



2

igt

0

1

3



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2013

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 15. marts 2013.

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
Lange rentespænd over for Tyskland	41
Kim Abildgren, Lars Risbjerg og Casper Ristorp Thomsen, Økonomisk Afdeling, David Altenhofen og Jane Lee Lohff, Handelsafdelingen, og Nicolaj Hamann Christensen, Jacob Wellendorph Ejsing, Signe Skovgaard Hansen og Susanne Hougaard Thamsborg, Kapitalmarkedsafdelingen	
Artiklen giver en ikke-teknisk sammenfatning af de fire artikler i Kvartalsoversigtens del 2, som belyser, hvad der bestemmer rentespændet over for Tyskland for lange statsobligationer i en række EU-lande. Et land med sunde offentlige finanser og styr på de makroøkonomiske balancer har et lavere rentespænd end lande med stor offentlig gæld og makroøkonomiske ubalancer. Rentespænd kan dog langt fra altid forklares alene ved fundamentaløkonomiske forhold. Markeds-mæssige og institutionelle faktorer, vurderinger fra de internationale kreditvurderingsbureauer og politiske tiltag har i visse perioder præget udviklingen i rentespændene.	
Danmark som kreditornation.....	53
Jonas Staghøj, Økonomisk Afdeling og Jesper Jensen, Statistisk Afdeling	
Danmark har efter en længere årrække med overskud på betalingsbalancens løbende poster oparbejdet en nettoformue over for udlandet på 589 mia. kr. Nettoformuen er med til at give Danmark et større økonomisk spillerum, uden at det går ud over tilliden fra de finansielle markeder. Afkastet fra nettoformuen forøger desuden danskernes forbrugsmuligheder. S sammensætningen af forskellige typer aktiver og passiver har betydning for den samlede formueindkomst. En betydelig del af formueindkomsten kan henføres til afkastet på direkte investeringer, hvor Danmark har en stor positiv nettoposition. I 2011 og 2012 har Danmark desuden haft overskud for rentebærende investeringer, på trods af at Danmark stadig har en nettogæld for disse poster. Det skyldes lave rentebetaling på Danmarks gæld til udlændinge.	

Nye principper for finansielle markedsinfrastrukturer 69

Katrine Skjærbæk Rasmussen og Tina Skotte Sørensen, Betalingsformidlingskontoret

Nationalbanken har ansvaret for overvågning af, at de danske betalings- og afviklingssystemer er sikre og effektive og lever op til internationale standarder. I april 2012 offentliggjorde CPSS-IOSCO nye internationale standarder, kaldet principper, for finansielle markedsinfrastrukturer, dvs. betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer, værdipapircentraler, centrale modparter og handelsregistre. De nye principper øger kravene til de overvågede systemer vedrørende bl.a. governance, integreret risikostyring og stresstests. I artiklen beskrives indholdet i de nye principper og implementering af principperne i Nationalbankens overvågning.

Ukonventionelle pengepolitiske tiltag 81

Bjarke Roed-Frederiksen og Christian Helbo Andersen, Økonomisk Afdeling

Artiklen gennemgår indholdet i og formålet med de forskellige ukonventionelle tiltag fra Den Europæiske Centralbank, Bank of England, Bank of Japan og den amerikanske centralbank. Herefter beskrives, hvordan initiativerne vurderes at påvirke de finansielle markeder og makroøkonomien. Artiklens sidste del ser med baggrund i empiriske studier på, om initiativerne har haft den ønskede effekt.

Udgivne Working Papers 97

Pressemeddelelser 99

Tabelafsnit

Aktuelle økonomiske og monetære tendenser

SAMMENFATNING

Siden efteråret er spændingerne på de finansielle markeder aftaget, og det har i forhold til de sydeuropæiske lande ført til faldende statsrenter og en vending i kapitalstrømmene. Denne udvikling er dog endnu ikke slået igennem til realøkonomien i euroområdet, som fortsat er svag. USA og resten af verden er derimod i moderat fremgang. Beskæftigelsen i USA er steget, men er fortsat væsentligt under niveauet før krisen. I euroområdet har tilbagegangen i den økonomiske aktivitet medført, at beskæftigelsen er faldet, og arbejdsløshedsraten er steget. Stigningstakten i forbrugerpriserne i de avancerede økonomier har været stabil i de seneste måneder. Inflationspresset er begrænset i lyset af den svage økonomiske aktivitet.

Usikkerheden om vækstudsigterne for den globale økonomi er reduceret i takt med, at uroen i euroområdet er mindsket. For euroområdet ventes aktivitetsnedgangen vendt til positiv vækst fra midten af 2013. I USA ventes der også en gradvis stigning i væksten, for 2013 dog fortsat lidt under den potentielle vækst bl.a. som følge af finanspolitiske stramninger.

Aktiviteten i dansk økonomi faldt 0,9 pct. i 4. kvartal efter at være steget 0,8 pct. i 3. kvartal. Det private forbrug gik marginalt tilbage, og eksporten faldt mere end importen. Boliginvesteringerne reduceredes, mens erhvervsinvesteringerne steg lidt. Både forbruget og investeringerne i det offentlige voksede.

Den indenlandske efterspørgsel og eksporten ventes at stige moderat de kommende kvartaler. På den baggrund skønnes væksten i BNP til 0,8 pct. i år, hvorefter den stiger til 1,7 pct. i både 2014 og 2015.

Der er et stort privat opsparingsoverskud i Danmark, som giver et betydeligt potentiale for højere indenlandsk efterspørgsel. Det er ikke muligt at forudsige præcist, hvornår det materialiserer sig, men en vending kan blive mærkbar. Det vil være afgørende for udviklingen mange år fremover, at en sådan konjunkturvending håndteres med omhu. Det gælder ikke mindst, hvis aktiviteten øges i en situation, hvor renten forbliver meget lav.

Det underliggende inflationspres er moderat, og årstigningen i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, ventes i år at aftage til 1,3 pct. Lønstigningerne er samtidig afdæmpede, hvilket bl.a. afspejler det begrænsede pres på arbejdsmarkedet.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

Konjunkturudviklingen

Siden efteråret er spændingerne på de finansielle markeder aftaget, især i forhold til de sydeuropæiske lande. Den positive tendens er dog endnu ikke at spore i realøkonomien i euroområdet, som fortsat er svag, mens USA og resten af verden er i moderat fremgang.

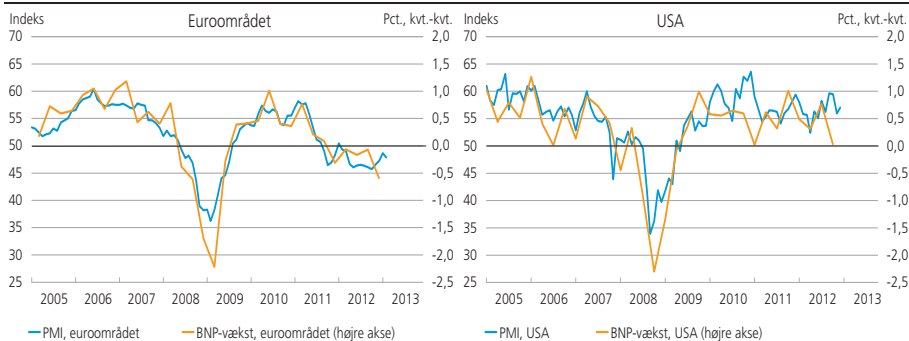
I de avancerede økonomier set under ét faldt BNP i 4. kvartal 2012. Euroområdet har haft negativ BNP-vækst siden slutningen af 2011, og udviklingen fortsatte i 4. kvartal 2012 med et fald i BNP på 0,6 pct. De seneste indikatorer pegede på fortsat nedgang i aktiviteten i 1. kvartal 2013. Det sammensatte PMI-indeks, som er en indikator for den økonomiske aktivitet, var i januar og februar således fortsat på et niveau, der signalerede tilbagegang, jf. figur 1 (venstre).

I USA var den økonomiske aktivitet stort set uændret i 4. kvartal, men for 2. halvår 2012 set under ét var der moderat vækst, primært drevet af det private forbrug og investeringer. De seneste PMI-tal for USA tydede på fremgang i aktiviteten i begyndelsen af 2013, jf. figur 1 (højre).

I Japan faldt aktiviteten de seneste to kvartaler. Afmatningen var en følge af en kraftig nedgang i eksporten til EU og det øvrige Asien. Aktiviteten i vækstøkonomierne var i 2. halvår 2012 dæmpet som følge af den lavere fremgang i verdenshandlen. Væksten var dog tiltagende i bl.a. Kina, Rusland og Brasilien.

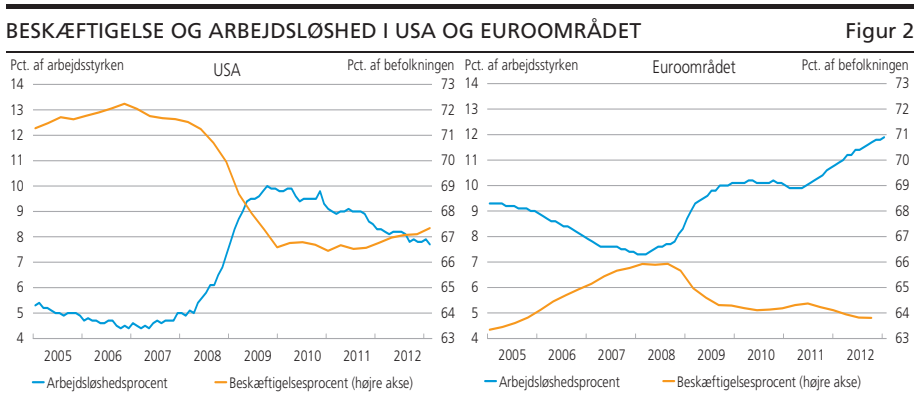
PMI OG BNP-VÆKST I EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



Anm.: Indekserne er det samlede Purchasing Managers' Index, PMI, for fremstillings- og servicesektoren (composite output). Seneste data for BNP-vækst er 4. kvartal, mens seneste observation for PMI-indekserne er februar 2013.

Kilde: Markit og Reuters EcoWin.



Anm.: Beskæftigelsesprocenten er beskæftigelsen som andel af befolkningen i aldersgruppen 20-64-årige.
Kilde: Reuters EcoWin og OECD.

Fremgangen i USA's økonomi førte til, at beskæftigelsen steg gennem 2012. Den er dog stadig under niveauet før krisen trods en voksende befolkning. Det har betydet, at beskæftigelsesfrekvensen er på et væsentligt lavere niveau end før krisen, jf. figur 2 (venstre). Ledigheden lå ved årsskiftet stabilt omkring 7,9 pct., men faldt i februar til 7,7 pct., bl.a. som følge af en markant fremgang i beskæftigelsen.

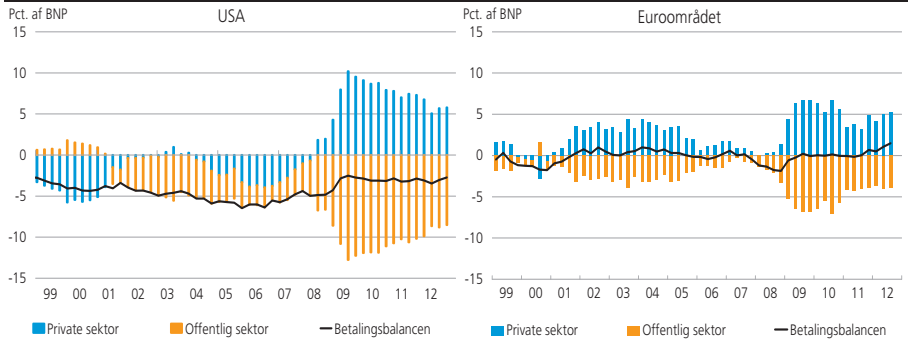
I euroområdet har tilbagegangen i den økonomiske aktivitet medført, at beskæftigelsen er faldet, og arbejdsløshedsraten var knap 12 pct. i januar, jf. figur 2 (højre). Udviklingen dækker over betydelige forskelle med høj ledighed i nogle sydeuropæiske lande, som også er plaget af meget høj langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed. I Grækenland og Spanien var ungdomsarbejdsløsheden i slutningen af 2012 således over 55 pct.

