7
jan 12	4,6	7,4	0,5	-40,2	-9,5	-37,2
feb 12	-1,3	0,6	7,8	23,4	1,4	31,9
mar 12	-15,5	0,1	5,8	-4,8	-6,9	-21,2
apr 12	-8,9	5,9	-6,8	3,6	3,9	-2,2
maj 12	25,4	-45,0	3,5	-12,1	-1,2	-29,3
jun 12	43,0	-55,3	-1,4	-18,2	-2,7	-34,6
jul 12	10,6	3,1	2,6	-9,0	-3,5	3,7
aug 12	14,9	6,1	-0,1	-10,0	-5,0	5,9
sep 12	21,4	-0,2	1,0	-7,0	-4,7	10,5
okt 12	32,8	3,9	0,4	-7,4	-11,3	18,4

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

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

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 19

	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia. kr.									
Aktiver										
2007	650	288	794	733	0	47	1.035	32	176	3.755
2008	650	380	449	784	83	45	1.101	37	226	3.754
2009	730	376	612	926	21	38	927	32	400	4.061
2010	823	407	763	1.058	37	47	997	33	432	4.597
2011	844	475	735	1.043	121	50	938	35	492	4.732
2. kv. 11	799	447	764	1.006	41	52	920	32	459	4.520
3. kv. 11	829	464	690	981	132	49	968	33	497	4.644
4. kv. 11	844	475	735	1.043	121	50	938	35	492	4.732
1. kv. 12	894	463	796	1.064	122	52	999	34	487	4.911
2. kv. 12	926	457	794	1.090	134	56	1.049	35	519	5.060
Passiver										
2007	543	277	422	1.123	•	36	1.409	38	5	3.853
2008	511	292	241	1.198	•	41	1.398	40	121	3.843
2009	497	303	348	1.362	•	34	1.402	38	5	3.988
2010	491	293	520	1.436	•	41	1.539	40	5	4.365
2011	503	301	450	1.467	•	43	1.421	44	5	4.233
2. kv. 11	469	303	487	1.493	•	41	1.368	41	2	4.204
3. kv. 11	503	303	400	1.510	•	40	1.388	43	3	4.191
4. kv. 11	503	301	450	1.467	•	43	1.421	44	5	4.233
1. kv. 12	507	297	529	1.458	•	42	1.515	45	2	4.394
2. kv. 12	527	302	537	1.455	•	40	1.603	46	4	4.513
Nettoaktiver										
2007	108	11	372	-390	0	11	-375	-6	171	-98
2008	139	87	208	-415	83	4	-297	-3	105	-89
2009	233	73	264	-436	21	3	-475	-6	395	73
2010	331	114	242	-378	37	6	-542	-7	428	231
2011	341	174	285	-424	121	7	-483	-9	487	498
2. kv. 11	330	144	277	-487	41	11	-448	-9	457	316
3. kv. 11	326	161	290	-529	132	10	-420	-10	494	453
4. kv. 11	341	174	285	-424	121	7	-483	-9	487	498
1. kv. 12	387	167	267	-394	122	10	-516	-11	485	516
2. kv. 12	399	155	257	-365	134	17	-554	-11	515	547

Anm.: Som hovedprincip for opgørelsen er der anvendt markedsværdi.

EU-HARMONISERET FORBRUGERPRISINDEKS (HICP) OG
UNDERLIGGENDE INFLATION (IMI)