I Storbritannien er beskæftigelsen vokset kraftigt trods en svag udvikling i BNP. Det har givet sig udslag i en væsentligt svagere produktivitetsudvikling end i fx USA, Frankrig og Tyskland.

I USA har den private sektor oparbejdet et stort opsparingsoverskud, som siden 2009 har udgjort mere end 5 pct. af BNP, jf. figur 3 (venstre). Det har medført, at betalingsbalanceunderskuddet er blevet reduceret, om end det stadig udgør ca. 3 pct. af BNP på grund af store offentlige underskud. Som følge af de store opsparingsoverskud har de finansielle og ikke-finansielle virksomheder samt husholdningerne konsolideret sig og nedbragt deres gæld. Det giver mulighed for, at den private sektor i den kommende tid kan øge efterspørgslen og dermed delvis modgå virkningen af konsolideringen af de offentlige finanser. På kort sigt kan væksten i privatforbruget dog blive bremset af de skatteforhøjelser, som trådte i kraft i begyndelsen af året, og som isoleret set reducerer husholdningernes disponible indkomst med omkring 1 pct. De ikke-finansielle virksomheders opsparingsoverskud skyldes især en større brutto-

BETALINGSBALANCEN OG NETTOFORDRINGSERHVERVELSEN FRA DE ENKELTE SEKTORER I USA (VENSTRE) OG EUROOMRÅDET (HØJRE)

Figur 3



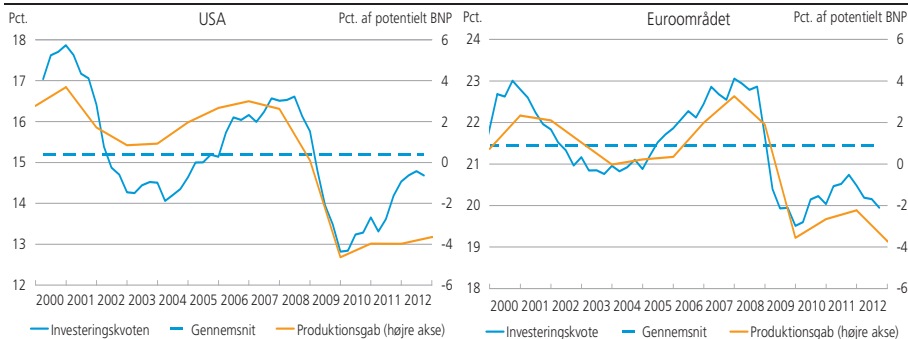
Nettofordringserhvervelsen for de enkelte sektorer er opgjort ud fra de finansielle konti for henholdsvis USA og euroområdet.
Reuters EcoWin.

opsparing, bl.a. som følge af, at profitkvoten er steget. Virksomhedernes investeringer er endvidere lidt under det langsigtede gennemsnit, men der er også betydelig ledig kapacitet i økonomien, jf. figur 4 (venstre).

Den negative vækst i euroområdet det seneste år afspejler især, at investeringerne og privatforbruget er faldet. Den private sektor i euroområdet har således et stort og stigende opsparingsoverskud, jf. figur 3 (højre), som mere end modsvarer det offentlige underskud, og euroområdet har nu et betalingsbalanceoverskud på ca. 1,5 pct. af BNP. Det private opsparingsoverskud skyldes bl.a. et lavt investeringsniveau og konsolidering i de finansielle virksomheder, hvoraf mange givetvis ønsker at polstre sig for at kunne modstå eventuelle chok og samtidig står over for nye regulatoriske kapitalkrav. De lave investeringskvoter skal ses i lyset af den svage økonomiske situation, jf. figur 4 (højre). I takt med

VIRKSOMHEDERNES INVESTERINGSKVOTE OG PRODUKTIONSGABET I ØKONOMIEN FOR EUROOMRÅDET OG USA

Figur 4

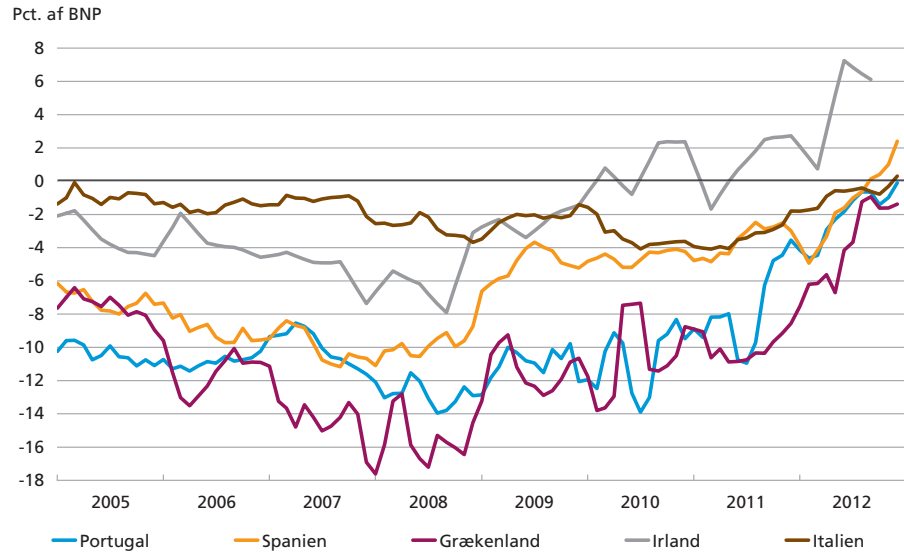


Gennemsnittet er for perioden 2000-12. Produktionsgabets opgøres som forskellen mellem faktisk BNP og det estimerede potentielle niveau for BNP i procent af potentielt BNP.

Reuters EcoWin, Bureau of Economic Analysis og OECD, *Economic Outlook*, nr. 92, november 2012.

BETALINGSBALANCEN I UDVALGTE EUROLANDE

Figur 5



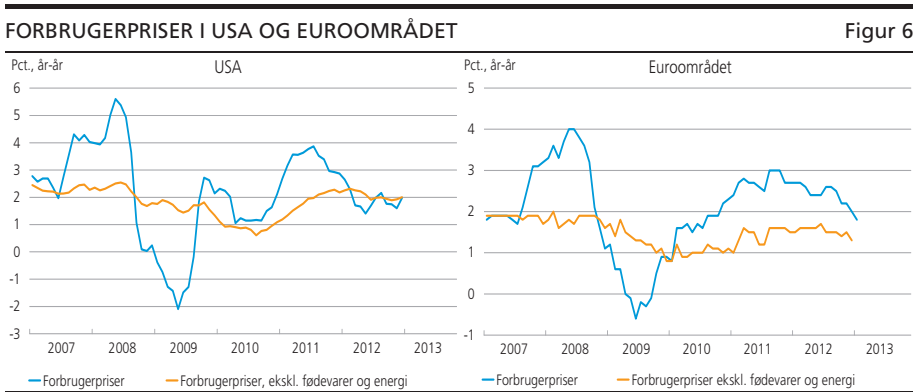
Anm.: Sæsonkorrigeret 3 måneders glidende gennemsnit af betalingsbalancens løbende poster. For Irland dog kvartalstal.

Kilde: Reuters EcoWin.

at konjunkturerne vender, er det således muligt, at investeringerne øges. Husholdningernes forbrugskvote er derimod aktuelt på et højt niveau, formentlig på grund af, at de har søgt at opveje effekten af, at de disponible indkomster er faldet de sidste 3-4 år. Det tyder på, at muligheden for fremgang i privatforbruget vil være begrænset i den kommende tid.

Udviklingen i betalingsbalancen for euroområdet dækker især over forbedringer i saldoen for de kriseramte lande i 2012, jf. figur 5. Irland har allerede vendt underskuddet på betalingsbalancens løbende poster til et stort overskud. De månedlige betalingsbalancetal viser, at også de sydeuropæiske lande stort set eliminerede deres underskud i anden halvdel af 2012, hvilket især er sket ved at reducere den indenlandske efterspørgsel. Der er fortsat behov for at tilpasse konkurrenceevnen i de sydeuropæiske lande, men der er sket fremskridt med hensyn til tilpasningen af lønomkostningerne i Grækenland, Spanien og Portugal.

Stigningstakten i forbrugerpriserne i de avancerede økonomier har været stabil i de seneste måneder. I USA var prisstigningerne svagt aftagende i 2012 bl.a. som følge af, at indvirkningen fra de foregående års råvareprisstigninger faldt bort, jf. figur 6 (venstre). Kerneinflationen har i den seneste tid ligget tæt på 2 pct., som er den amerikanske centralbanks, Federal Reserves, langsigtede mål.



Kilde: Reuters EcoWin.

I euroområdet udviste inflationen ligeledes en nedadgående tendens igennem 2012, jf. figur 6 (højre). Skatte- og afgiftsforhøjelser har på det seneste bidraget til at øge forbrugerpriserne i euroområdet med omkring 0,5 procentpoint. Kerneinflationen har i den seneste tid ligget stabilt på omkring 1,5 pct., hvilket tyder på, at der aktuelt er begrænset inflationspres i lyset af den svage økonomiske aktivitet.

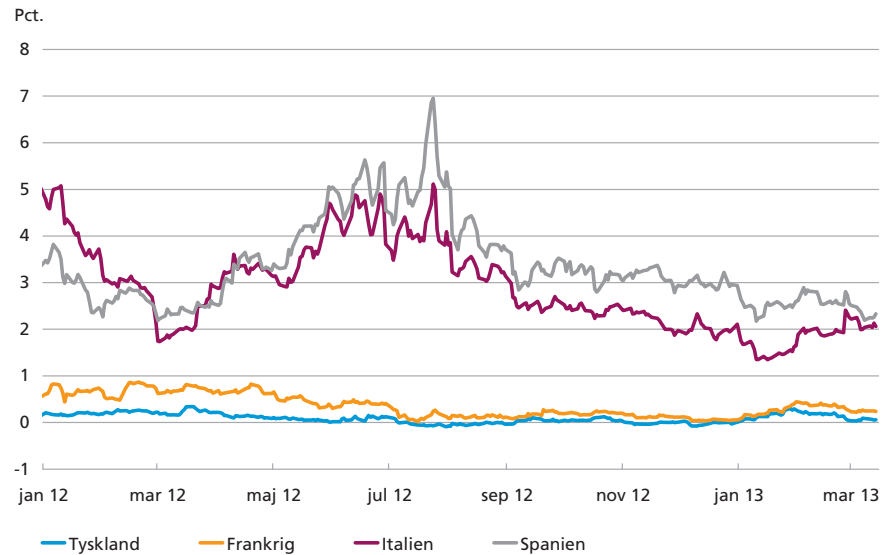
Finansielle forhold

Spændingerne på de finansielle markeder er aftaget og tilliden forbedret efter vedtagelsen af en fælles europæisk tilsynsmekanisme, som led i en bankunion, i december 2012 samt Den Europæiske Centralbanks, ECB's, lancering af Outright Monetary Transactions, OMT, i september 2012. Den forbedrede tillid blev afspejlet i faldende statsrenter i de sydeuropæiske lande i 2. halvår 2012 og begyndelsen af 2013. I februar steg statsrenterne i Italien og Spanien dog igen, især efter det italienske valg, men udviklingen i Spanien er siden hen reverseret, jf. figur 7. Renterne i Tyskland og Frankrig steg svagt efter årsskiftet som konsekvens af den forbedrede tillid, men faldt svagt igen i februar. Renterne i de to lande er stadig på et exceptionelt lavt niveau.

De mindskede spændinger sås også ved, at kapitalstrømmene til de sydeuropæiske lande vendte. Frem til sensommeren var landene udsat for en kraftig udstrømning af privat kapital til bl.a. Tyskland og Frankrig som følge af usikkerheden forbundet med statsgældskrisen i de sydeuropæiske lande. Den akkumulerede udstrømning af privat kapital siden primo 2011 nåede således 17 pct. af BNP i august 2012. Udstrømningen blev modsvaret af en indstrømning af kapital via landenes centralbanker i form af træk på ECB. Tendensen vendte imidlertid i september, og i december var den akkumulerede udstrømning af privat kapital fra de sydeuropæiske lande reduceret til 13 pct. af BNP, jf. figur 8.