Tabel 21

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Delkomponenter:									
	Total	Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
	Vægtfordeling i pct.									
100	11,4	18,1	70,5	8,2	4,1	58,2	53,1	14,7	38,4	
Vækst i forhold til året før, pct.										
2007	1,7	0,3	3,7	1,3	2,1	0,6	1,2	1,4	1,4	1,4
2008	3,6	7,7	6,7	2,1	2,8	3,5	1,9	2,1	4,0	1,1
2009	1,1	-4,0	0,5	2,0	3,1	4,8	1,7	1,9	-4,3	5,1
2010	2,2	9,2	2,1	1,2	2,8	3,9	0,8	0,9	1,7	0,5
2011	2,7	8,9	4,0	1,4	3,0	2,4	1,1	0,9	4,8	-0,9
1. kv. 09	1,7	-4,6	3,2	2,2	2,7	4,2	2,0	2,3	-1,9	4,4
2. kv. 09	1,1	-5,5	0,7	2,2	3,1	5,0	1,9	2,1	-4,2	5,2
3. kv. 09	0,6	-5,9	-0,5	2,0	3,5	5,1	1,6	1,9	-6,0	6,0
4. kv. 09	0,9	0,3	-1,5	1,6	2,9	4,9	1,2	1,6	-5,0	4,9
1. kv. 10	1,9	8,9	0,0	1,4	2,9	3,7	1,0	1,2	-1,3	2,3
2. kv. 10	2,0	10,1	0,8	1,1	2,8	3,9	0,7	0,7	1,0	0,6
3. kv. 10	2,3	8,8	3,2	1,1	2,5	4,0	0,8	0,9	3,2	-0,2
4. kv. 10	2,5	9,1	4,5	1,1	2,9	4,0	0,7	0,8	3,8	-0,6
1. kv. 11	2,6	9,3	3,4	1,4	2,9	3,7	1,0	0,8	5,4	-1,3
2. kv. 11	2,9	9,0	4,9	1,5	2,8	2,0	1,3	1,3	6,0	-0,9
3. kv. 11	2,6	9,3	3,3	1,4	3,2	1,9	1,1	0,9	4,2	-0,7
4. kv. 11	2,5	8,2	4,4	1,2	3,0	2,1	0,9	0,6	3,5	-0,7
1. kv. 12	2,8	5,3	5,5	1,7	2,8	1,9	1,5	1,4	1,9	1,2
2. kv. 12	2,2	1,6	5,1	1,6	2,7	2,5	1,4	1,0	0,5	1,2
3. kv. 12	2,4	3,0	5,4	1,6	2,2	2,5	1,4	1,1	0,9	1,2

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2012.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Arbejdsløshed		Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indika- tor	Sammensat konjunktur- indikator for		
	Pct. af arbejds- styrken		Industri ²	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
	Brutto ¹	Netto									2005=100	2005=100	Stk.	Nettotal
2007	3,7	2,8	107,0	105,7	1.392	162.481	7,5	5	9	20
2008	2,7	1,9	106,7	103,3	2.840	150.663	-7,7	-7	-16	3
2009	4,9	3,6	88,2	99,4	4.140	112.249	-5,0	-14	-44	-13
2010	6,3	4,4	90,6	97,9	5.222	153.614	1,8	3	-35	4
2011	6,2	4,2	94,9	95,6	5.025	169.794	-1,9	4	-20	4
Sæsonkorrigeret										
nov 11 ...	6,2	4,2	95,3	94,7	459	14.346	-9,0	3	-19	-5
dec 11 ...	6,1	4,1	95,8	94,8	465	14.638	-6,3	6	-22	-1
jan 12 ...	6,1	4,1	95,0	94,2	405	13.902	-7,6	4	-22	-1
feb 12 ...	6,2	4,2	95,5	93,7	469	17.701	-4,1	8	-21	-4
mar 12 ...	6,2	4,3	94,7	94,2	485	12.380	1,7	1	-14	-8
apr 12 ...	6,1	4,4	95,2	93,3	396	12.845	-2,2	3	-16	-7
maj 12 ...	6,2	4,5	94,8	93,5	412	13.773	-2,5	-1	-21	-6
jun 12 ...	6,2	4,6	96,1	93,1	447	12.314	-2,3	1	-21	-9
jul 12 ...	6,3	4,7	100,3	92,8	438	17.467	-1,6	5	-24	-6
aug 12 ...	6,2	4,7	98,6	92,6	440	14.042	-1,4	-1	-19	-7
sep 12 ...	6,3	4,7	95,4	93,1	410	14.499	-2,3	0	-18	-7
okt 12 ...	6,3	4,8	...	92,3	421	14.745	-3,4	-6	-13	-6
nov 12 ...	...	...	...	...	455	...	-1,2	2	-13	-4