NOMINELLE RENTER PÅ 2-ÅRIGE STATSPAPIRER, UDVALGTE EUROLANDE

Figur 7

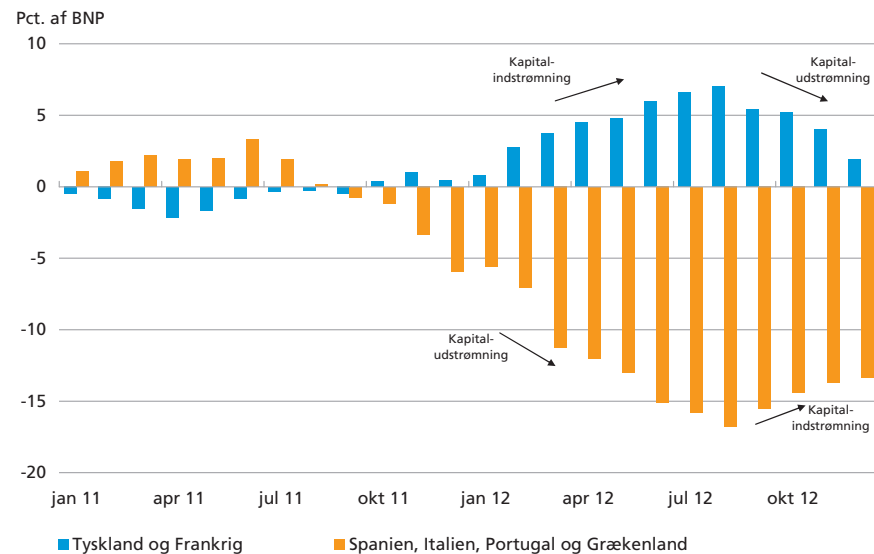


Anm.: Seneste observation er 14. marts 2013.

Kilde: Reuters EcoWin.

AKKUMULEREDE PRIVATE KAPITALBEVÆGELSER SIDEN PRIMO 2011 I UDVALGTE EUROLANDE

Figur 8

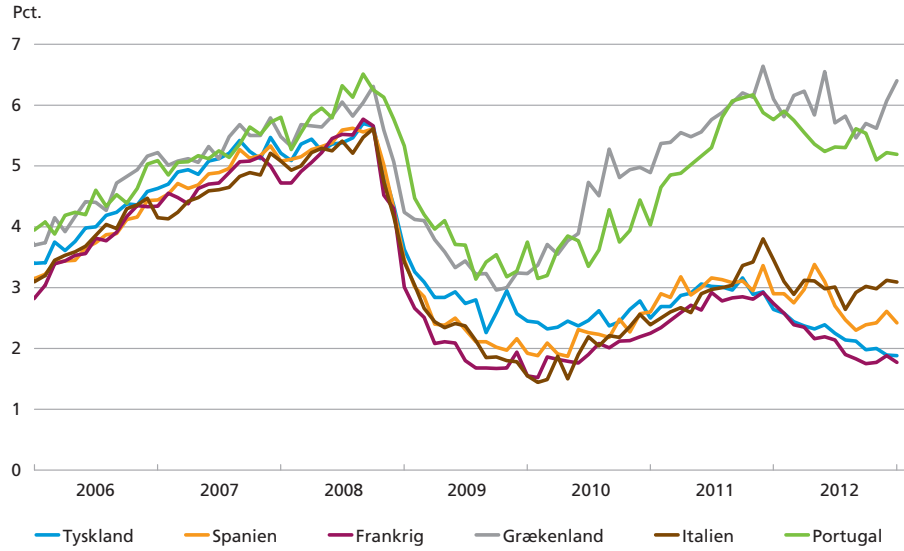


Anm.: Estimatet for private kapitalbevægelser er beregnet som summen af porteføljeinvesteringer og andre investeringer (netto) ekskl. ændringer i den nationale centralbanks Target2-balance i procent af forrige års BNP (Target2-balancen er de respektive nationalbankers balance i det europæiske betalingsystem, Target2, som anvendes til at afvikle store betalinger i euro). Akkumuleret fra januar 2011. Sidste observation er december 2012.

Kilde: De nationale centralbankers statistik for betalingsbalance og Target2-balance.

UDLÅNSRENTER TIL IKKE-FINANSIELLE VIRKSOMHEDER

Figur 9



Anm.: Nye udlån over 1 mio. euro uden pant med fast rente i op til et år. Sidste observation er januar 2013.
Kilde: ECB.

Markedsudviklingen afspejler også, at de sydeuropæiske landes balancer generelt er forbedret, idet betalingsbalanceunderskuddene stort set er elimineret, og konsolideringen af de offentlige finanser skrider frem. Samtidig sker der fremskridt med at implementere reformer i landenes finansielle sektorer.

Kapitalindstrømningen har bl.a. givet sig udslag i, at tendensen til faldende indskud i de sydeuropæiske landes banker ser ud til at være stoppet. Udlånsrenterne i Grækenland og Portugal ligger dog stadig noget over renterne i Tyskland, Frankrig, Spanien og Italien, selv om renterne generelt har været faldende i alle landene i 2012, jf. figur 9.

I januar og februar valgte en række banker i euroområdet at benytte sig af muligheden for at tilbagebetale lån under ECB's 3-årige lånefacilitet, Longer-Term Refinancing Operations, LTRO, før tid¹. Bankerne tilbagebetalte lån for i alt 236 mia. euro svarende til ca. 23 pct. af den oprindelige samlede lånesum på 1.019 mia. euro. Tilbagebetalingen afspejler, at forholdene på pengemarkedet gradvis er forbedrede. Selv om tilbagebetalingen har mindsket overskudslikviditeten i euroområdet, er der fortsat rigelig likviditet, og de korte pengemarkedsrenter er derfor kun steget svagt. Der ventes i den kommende tid kun begrænsede fremtidige tilbagebetalinger under de 3-årige LTRO'er, hvilket understøttes

¹ Muligheden for at tilbagebetale lån før tid under første og anden 3-årige LTRO åbnede henholdsvis 30. januar og 27. februar.

af euroområdet 1-månedes forwardrente på pengemarkedet (Eonia), der kun viser en svagt stigende tendens over det kommende år.

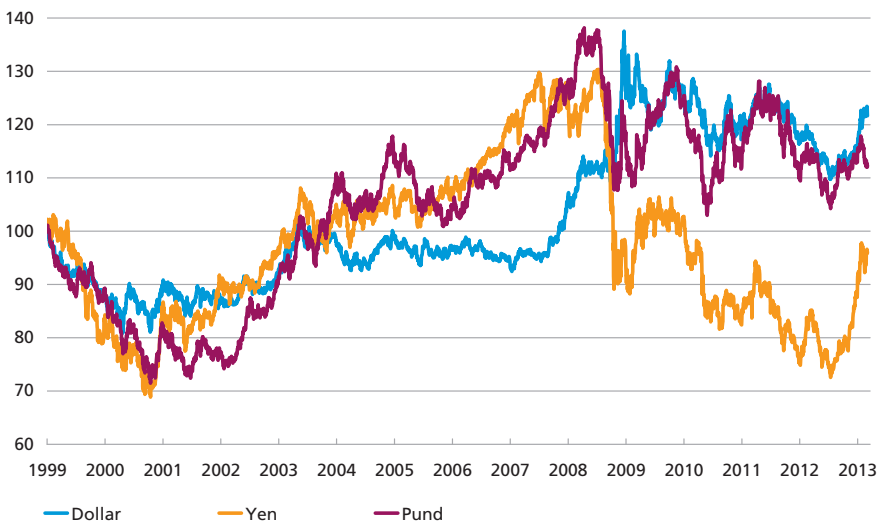
Den positive tendens på de finansielle markeder afspejles i ECB's udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2012, der bekræftede, at bankerne i euroområdet havde bedre adgang til kapital i 4. kvartal inden for alle finansieringskategorier. Lånevilkårene for husholdningerne blev dog strammet yderligere i 4. kvartal i forhold til 3. kvartal, mens de var omtrent uændrede for virksomhederne. Bankernes udlån til den private sektor i euroområdet er endvidere fortsat afdæmpet. Den årlige vækst i lån til ikke-finansielle virksomheder var i 4. kvartal -1,4 pct., mens væksten i lån til husholdninger var 0,8 pct.

Euroen er siden sommeren 2012 blevet styrket over for andre hovedvalutaer, jf. figur 10. Udviklingen afspejler bl.a. øget tillid til den økonomiske situation i euroområdet blandt investorerne. Apprecieringen over for yen siden begyndelsen af december skal dog også ses i sammenhæng med, at den japanske økonomi udviklede sig svagere end ventet. Den nye japanske regering vedtog i lyset heraf i december finanspolitiske lempelser svarende til 2 pct. af BNP. Derudover udtrykte den nyvalgte statsminister i slutningen af december, at han var bekymret over en stærk yen som følge af lempelig pengepolitik i andre lande, og at han anså et niveau på omkring 90 yen pr. dollar for passende, hvorefter yen faldt yderligere.

EUROENS KURS OVER FOR UDVALGTE VALUTAER

Figur 10

Indeks, 4. januar 1999 = 100



Anm.: En stigning angiver, at euroen er styrket over for den pågældende valuta. Seneste observation er 14. marts 2013.
Kilde: Reuters EcoWin.

Udviklingen på aktiemarkederne har været positiv med stigninger i de toneangivende aktieindeks i Europa og USA siden begyndelsen af juni 2012. Olieprisen steg i begyndelsen af 2013, men er nu tilbage på niveauet ved årsskiftet på omkring 110 dollar pr. tønde (Brent-olie). Prisen på den amerikanske oliestandard, WTI, er på nuværende tidspunkt ca. 20 dollar lavere pr. tønde. Det skal bl.a. ses i lyset af den stigende olieproduktion i USA, den begrænsede lager- og raffinaderikapacitet i Cushing, Oklahoma (hvor prisen på WTI fastsættes), samt omkostningerne forbundet med at transportere olien væk derfra. Spændet mellem Brent og WTI forventes indsnævret over de kommende år, i takt med at mulighederne for at transportere olien fra det centrale USA forbedres.

Vækstudsigter og økonomisk politik

Usikkerheden om vækstudsigterne for den globale økonomi er reduceret i takt med, at uroen i euroområdet er mindsket. Vækstskønnene for 2013 er nedjusteret en smule i forhold til efteråret, jf. tabel 1, hvilket bl.a. skal ses i lyset af en svagere end ventet aktivitet i 4. kvartal 2012.

For euroområdet ventes aktivitetsnedgangen at fortsætte i årets første måneder, hvorefter der ventes en gradvis tilbagevenden til positiv vækst. Svag indenlandsk efterspørgsel vil fortsat præge den økonomiske aktivitet i 2013. Dertil kommer effekten fra den fortsatte konsolidering af de offentlige finanser i en række eurolande.

I USA ventes der i 2013 en vækst på lidt under 2 pct., hvilket er lavere end den skønnede potentielle vækst. Det afspejler bl.a., at finanspolitikken skønnes strammet med ca. 2 pct. af BNP. Lovgivningen i 2012 lagde dog oprindeligt op til en stramning på godt 4 pct. af BNP (den såkaldte

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE ØKONOMIER				Tabel 1	
Pct.	2012	2013	2014	Ændring i forhold til november 2012	
				2013	2014
USA	2,2	1,9	2,6	-0,4	0,0
Euroområdet	-0,6	-0,3	1,4	-0,4	0,0
Tyskland	0,7	0,5	2,0	-0,3	0,0
Frankrig	0,0	0,1	1,2	-0,3	0,0
Italien	-2,2	-1,0	0,8	-0,5	0,0
Spanien	-1,4	-1,4	0,8	0,0	0,0
Storbritannien	0,0	0,9	1,9	0,0	-0,1
Sverige	1,0	1,3	2,7	-0,6	0,2
Japan	1,9	1,0	1,6	0,2	-0,3
Kina	7,8	8,0	8,1	0,3	0,3

Anm.: Ændringen er i forhold til Europa-Kommissionens forrige prognose fra november 2012.

Kilde: Europa-Kommissionens vinterprognose, februar 2013.

fiscal cliff), men den 1. januar blev der vedtaget en aftale, der ophævede eller udskød en betydelig del af disse stramminger. Aftalen indebar navnlig, at størstedelen af en række skattelettelser vedtaget under Bush-administrationen blev gjort permanente.

Den automatiske sparemekanisme, der blev vedtaget i forbindelse med forhøjelsen af gældsloftet i 2011, blev derimod kun udskudt til 1. marts og er derfor trådt i kraft. Mekanismen indebærer automatiske besparelser, hovedsageligt på de ikke-lovbundne føderale udgifter, og fordeles ligeligt mellem forsvarsudgifterne og de øvrige udgifter. For finansåret 2013 indebærer mekanismen besparelser for 85 mia. dollar, omkring 0,5 pct. af BNP, og 110 mia. dollar for de efterfølgende år.

Justeringer af den automatiske sparemekanisme vil muligvis indgå i nye finanslovsforhandlinger, der ventes at finde sted i løbet af foråret. Bevillingerne for de diskretionære føderale udgifter udløber 27. marts. Bliver der ikke vedtaget nye bevillinger inden da, vil den føderale regering blive nødt til at lukke for en periode, hvilket også vil kunne påvirke de kortsigtede vækstudsigter og de finansielle markeder. Forhandlingerne vil også omhandle en mere vedvarende forhøjelse af gældsloftet, der foreløbigt er suspenderet til 19. maj.

Mindskes den finanspolitiske stramning i 2013, vil det indebære større konsolideringsbehov på et senere tidspunkt. De internationale organisationer og kreditvurderingsbureauerne har længe påpeget, at finanspolitikken i USA ikke er holdbar, og at der er et presserende behov for at få vedtaget en troværdig mellemfristet konsolideringsstrategi. Boks 1 beskriver de langsigtede finanspolitiske udfordringer i USA.

I Europa står mange lande fortsat over for væsentlige udfordringer i forhold til at genoprette holdbarheden af de offentlige finanser, og de strammer derfor stadig finanspolitikken. Ifølge Europa-Kommissionens seneste prognose forventes de offentlige finanser i euroområdet som helhed konsolideret med 0,75 pct. af BNP i 2013 målt ved ændringen i den strukturelle saldo. Det kan imidlertid blive vanskeligt for en række eurolande at bringe deres offentlige underskud ned under 3 pct. af BNP i henhold til fristen i deres henstillinger under stabilitets- og vækstpagten. Det skal bl.a. ses i lyset af den svage økonomiske aktivitet. For bl.a. Frankrig, Holland og Slovenien ventes underskuddet for 2013 at overskride 3-pct.-grænsen, jf. figur 12, og dermed vil de umiddelbart ikke efterleve deres henstilling. Portugal og Spanien har frist i 2014, og især Spanien står over for udfordringer i forhold til at overholde fristen. Inden for rammerne af stabilitets- og vækstpagten er det dog muligt at forlænge fristen med ét år, hvis konjunkturerne har udviklet sig meget dårligere end antaget, og det vurderes, at de pågældende lande har strammet deres offentlige finanser i henhold til deres henstillinger.

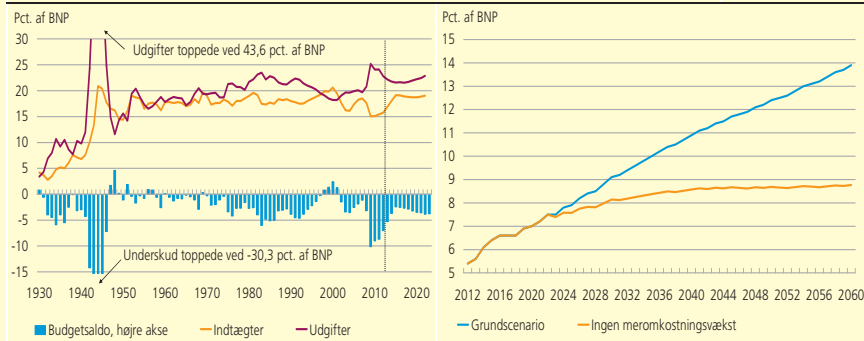
USA'S LANGSIGTEDE FINANSPOLITISKE UDFORDRINGER

Boks 1

USA har i mange år haft underskud på det føderale budget, jf. figur 11 (venstre). Kongressens budgetkontor, CBO, laver årligt en langsigtet fremskrivning for det føderale budget. CBO skønner en vis indsnævring i det føderale underskud i de kommende år som følge af en bedring af konjunktursituationen og finanspolitisk konsolidering. På langt sigt forudser CBO en uholdbar udvikling i de føderale finanser med et stadigt stigende budgetunderskud. Det skyldes især stigende sundhedsudgifter, hvor der ud over udgifter til en voksende andel af ældre i befolkningen også er indlagt meromkostningsstigninger til sundhedsudgifter, jf. figur 11 (højre). Meromkostningsstigningerne har den største betydning for fremskrivningen og relaterer sig til, at de historiske stigninger har skyldtes bedre behandlingsmuligheder. Det skal i den sammenhæng bemærkes, at stigningen i andelen af ældre i befolkning er noget mindre end i fx Europa og Japan.

UDVIKLING I DET FØDERALE UNDERSKUD (VENSTRE) OG FREMSKRIVNINGER AF FØDERALE SUNDHEDSUDGIFTER (HØJRE)

Figur 11



Kilde: Congressional Budget Office og egne beregninger.

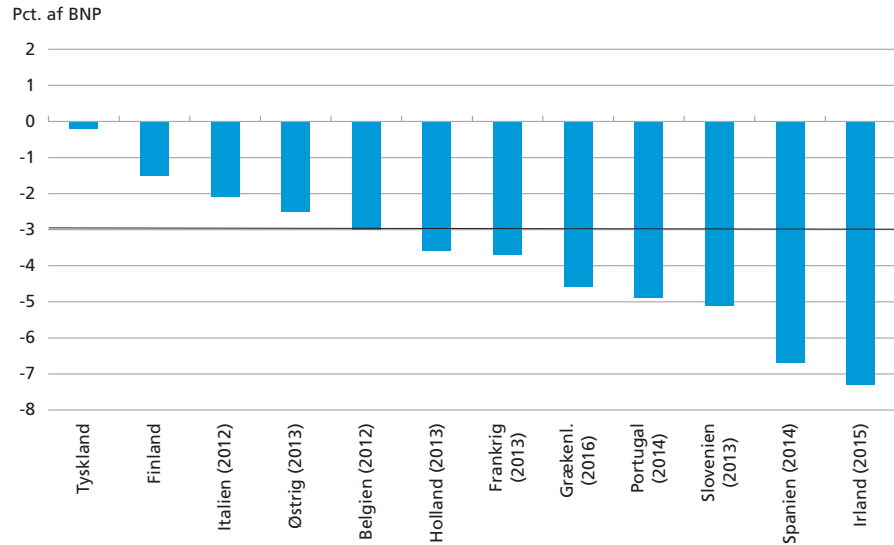
Baseret på CBO's langsigtede fremskrivning kan man beregne det finanspolitiske strammingsbehov, der skal til for at sikre en holdbar udvikling i de føderale finanser. En sådan beregning tilsiger en permanent stramning på mere end 11 pct. af BNP. Meromkostningsstigningerne til sundhedsudgifter bidrager til størstedelen af strammingsbehovet. Uden denne komponent i fremskrivningen udgør strammingsbehovet 6 pct. af BNP, som især afspejler det nuværende underskud og renteomkostninger ved gæld.

De internationale organisationer har længe efterspurgt en troværdig finanspolitisk plan i USA, der kan bringe de offentlige finanser på et holdbart spor. Ifølge både Den Internationale Valutafond, IMF, og OECD har USA således et af de største konsolideringsbehov blandt OECD-landene med hensyn til at opnå langsigtet finanspolitisk holdbarhed. IMF estimerer, at for at nå et samlet offentligt gælds-niveau i 2030 på samme niveau som i 2011 er det nødvendigt at forbedre den offentlige primære saldo med 8 pct. af BNP frem til 2022.

Som følge af sammenfaldet mellem finanspolitisk konsolidering og negative vækstrater i en række lande er debatten om finanspolitikens effekt på den økonomiske aktivitet (størrelsen på de såkaldte finanspoli-

OFFENTLIG SALDO I 2013 I UDVALGTE EUROLANDE

Figur 12



Anm.: Tallene i parentes angiver de år, hvor landene har frist for at bringe deres offentlige underskud under 3 pct. af BNP.

For Grækenland angiver 2016 fristen for et primært overskud på 4,5 pct. af BNP.

Kilde: Europa-Kommissionen, vinterprognose, februar 2013.

tiske multiplikatorer) blusset op, jf. boks 2. Der har for flere europæiske lande imidlertid ikke været et alternativ til finanspolitisk konsolidering i forhold til at få gældsudviklingen på en holdbar kurs, uanset om finanspolitikens effekt på aktiviteten har været større eller mindre under krisen end normalt.

Efter svage takter i den amerikanske økonomi i foråret og hen over sommeren vedtog Federal Reserve, Fed, i september nye kvantitative lempelser. Fed annoncerede, at disse opkøb ville fortsætte, indtil man så en vedvarende forbedring på arbejdsmarkedet. Fed meddelte også, at man nu ventede at holde de pengepolitiske renter på det ekstraordinært lave niveau frem til midten af 2015. I december ændrede Fed sidstnævnte udmelding til, at den lave rente vil være passende, så længe arbejdsløshedsprocenten er højere end 6,5 pct., og den forventede inflation på 1-2 års sigt ikke overstiger 2,5 pct. Fed tilføjede i den forbindelse, at kommende rentebeslutninger også ville blive taget på baggrund af analyser af et bredere sæt af indikatorer for arbejdsmarkedet og inflationsudviklingen.

Bank of Japan besluttede i januar at tilrettelægge pengepolitikken efter en målsætning om at få inflationen op på 2 pct. så hurtigt som muligt. Målsætningen blev således opjusteret fra 1 pct. til 2 pct. Beslutningen blev fremlagt i en fællesudtalelse med regeringen. Den nye inflationsmålsætning planlægges underbygget ved et tidsubegrænset opkøbs-

FINANSPOLITISKE MULTIPLIKATORER

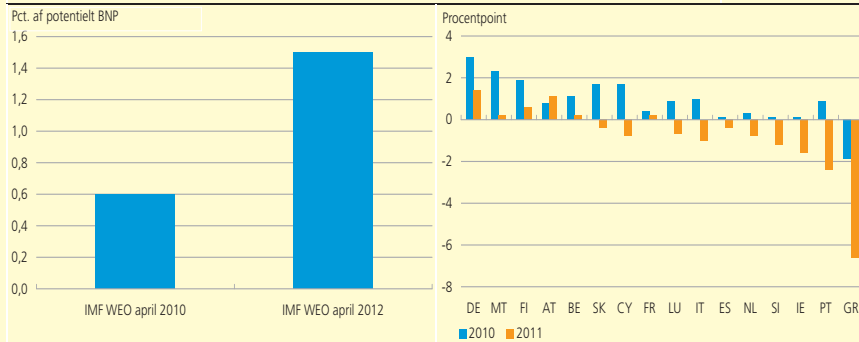
Boks 2

Debatten om finanspolitikens betydning for den økonomiske aktivitet – dvs. størrelsen på de finanspolitiske multiplikatorer – blussede op, da IMF i oktober og januar fremlagde analyser, som konkluderer, at multiplikatorerne under krisen var op til tre gange større end tidligere antaget. Det vil sige, at de finanspolitiske stramninger skulle have haft en langt større negativ effekt på den økonomiske vækst end oprindeligt vurderet. IMF's konklusioner har givet anledning til kritik fra bl.a. Europa-Kommissionen.

IMF tager udgangspunkt i en model for primært eurolandene, hvor skøn (fra april 2010) for finanspolitisk konsolidering i 2010-11 anvendes til at forklare fejlskøn i BNP-væksten i samme periode. Et kritikpunkt ved denne metode er, at IMF ikke forholder sig til fejlskønnen for selve den finanspolitiske konsolidering i 2010-11. Faktiske tal viser en gennemsnitlig konsolidering i de to år på 1,5 pct. af BNP, mens IMF indregnede en konsolidering på kun 0,6 pct. af BNP i gennemsnit i prognosen fra april 2010, jf. figur 13 (venstre). IMF udelader endvidere faktorer, der også kan have haft betydning for BNP-væksten, herunder statsrenterne. Kommissionen viser¹, at sammenhængen mellem fejlskøn af væksten og forventet konsolidering bliver insignifikant, når statsrenter inddrages i analysen. Kommissionen påpeger endvidere, at en del af fejlskønnen er relateret til, at væksten i 2010-11 (dvs. positive fejlskøn) blev undervurderet for en række eurolande, der midlertidigt lempede finanspolitikken, jf. figur 13 (højre).