¹ Inklusive aktiverede.² Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 23

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
2007	2.903	2.061	151,4	152,1	137,9	104,8
2008	2.952	2.114	158,1	158,5	142,6	100,1
2009	2.883	2.024	162,9	163,2	145,2	88,1
2010	2.817	1.948	166,6	167,4	149,1	90,5
2011	2.806	1.949	169,6	171,2	152,7	88,0
Sæsonkorrigeret						
3. kv. 11	2.808	1.953	170,0	171,9	153,2	87,5
4. kv. 11	2.800	1.950	170,9	173,1	153,9	84,8
1. kv. 12	2.798	1.950	171,6	173,5	154,9	84,5
2. kv. 12	2.793	1.944	171,8	174,2	156,3	85,0
3. kv. 12	2.793	1.943	172,3	174,7	156,6	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2007	2,8	4,1	3,8	4,0	3,0	4,6
2008	1,7	2,6	4,4	4,2	3,4	-4,5
2009	-2,3	-4,2	3,0	2,9	1,8	-12,0
2010	-2,3	-3,7	2,3	2,6	2,7	2,8
2011	-0,4	0,1	1,8	2,3	2,4	-2,8
3. kv. 11	-0,3	0,4	1,7	2,2	2,5	-4,2
4. kv. 11	-0,4	0,1	1,9	2,5	2,4	-6,7
1. kv. 12	-0,3	0,3	1,8	2,1	2,3	-5,5
2. kv. 12	-0,6	-0,4	1,6	2,0	2,7	-5,8
3. kv. 12	-0,5	-0,5	1,4	1,6	2,2	...

VALUTAKURSER		Tabel 24						
		EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
		Kroner pr. 100 enheder						
		Gennemsnit						
2007	.....	745,06	544,56	1.089,81	80,57	92,99	453,66	4,6247
2008	.....	745,60	509,86	939,73	77,73	91,02	469,90	4,9494
2009	.....	744,63	535,51	836,26	70,18	85,39	493,17	5,7296
2010	.....	744,74	562,57	869,02	78,15	93,02	540,60	6,4299
2011	.....	745,05	536,22	859,05	82,52	95,61	605,74	6,7378
nov	11	744,12	549,01	867,90	81,43	95,56	604,63	7,0872
dec	11	743,41	564,20	880,88	82,44	95,99	605,63	7,2509
jan	12	743,53	576,24	893,58	84,02	96,88	614,10	7,4870
feb	12	743,41	562,22	888,28	84,29	98,44	615,89	7,1696
mar	12	743,54	563,27	891,03	83,66	98,74	616,49	6,8302
apr	12	743,93	565,01	905,33	83,89	98,28	618,75	6,9535
maj	12	743,37	580,21	924,26	82,79	98,26	618,86	7,2792
jun	12	743,26	593,16	922,65	83,81	98,61	618,83	7,4813
jul	12	743,84	605,39	943,74	87,06	99,74	619,32	7,6655
aug	12	744,54	600,49	943,87	89,92	101,66	619,88	7,6309
sep	12	745,39	579,91	933,86	87,77	100,81	616,61	7,4185
okt	12	745,82	574,87	924,61	86,58	100,69	616,50	7,2791
nov	12	745,87	581,48	927,85	86,65	101,66	618,89	7,1791