FORVENTET OG FAKTISK FINANSPOLITISK KONSOLIDERING I 2010-11 (VENSTRE) OG FEJLSKØN AF BNP-VÆKSTEN (HØJRE)

Figur 13



Anm.: Finanspolitisk konsolidering er angivet ved ændringen i den strukturelle offentlige saldo.

Kilde: ECB og Europa-Kommissionen, efterårsprognose, november 2012.

Størrelsen på de finanspolitiske multiplikatorer afhænger af en række faktorer, herunder bl.a. valget af finanspolitisk instrument, om der er tale om permanente eller midlertidige ændringer, graden af økonomiens åbenhed samt penge- og valutakurspolitikken.² Uanset om multiplikatorerne på nuværende tidspunkt er højere eller lavere end normalt, er det vigtigt at være opmærksom på, at der for flere europæiske lande ikke er et alternativ til finanspolitisk konsolidering på trods af de kortsigtede negative effekter.

¹ Europa-Kommissionen, efterårsprognose, november 2012, boks 1.5.

² Jf. bl.a. Søren Hove Ravn, Realøkonomiske effekter af finanspolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2012, Del 2, samt Spilimbergo, Symansky og Schindler, *Fiscal Multipliers, IMF Staff Position Note*, 2009.

program begyndende i januar 2014. For en mere detaljeret gennemgang af ukonventionelle pengepolitiske tiltag i USA og Japan henvises til artiklen "Ukonventionelle pengepolitiske tiltag" i denne Kvartalsoversigt.

Sveriges Riksbank besluttede i december at øge valutareserven med et beløb svarende til 100 mia. svenske kroner. Beslutningen er bl.a. baseret på en vurdering af den eksterne usikkerhed, som ifølge Riksbanken udgør en øget risiko for det svenske finansielle system. Riksbanken ønsker derfor at øge valutareserven for – om nødvendigt – at kunne stille udenlandsk valuta til rådighed for bankerne. Forøgelsen af valuta-reserven er midlertidig og udfases på et passende tidspunkt. Samme måned besluttede Riksbanken endvidere at nedsætte renten med 0,25 procentpoint til 1 pct.

På EU-niveau, og især blandt eurolandene, pågår arbejdet med at styrke det økonomiske og finansielle samarbejde. Ecofin-Rådet enedes 13. december om det første led i bankunionen. Det gælder to forordninger om henholdsvis en fælles tilsynsmekanisme, forankret i ECB, og ændrede bestemmelser for den europæiske banktilsynsmyndighed, EBA. ECB vil påbegynde sin tilsynsvirksomhed 12 måneder efter, at forordningen er trådt i kraft. ECB vil overtage det direkte tilsyn med alle de kreditinstitutter, der ikke vil blive defineret som værende af såkaldt mindre signifikant betydning. Tilsynet vil omfatte samtlige kreditinstitutter i eurolandene og i de ikke-eurolande, der vælger at deltage. De øvrige led i bankunionen består af at harmonisere medlemslandenes nationale rammer for genopretning og afvikling af kreditinstitutter samt for indskydergaranti. Europa-Kommissionen har fremsat direktivforslag herom, og når de er vedtaget, vil den skulle fremsætte forslag om en fælles afviklingsmekanisme, formentlig med elementer af fælles finansiering, for de medlemsstater, der deltager i den fælles tilsynsmekanisme.

Irland og Portugal har gennemført betydelige finanspolitiske konsolideringstiltag og økonomiske reformer i forbindelse med deres låneprogrammer med EU og IMF, der løber til henholdsvis december 2013 og maj 2014. Som følge heraf, og kombineret med de mindskede spændinger på de finansielle markeder generelt, har de to lande på det seneste haft mulighed for – i et vist omfang – at finansiere sig på markederne. Det gælder især Irland, der medio marts udstedte 10-årige statsobligationer for 5 mia. euro. Landene har dog anmodet om forlængelse af lånene fra de europæiske lånefaciliteter (EFSF og EFSM) for at undgå en situation, hvor de inden for kort tid skal tilbagebetale store beløb. Ecofin-Rådet besluttede 5. marts at bede "troikaen" (Europa-Kommissionen, ECB og IMF) om at forberede forslag til, hvordan EFSF og EFSM-lånene bedst muligt håndteres for de to lande.

Den irske stat har desuden omlagt gældsbeviser udstedt til den irske centralbank i forbindelse med rekapitalisering af banksektoren. Omlægningen indebærer, at den irske stats lånebehov mindskes med 20 mia. euro i de næste 10 år, idet gældsbeviserne bliver afløst af langfristede statsobligationer med en løbetid på op til 40 år og uden afdrag indtil 2038.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

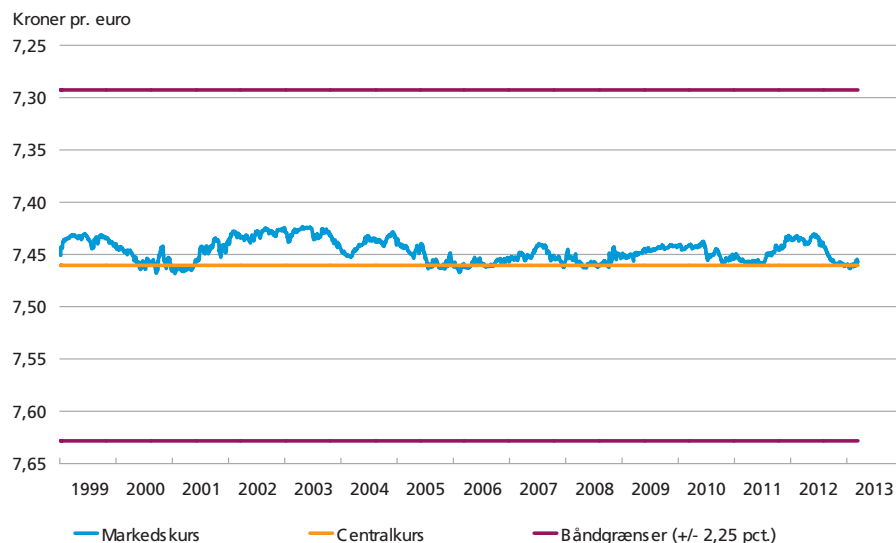
Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen tæt på centalkursen i ERM2, jf. figur 14. I løbet af januar blev kronen dog svækket en anelse og nåede det laveste niveau over for euroen siden 2008.

Nationalbanken satte med virkning fra 25. januar 2013 renten på indskudsbeviser og udlånsrenten op med 0,10 procentpoint. Diskontoen og foliorenten blev ikke ændret. Renteforhøjelsen skete efter, at Nationalbanken havde solgt valuta i markedet. Herefter var renten på indskudsbeviser -0,10 pct., udlånsrenten 0,30 pct., mens diskontoen og foliorenten var 0,00 pct.

Ved udgangen af februar var valutareserven 483,2 mia. kr., hvilket var et fald på 28,9 mia. kr. siden november 2012. Faldet afspejlede bl.a. interventionssalg af valuta for 14,5 mia. kr. i december og januar, EU-betalinger og kursregulering af valutareserven.

KRONENS KURS OVER FOR EURO

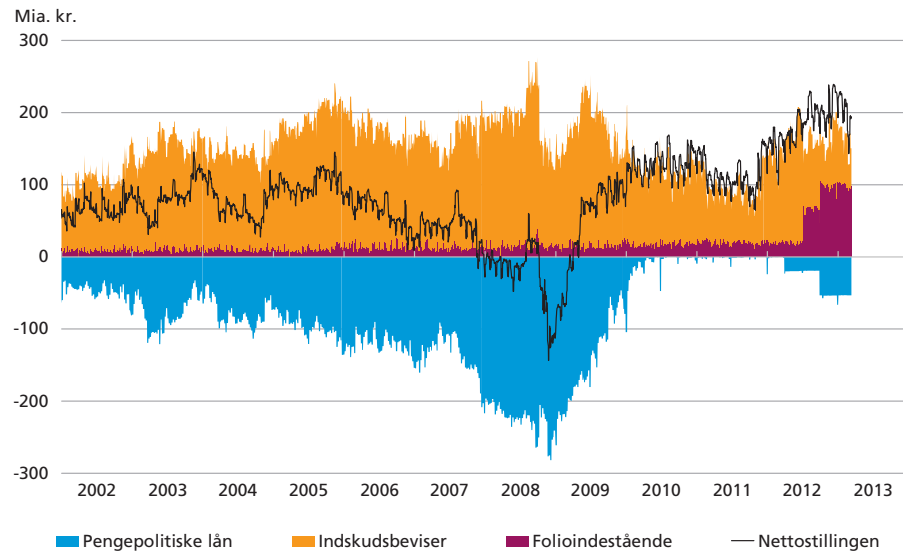
Figur 14



Anm.: Omvendt skala. Seneste observation er 13. marts 2013.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES LÅN OG INDSKUD I NATIONALBANKEN

Figur 15



Anm.: Seneste observation er 13. marts 2013.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Kronekursens udvikling påvirkes af forskellen mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet. I den nuværende situation med en stor og positiv nettostilling har de pengepolitiske modparter et klart placeringsbehov i Nationalbanken, jf. figur 15. Dermed er indskudsbevisrenten toneangivende for de danske pengemarkedsrenter. Det tilsvarende gør sig gældende i euroområdet.

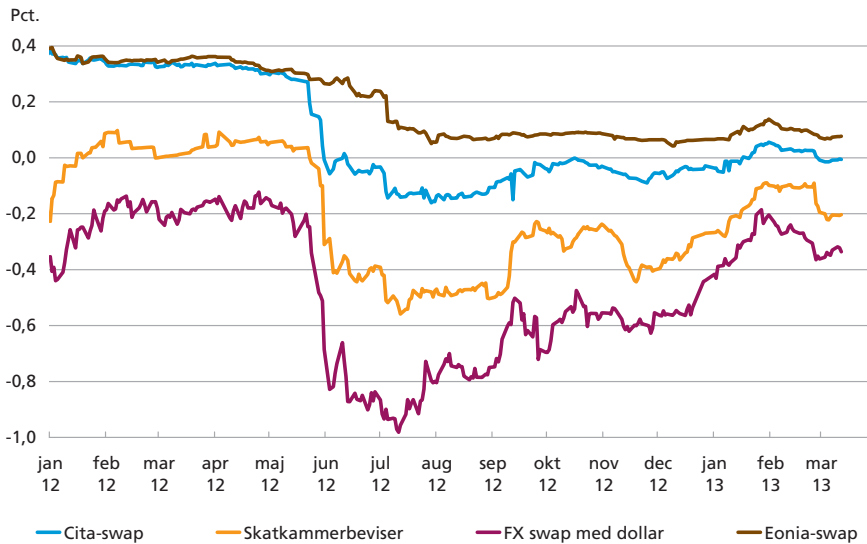
Udviklingen på penge- og kapitalmarkederne

Fra slutningen af 2012 og frem til midten af marts 2013 var der tegn på, at markedsdeltagernes vurdering af situationen i euroområdet blev forbedret. Det kom bl.a. til udtryk i faldende statsobligationsrenter i de kriserammede europæiske lande samt en styrkelse af den effektive eurokurs. På det danske pengemarked steg renterne, og spændet mellem de sikrede pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet blev mindre negativt i perioden. Desuden var der en begyndende normalisering af FX swapmarkedet mellem kroner og dollar.

Renterne på det danske pengemarked har været ekstraordinært lave siden maj 2012. I slutningen af 2012 steg den sikrede danske pengemarkedsrente, målt ved 3-måneders Cita-swaprenten, og i januar 2013 blev renten positiv for første gang siden midten af juni 2012, jf. figur 16. Stigningen afspejlede en forventning i markedet om, at Nationalbanken ville forhøje renten. Den tilsvarende sikrede pengemarkedsrente i euro-

3-MÅNEDERS PENGEMARKEDSRENTER

Figur 16



Anm.: Til beregning af den implicite kronerrente via FX swap mellem dollar og kroner er benyttet den amerikanske 3-måneders OIS-rente. Datakilden til Cita-swaprenten er frem til 31. december 2012 Reuters EcoWin og derefter Finansrådets kvoterede rente. Eonia-swaprenten er givet ved den kvoterede rente for euroområdet. Seneste observation er 14. marts 2013.

Kilde: Reuters EcoWin, Finansrådet og Danmarks Nationalbank.

området, målt ved 3-måneders Eonia-swaprenten, er også steget i de seneste måneder, om end i mindre grad. Det sikrede rentespænd til euroområdet blev dermed mindre negativt og lå i midten af marts 2013 tættere på nul.

Finansrådet oprettede pr. 2. januar 2013 en ny markedsbaseret referencerente som aftalt med Erhvervs- og Vækstministeriet. Renten er baseret på Cita-swaprenten, jf. boks 3.

NY REFERENCERENTE BASERET PÅ CITA-SWAPRENTEN

Boks 3

Finansrådet oprettede pr. 2. januar 2013 en ny markedsbaseret referencerente baseret på Cita-swaprenten for løbetider fra 1 til 12 måneder. Ved indgåelse af en Cita-renteswap aftaler parterne at udveksle betaling af fast rente (swaprenten for den pågældende løbetid) mod betaling af en variabel dag til dag-rente (T/N-renten). Rentebetalingerne beregnes på basis af en hovedstol, der ikke udveksles. Ved Cita-swappens udløb afregner parterne forskellen mellem den aftalte faste rente og den gennemsnitlige T/N-rente gennem aftaleperioden.

Referencerenten beregnes dagligt på baggrund af kvoteringer fra stillerne og offentliggøres på Nasdaq OMX. De individuelle stilleres satser offentliggøres af Finansrådet. I midten af marts 2013 var seks pengeinstitutter stillere. Finansrådet har det overordnede ansvar for referencerenten, mens Finanstilsynet fører tilsyn med, at rammerne for fastsættelsen af referencerenten er betryggende.

Den implicitte rente på kroneudlån med sikkerhed i dollar, FX swaps, er siden sommeren 2012 blevet mindre negativ, jf. figur 16.¹ Dermed er skævheden på FX swapmarkedet blevet mindre, og den implicitte rente er kommet tættere på de øvrige pengemarkedsrenter. Skævheden på FX swapmarkedet stammer fra, at amerikanske banker og investorer efter finanskrisen blev mindre villige til at udlåne dollar til ikke-amerikanske banker. Det fik ikke-amerikanske banker til at øge efterspørgslen efter dollarfinansiering via FX swapmarkedet. Renten på dollarfinansiering via FX swaps blev dermed højere end renten på dollarfinansiering direkte på det amerikanske pengemarked, hvilket betegnes skævheden på FX swapmarkedet.²

De danske statsobligationsrenter er fortsat lave, om end højere end i december 2012. 27. februar 2013 blev der afholdt auktion over 3-, 6- og 9-måneders skatkammerbeviser. Ved auktionen blev der solgt for 7,4 mia. kr. til renter på henholdsvis -0,13, -0,07 og 0,00 pct. Ved den foregående auktion i januar blev en af skatkammerbevisrenterne positiv for første gang siden slutningen af maj 2012.

Den 10-årige statsobligationsrente steg en anelse fra november 2012 til midten af februar 2013. Den tilsvarende tyske rente steg mindre end den danske, hvorved det dansk-tyske rentespænd blev mindre negativt, og i februar blev spændet positivt for første gang siden sommeren 2012. Efter det italienske valg i slutningen af februar faldt både den danske og den tyske rente med mere end 0,1 procentpoint. Den danske 10-årige statsobligationsrente var i midten af marts 1,7 pct.

Den danske implicitte markedsbaserede inflationsforventning kan udledes ud fra den effektive rente på den nominelle og den inflationsindekserede 10-årige statsobligation. I midten af marts 2013 var den på niveau med den tilsvarende tyske på omkring 1,9 pct. Markedet forventer dermed implicit en gennemsnitlig årlig inflation i underkanten af 2 pct. frem mod 2023.

De korte og lange realkreditobligationsrenter har ligget nogenlunde konstant i de seneste måneder. I midten af marts var den korte realkreditobligationsrente 0,3 pct., mens den lange rente var 3,4 pct.

¹ Den implicitte rente på kroneudlån via FX swaps udtrykker omkostningen ved at låne i dollar og samtidig indgå en FX swap, så det samlet svarer til et lån i kroner. Ifølge den dækkede renteparitet bør prisen herpå være lig prisen på et kronelån i samme periode. I praksis kan der dog opstå afvigelser fra den dækkede renteparitet som følge af fx forskelle i kreditrisiko og likviditetsforhold mellem markederne.

² Udenlandske investorer med direkte adgang til dollar på det amerikanske pengemarked har kunnet udnytte skævheden i det danske FX swapmarked og opnå et højt afkast ved at udlåne i dollar i FX swaps mod danske kroner, som de placerede i fx danske skatkammerbeviser. Det pressede renten på skatkammerbeviser ned. Den seneste reduktion i skævheden på FX swapmarkedet er blevet fulgt af renterne på skatkammerbeviser, der er blevet mindre negative. For en nærmere beskrivelse af skævheden på FX swapmarkedet ses Palle Bach Mindested, Martin Wagner Toftdal og Lars Risbjerg, Det danske pengemarked ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2012, Del 1.

Realkreditinstitutterne har i stigende grad spredt auktionerne for obligationer bag rentetilpasningslån ud over året. Nykredit og Totalkredit annoncerede i januar rentetilpasningslån med rentetilpasning pr. 1. juli. Dermed udvides antallet af årlige auktioner fra tre til fire. Spredningen af auktionstidspunkterne er med til at mindske refinansieringspresset op til årsskiftet.

Pengeinstitutternes renter på udestående udlån og indlån til henholdsvis husholdninger og erhverv lå nogenlunde konstant fra november 2012 til januar 2013.

Ultimo februar 2012 udtrådte Deutsche Bank som stiller af Cibor, der er en usikret rente for pengemarkedsudlån. Cibor stilles herefter af seks pengeinstitutter.

Folketinget vedtog i slutningen af 2012 en lov om etablering af et systemisk risikoråd, der har til opgave at identificere og overvåge systemiske finansielle risici og komme med observationer, advarsler og henstillinger for at forebygge eller reducere opbygningen af disse risici.¹ Advarsler og henstillinger vil som udgangspunkt kunne rettes mod Finanstilsynet og, hvis det vedrører lovgivning, mod regeringen. I februar 2013 udpegede erhvervs- og vækstministeren rådets medlemmer. Nationalbankdirektør Lars Rohde er formand for rådet.

I Danmark har Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter afgivet rapport 14. marts 2013. Udvalget anbefaler et system for identificering og regulering af systemisk vigtige finansielle institutter, SIFI'er, jf. boks 4.² Nationalbanken har deltaget i arbejdet og støtter udvalgets anbefalinger.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån

Kreditinstitutternes samlede sæsonkorrigerede udlån har ligget nogenlunde konstant siden 2010. Realkreditinstitutterne, der står for godt 70 pct. af det samlede udlån, øgede deres udlån med omkring 21 mia. kr. fra oktober 2012 til januar 2013. Pengeinstitutternes udlån faldt i samme periode med knap 34 mia. kr. Størstedelen af ændringen i kreditinstitutternes udlån stammer fra udlån til erhverv, hvor udlån flyttes fra pengeinstitutterne til realkreditinstitutterne. Denne tendens har fundet sted siden 2009.

Rentetilpasningslån udgør omkring to tredjedele af det samlede realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse. Igennem det seneste halve år er der sket et skifte mod rentetilpasningslån med længere løbetider. Ud-

¹ For en nærmere beskrivelse af Det Systemiske Risikoråd se Danmarks Nationalbank, Aktuelle økonomiske og monetære tendenser, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2012, Del 1.

² Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter i Danmark, Systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark: Identifikation, krav og krisehåndtering, marts 2013.

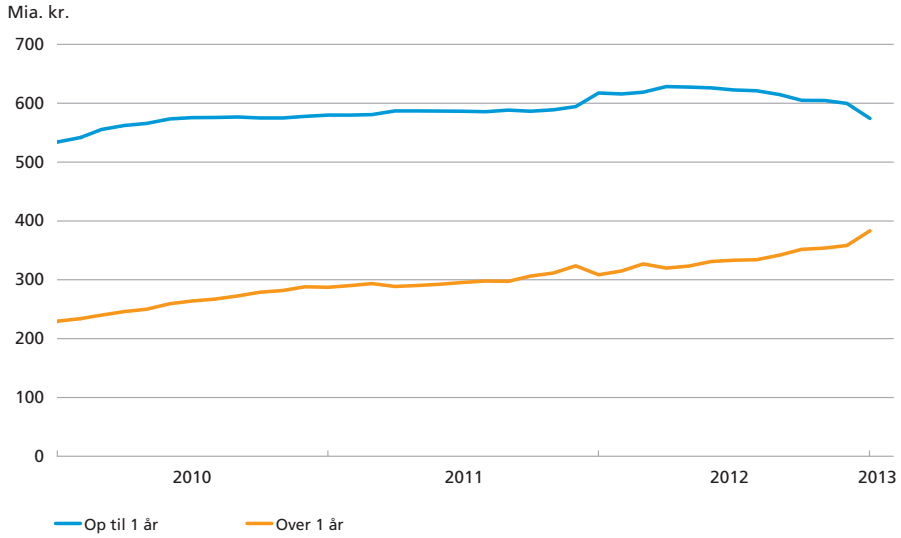
SIFI-UDVALGETS RAPPORT	Boks 4
<p>Udvalget anbefaler, at SIFI'er identificeres på baggrund af størrelsen af balancen i forhold til BNP, størrelsen af udlån i Danmark i forhold til sektorens samlede udlån i Danmark og størrelsen af indlån i Danmark i forhold til sektorens samlede indlån i Danmark. Med de anbefalede tærskelværdier vil seks danske kreditinstitutter i dag være omfattet. Ved identifikationen kan der efter nøje overvejelse inddrages et kvalitativt element. Udvalget anbefaler, at Finanstilsynet udpeger de danske SIFI'er efter en henstilling fra Det Systemiske Risikoråd.</p> <p>Udvalget finder det centralt at begrænse sandsynligheden for, at SIFI'er kommer i vanskeligheder, ved at stille en række krav til danske SIFI'er. Kravene er på linje med kommende europæisk lovgivning og bl.a. Sverige. De omfatter øget kapital, likviditetskrav, god selskabsledelse, styrket tilsyn samt genopretnings- og krisehåndteringsplaner. Udvalget foreslår et differentieret kapitalkrav på 1-3,5 pct. af de risikovægtede poster i form af egentlig kernekapital, der indføres over en årrække indtil 2019. Flere institutter har allerede øget den egentlige kernekapital i forlængelse af den finansielle krise og i forventning om øgede kapitalkrav. Endvidere anbefales en såkaldt krisehåndteringsstødpude på 5 pct. af de risikovægtede poster, bestående af gældsinstrumenter, der skal konverteres til egentlig kernekapital eller nedskrives, hvis instituttet overgår til krisehåndtering. Hybrid kernekapital og supplerende kapital kan under visse omstændigheder anvendes til at opfylde dele af stødpuden. Hvis denne kapital anvendes, vil kravet reelt udgøre et ekstrakrav på 1,5 pct. Krisehåndteringsstødpuden foreslås indfaset over en treårig periode fra 2020. Det er udvalgets opfattelse, at den samlede effekt på samfundsøkonomien af de anbefalede skærpede krav til SIFI'erne vil være positiv.</p> <p>Skærpede krav skal ud over forebyggelse også begrænse omkostningerne for samfundet og staten, hvis et SIFI skulle komme i vanskeligheder. Det er udvalgets vurdering, at Bankpakke 3 og den eksisterende afviklingsordning for realkreditinstitutter generelt ikke er tilstrækkelige til at håndtere nødlidende SIFI'er. Af hensyn til samfundsøkonomien vil der være et behov for at videreføre systemiske funktioner frem for at afvikle dem. Udvalget anbefaler derfor, at der stilles yderligere krisehåndteringsværktøjer til rådighed for myndighederne.</p>	

lånet med rentetilpasning over 1 år er øget med godt 49 mia. kr., mens rentetilpasningslån med løbetider op til 1 år er faldet omkring 47 mia. kr., jf. figur 17.