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 25

Gennemsnit	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
		1980=100				
2007	103,2	250,5	238,7	108,3	113,1	104,4
2008	105,8	259,0	246,9	111,1	117,1	107,8
2009	107,8	262,4	247,3	114,9	121,0	108,1
2010	104,0	268,4	251,6	111,6	116,8	109,8
2011	103,6	275,8	258,5	111,1	116,1	112,8
nov 11	103,3	277,1	260,2	110,9	...	114,0
dec 11	102,4	277,1	260,9	109,9	116,1	114,4
jan 12	101,4	278,0	260,6	109,4	...	113,4
feb 12	101,7	281,5	262,1	110,3	...	114,1
mar 12	101,9	282,8	263,4	110,5	114,3	115,5
apr 12	101,7	282,8	264,2	109,9	...	116,0
maj 12	101,1	282,8	263,9	109,7	...	115,9
jun 12	100,5	282,4	263,5	109,1	113,2	115,8
jul 12	99,3	282,4	263,5	107,8	...	115,1
aug 12	98,9	283,3	264,2	107,3	...	115,6
sep 12	99,9	283,9	264,9	108,2	111,4	116,4
okt 12	100,3	283,7	265,4	108,4	...	116,7
nov 12	100,0	...	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
2007	1,6	1,7	2,3	0,9	2,4	2,2
2008	2,5	3,4	3,4	2,6	3,5	3,3
2009	1,9	1,3	0,2	3,4	3,4	0,3
2010	-3,6	2,3	1,7	-2,8	-3,5	1,6
2011	-0,3	2,8	2,7	-0,5	-0,5	2,7
nov 11	-0,5	2,6	2,8	-0,4	...	3,0
dec 11	-0,3	2,5	2,5	0,1	-0,1	2,7
jan 12	-1,1	2,8	2,5	-0,3	...	2,7
feb 12	-1,1	2,8	2,5	-0,3	...	2,7
mar 12	-1,8	2,7	2,4	-0,8	-1,0	2,7
apr 12	-2,9	2,3	2,2	-2,0	...	2,6
maj 12	-3,0	2,1	2,0	-1,9	...	2,4
jun 12	-3,8	2,2	1,9	-2,4	-2,9	2,4
jul 12	-4,6	2,3	1,8	-3,2	...	2,4
aug 12	-5,1	2,6	2,0	-3,6	...	2,6
sep 12	-3,4	2,5	2,0	-2,4	-4,1	2,6
okt 12	-3,1	2,3	2,0	-2,5	...	2,5
nov 12	-3,2	...	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelle effektive kronekurs er en geometrisk sammenvæjning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. I beregningen af forbrugerpriser i udlandet samt den reale effektive kronekurs baseret på henholdsvis forbrugerpriser og timelønninger indgår dog kun 25 lande.

Fra april 2010 er vægtgrundlaget baseret på industrivarehandelen i 2009, og tidligere på industrivarehandelen i 2002.

En stigning i et kronekursindeks er udtryk for en nominel eller real appreciering af kronen.

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

Nationalbanken offentliggør ny finansiel statistik i elektroniske publikationer umiddelbart efter udarbejdelse. En publicering af ny statistik for et område består af følgende to dele:

- **Nyt-publikation** med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt en side med oversigtstabeller.
- **Tabeltillæg** indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

Tabeltillæg samt kilder og metoder er oversat til engelsk.

Statistikbank

Ovennævnte statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der indgår i publikationerne. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data tilbage i tid så langt som muligt. Fra 1. oktober 2007 har Danmarks Statistik og Nationalbanken indledt et samarbejde, hvorefter Nationalbankens statistik offentliggøres via Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via: nationalbanken.statistikbank.dk.

Særlige opgørelser

I særlige opgørelser offentliggøres statistikker af tematisk karakter, som ikke udarbejdes regelmæssigt.

Udgivelseskalender

En udgivelseskalender for de statistiske publikationer dækkende løbende måned samt følgende 3 måneder fremgår af Nationalbankens websted.