I Nationalbankens udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2012 svarede kreditinstitutterne, at efterspørgslen efter kredit var steget, jf. figur 18. Det var især husholdningerne, der i stigende grad efterspurgte lån. Kreditinstitutterne forventede en nogenlunde uændret efterspørgsel efter kredit i 1. kvartal 2013. Institutterne angav også, at kreditstandarderne var omtrent uændrede i 4. kvartal 2012, og at de ikke forventede ændringer i kreditpolitikken i 1. kvartal 2013. En tilsvarende undersøgelse for euroområdet viste, at kreditefterspørgslen i 4. kvartal 2012 faldt for både husholdninger og erhverv om end i mindre grad end i tidligere kvartaler.

**REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN MED RENTETILPASNING TIL
EJERBOLIGER OG FRITIDSHUSE FORDELT PÅ LØBETID**

Figur 17

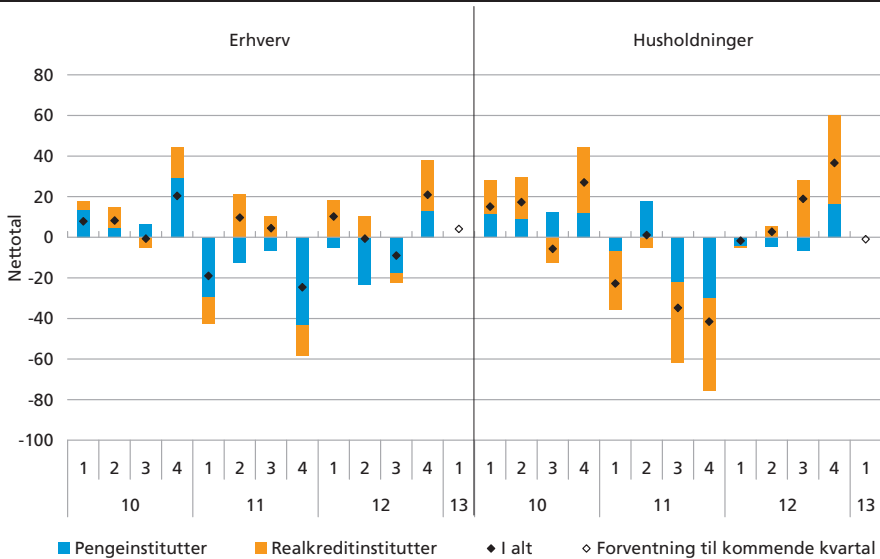


Anm.: Seneste observation er januar 2013.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**ÆNDRING I EFTERSPØRGSLEN EFTER UDLÅN FRA EKISTERENDE KUNDER
FORDELT PÅ HENHOLDSVIS ERHVERV OG HUSHOLDNINGER**

Figur 18



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSK ØKONOMI

Aktiviteten faldt 0,9 pct. i 4. kvartal ifølge det foreløbige nationalregnskab efter en næsten tilsvarende stigning i 3. kvartal, jf. tabel 2. Det private forbrug gik marginalt tilbage, ligesom boligbyggeriet også faldt. Eksporten mindskedes mere end importen. Erhvervsinvesteringerne steg lidt, hvilket var drevet af øgede materielinvesteringer, mens bygge- og anlægsinvesteringerne var uændrede. Den offentlige efterspørgsel øgedes også i 4. kvartal.

For 2012 som helhed faldt BNP med 0,6 pct. Det dækker over en fremgang i den offentlige efterspørgsel, det private forbrug og eksporten, mens boligbyggeriet faldt. Erhvervsinvesteringerne steg også, hvilket primært afspejler en stor import af fly. Den endelige indenlandske efterspørgsel steg således med 0,6 pct. Produktionen fulgte imidlertid ikke med op, da efterspørgselsstigningen blev mere end imødekommet af træk på lagre og øget import. Trods aktivitetsfaldet var beskæftigelsen og ledigheden omtrent uændrede.

Faldet i det private forbrug på 0,1 pct. i 4. kvartal skyldes hovedsageligt et fald i anskaffelsen af køretøjer på knap 6 pct. Bilsalget har været stigende siden begyndelsen af 2010 og befinder sig på et højt niveau.

Husholdningerne har gennem 2012 reduceret deres forbrug og investeringer. Det skal ses i sammenhæng med en stort set uændret for-

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER

Tabel 2

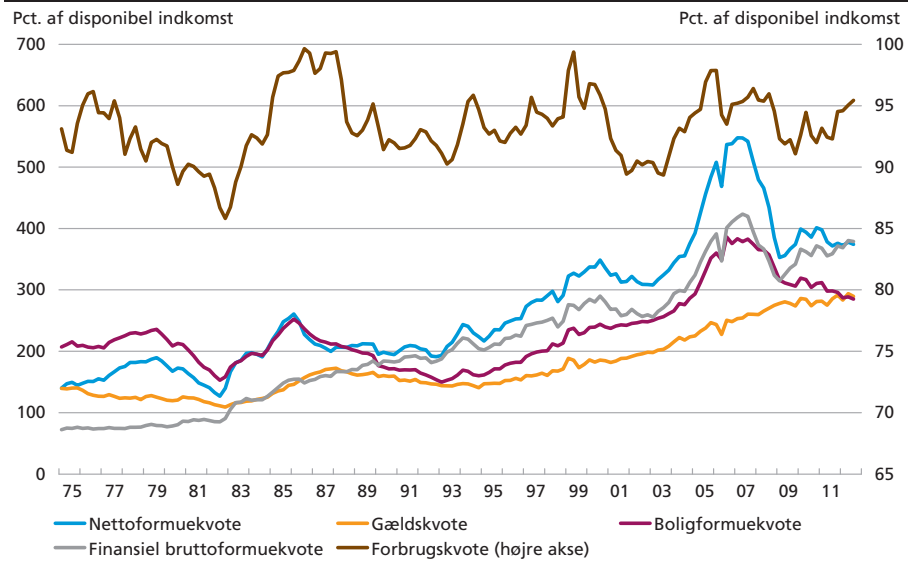
Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2012	2013	2014	2015	2012		
					2. kv.	3. kv.	4. kv.
BNP	-0,6	0,8	1,7	1,7	-1,0	0,8	-0,9
Privat forbrug	0,5	0,7	1,7	1,8	0,0	-0,2	-0,1
Offentligt forbrug	0,5	1,0	0,8	0,8	0,5	1,0	0,3
Boliginvesteringer	-9,8	-0,6	3,4	2,4	-4,0	-1,0	-1,5
Offentlige investeringer	10,6	-8,8	-4,8	0,5	10,8	-1,8	1,1
Erhvervsinvesteringer	4,1	3,1	5,0	4,5	-5,1	2,1	0,8
Lagerinvesteringer ¹	-0,5	0,1	0,2	0,1	-1,5	0,9	-0,6
Eksport	1,1	2,6	3,3	3,5	2,0	-0,8	-1,6
Industrieksport	2,1	2,9	5,3	5,6	3,0	0,8	-4,9
Import	2,7	2,7	4,0	4,1	0,5	-0,1	-0,9
Beskæftigelse, 1.000 personer ..	2.754	2.752	2.759	2.776	2.754	2.749	2.755
Ledighed, brutto, 1.000 personer	162	163	163	152	162	163	164
Ledighed, netto, 1.000 personer	119	128	131	122	118	123	124
Betalingsbalance, pct. af BNP ...	5,3	4,6	4,5	4,5	6,2	5,9	5,7
Offentlig saldo, pct. af BNP	-3,8	-1,1	-2,9	-2,6	-6,6	-4,2	-2,7
Kontantpriser, pct. år-år	-3,5	2,0	3,0	2,9	-5,5	-2,7	-0,2
Forbrugerpriser, pct. år-år	2,4	1,3	1,9	1,8	2,2	2,4	2,1
Timeløn, pct. år-år	1,8	2,1	2,3	2,7	2,0	1,6	1,7

¹ Bidrag til BNP-vækst.

Anm.: Beregningerne er baseret på statistisk information til og med den 15. marts 2013.

HUSHOLDNINGERNES NETTOFORMUE-, GÆLDS- OG FORBRUGSKVOTE

Figur 19



Anm.: Disponibel indkomst er husholdningernes disponible indkomst tillagt nettoindbetalinger til pension. Finansiell bruttoformuekvote og nettoformue er opgjort efter skat af pensionsopsparing. Gæld er husholdningernes finansielle passiver. Forbrugskvoten er vist som 2 kvartalers glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

mue, og at udviklingen i de disponible indkomster har været svag som følge af lave lønstigninger. De disponible indkomster har dog været understøttet af, at rentebetalingerne har været lave. Husholdningernes bruttogæld i forhold til deres disponible indkomst er i 2012 stabiliseret på et højt niveau. Samtidig er deres forbrugskvot efter et løft i de seneste par år lidt over gennemsnittet siden 1975, jf. figur 19.

I fremskrivningen vokser det private forbrug moderat. Det skal ses på baggrund af afdæmpede lønstigninger og beskeden fremgang i beskæftigelsen, ligesom boligpriserne kun ventes at stige begrænset.

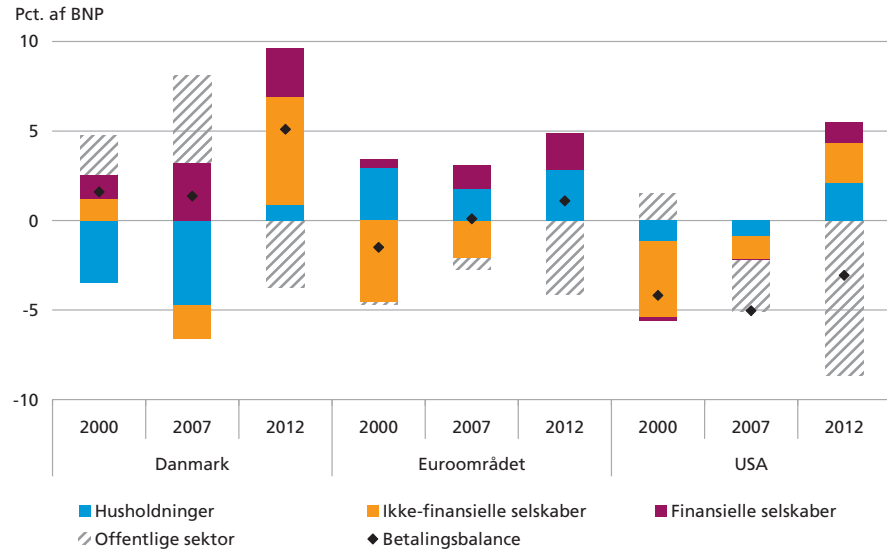
Erhvervsinvesteringerne steg 0,8 pct. i 4. kvartal. De har dermed ligget på stort set samme niveau siden 2009, når der ses bort fra de kvartalsvise udsving. Materielinvesteringerne steg i 4. kvartal, mens investeringerne i bygninger og anlæg lå uændret på et lavt niveau.

Fremadrettet ventes en vis fremgang i materielinvesteringerne. Det afspejler bl.a. de lave renter, lempelige afskrivningsvilkår i 2012-13, og at tilliden i industrien siden efteråret er forbedret lidt til et svagt positivt niveau i februar. Erhvervenes investeringer i bygninger og anlæg skønnes at øges gradvist i prognoseperioden, men vil forblive lave.

De danske virksomheders og husholdningers finansielle opsparingsoverskud er meget højt og udgjorde i 2012 ca. 9 pct. af BNP, jf. figur 20. Det er det højeste niveau i den periode, statistikken dækker, dvs. siden

NETTOFORDRINGSERHVERVELSE FORDELT PÅ SEKTORER I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 20



Anm.: Den samlede nettofordringserhvervelse stemmer ikke nødvendigvis helt overens med saldoen for betalingsbalancens løbende poster, bl.a. som følge af ensidige kapitaloverførsler. Tallene for 2012 er baseret på det kvartalsvise nationalregnskab for de tre første kvartaler.

Kilde: Reuters EcoWin, OECD og Danmarks Statistik.

1971, og er dermed højere end under de dybe lavkonjunkturer i begyndelsen af 1980'erne og 1990'erne. Til sammenligning var der under højkonjunkturerne i 2007 et underskud på 3,4 pct. af BNP. Det er normalt, at den private sektors opsparringsoverskud varierer med konjunkturerne. I kraft af de automatiske finanspolitiske stabilisatorer svinger den offentlige sektors opsparringsoverskud typisk modsat, så ændringerne til dels udligner hinanden.

Sammenlignet med euroområdet og USA er det private opsparringsoverskud i Danmark betydeligt. Det skyldes et markant opsparringsoverskud hos de ikke-finansielle selskaber. For de finansielle selskaber er opsparringsoverskuddet steget i både Danmark, euroområdet og USA, hvilket skal ses i lyset af behovet for og kravene om øget solvens i banksektoren efter finanskrisen.

En mindre del af det private opsparringsoverskud i Danmark kan henføres til husholdningerne. Den beherskede forbrugsudvikling betød sammen med et lavt investeringsniveau og tilbagebetalingen af efterlønsbidrag, at husholdningernes opsparringsoverskud i 2012 var lidt over nul. Det står i kontrast til, at der i de seneste årtier generelt har været et opsparringunderskud i husholdningssektoren.

Eksporten faldt i 4. kvartal med 1,6 pct. Det skal ses i lyset af den svage aktivitetsudvikling på eksportmarkederne. Lavere lønstigninger end i

udlandet i 2012 har forbedret konkurrenceevnen, mens den seneste tids styrkelse af den effektive kronekurs har trukket i modsat retning. På den baggrund ventes markedsandelen fastholdt i de kommende kvartaler, hvorefter der skønnes øget fremgang på eksportmarkederne og dermed højere eksportvækst. Trods ledig kapacitet i dansk økonomi steg importen i 2012 mere end eksporten. Det skyldtes bl.a., at der var en ekstraordinært stor import af fly på ca. 10 mia. kr.

Det underliggende inflationspres er moderat, og årsstigningen i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, ventes i år at aftage til 1,3 pct. Lønstigningerne er samtidig afdæmpede, hvilket bl.a. afspejler det begrænsede pres på arbejdsmarkedet.

Samlet set forventes en behersket vækst i BNP på 0,8 pct. i år for så i 2014 og 2015 at stige til 1,7 pct. Vækstskønnene for i år og næste år er dermed lavere end i seneste prognose, jf. appendiks 2.

Risiciene i fremskrivningen vurderes at være balancerede. Med et betydeligt opsparringsoverskud i de danske virksomheder vil forbedrede udsigter for efterspørgslen kunne udløse et markant løft i investeringerne. Det kan komme hurtigere og stærkere end forventet.

I prognosen ventes i år en moderat BNP-vækst, mens der er udsigt til svagt negativ vækst i euroområdet. I en længere årrække har BNP i Danmark ellers fulgt udviklingen i euroområdets BNP tæt.

Regeringen har i februar fremlagt sine forslag til reformer af SU og kontanthjælp samt i Vækstplan DK foreslået en række initiativer rettet mod erhvervene, herunder byggeriet. Da der ikke er indgået politisk aftale herom, er forslagene ikke indarbejdet i prognosen. Beregninger på baggrund af Vækstplan DK viser, at initiativerne vil løfte væksten i BNP marginalt i 2013 og 2014, mens den vil blive lidt lavere i 2015, jf. boks 5.

Boligmarked

Boligpriserne har stabiliseret sig. Således har de sæsonkorrigerede huspriser svinget omkring det samme niveau siden foråret 2012, mens priserne på lejligheder er steget. Prisudviklingen skal ses sammen med de lave renter. Det har været med til at mindske boligbyrden, som ved finansiering med et fastforrentet lån med afdrag er mærkbart lavere end gennemsnittet siden 1980. Boligpriserne vurderes at ligge under det niveau, der kan forventes ud fra bl.a. de aktuelle indkomst-, rente- og skatteforhold. I prognosen ventes svage stigninger i boligpriserne.

Omsætningen af huse er fortsat lav. Udbuddet har ligget fladt siden september 2012 efter et års forudgående fald. Liggetiden er det seneste år vokset svagt og er med 300 dage lang. For ejerlejligheder er omsætningen steget svagt siden sommeren 2011, og udbuddet er i

EFFEKTER I 2013-15 AF REGERINGENS FORESLÅEDE VÆKSTPLAN DK

Boks 5

Regeringen præsenterede i februar sin Vækstplan DK, som bl.a. skal styrke beskæftigelsen. I år og næste år sker det ved at genindføre bolig-job-ordningen og forhøje rammen til renovering i den almene boligsektor. Førstnævnte antages i vores beregninger at øge aktiviteten i boligbyggeriet med 1,5 mia. kr. om året fra og med 3. kvartal 2013, mens sidstnævnte vil øge boliginvesteringerne med yderligere 0,3 mia. kr. i 2013 og 1,25 mia. kr. i både 2014 og 2015. Da den almene boligsektor ikke er en del af den offentlige sektor i nationalregnskabet, vil det ikke påvirke de offentlige finanser direkte. Regeringen lægger også op til at lette de produktionsrelaterede afgifter med ca. 2 mia. kr. om året i 2014-15. Desuden skal selskabsskatten nedsættes med 1 procentpoint årligt fra 25 pct. i dag til 22 pct. i 2016. Der sker dog en modregning for finansielle virksomheder og energiudvinding.

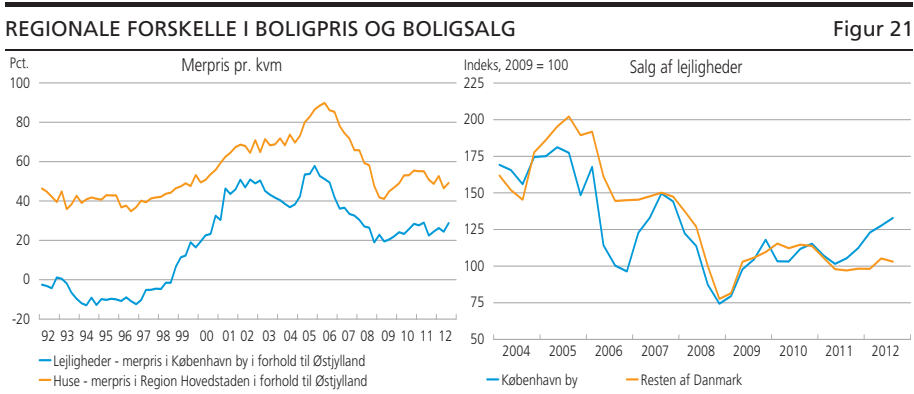
Finansieringen af initiativerne sker bl.a. ved en lavere stigningstakt i det offentlige forbrug, som nedsættes fra de hidtil planlagte 0,8 pct. i 2014-15 til 0,4 pct. i 2014 og 0,5 pct. i 2015. Hertil kommer lavere lønstigningstakt i den offentlige sektor, som dog allerede er indarbejdet i vores prognose.

De ekspansive tiltag berører kun aktiviteten marginalt i prognoseperioden. Væksten i BNP øges med 0,1 procentpoint i år og næste år og falder til gengæld med 0,2 procentpoint i 2015, hvor bolig-job-ordningen ifølge forslaget ophører. Dermed er aktiviteten i 2015 ifølge vores beregninger den samme med og uden Vækstplan DK. Den højere aktivitet i 2013-14 medfører imidlertid, at den private beskæftigelse løftes med godt 4.000 personer, hvilket omtrent fastholdes i 2015. Den her beregnede aktivitetseffekt ser bort fra, at det bliver mere attraktivt at producere og investere i Danmark ved lavere selskabsskat og afgifter. Den lavere vækst i det offentlige forbrug medfører til gengæld, at stigningen i den offentlige beskæftigelse bliver mindre med Vækstplan DK end i vores prognose. Initiativernes nettoeffekt er knap 2.000 færre ledige i 2014, hvor den beregnede kortsigtseffekt topper.

Regeringen har foreslået, at muligheden for at fremrykke beskatning af kapitalpensioner til lavere sats forlænges til 2014. Det vil påvirke skønnene for den offentlige saldo i 2013 og 2014, men ellers ikke have nogen betydning for beregningerne ovenfor.

samme periode faldet med over en tredjedel til et relativt lavt niveau, når der sammenlignes med de senere år. Liggetiden er fortsat lang, om end den er aftaget til 200 dage.

Udviklingen på boligmarkedet dækker over betydelige geografiske forskelle. Således er der fremgang i og omkring København, mens store dele af det øvrige land er præget af stilstand. De stigende priser i og omkring hovedstaden betyder, at indsnævringen af kvadratmeterprisen i forhold til resten af Danmark er ophørt, jf. figur 21 (venstre). Det er sket efter en betydelig reduktion siden 2006 som reaktion på, at København og omegn samt Nordsjælland i midten af 2000'erne havde markante prisstigninger, der medførte, at kvadratmeterprisen løb fra resten af landet.



Anm.: Sæsonkorrigerede kvartalstal. Sidste observation er 3. kvartal 2012. I venstre figur er priserne i Østjylland anvendt som indikator for priserne uden for hovedstadsområdet.

Kilde: Realkreditrådet, Dansk Ejendomsmæglerforening, Realkreditforeningen og Finansrådet.

De regionale forskelle på boligmarkedet viser sig også i omsætningen. Salget af ejerlejligheder i København er steget betydeligt siden midten af 2011, mens det i resten af landet har været stort set konstant, jf. figur 21 (højre).

Udenrigshandel og betalingsbalance

Eksporten faldt 1,6 pct. og importen 0,9 pct. i 4. kvartal. Tilbagegangen i eksporten dækkede over et stort fald i industrieksporten. Det blev kun til dels modsvaret af en stigning i eksporten af energi, der vendte tilbage til sit normale niveau efter et fald i 3. kvartal som følge af vedligeholdelsesarbejde på produktionsfelter i Nordsøen.

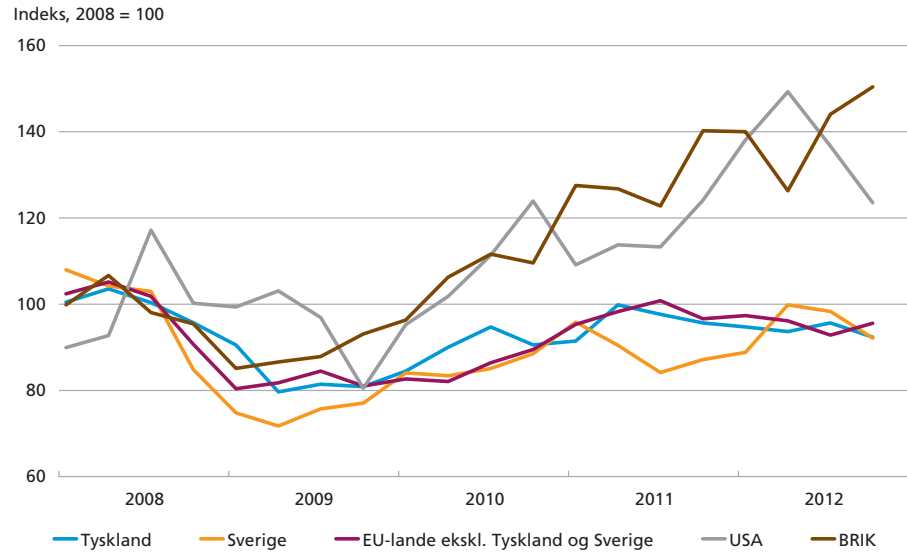
Den svage aktivitetsudvikling hos vores handelspartnere mod slutningen af 2012 lagde en dæmper på den danske eksport. Værdien af vareeksporten til EU-landene mindskedes, bl.a. som følge af lavere eksport til både Sverige og Tyskland, der er Danmarks største samhandelspartnere, jf. figur 22. Også eksporten til USA faldt efter at være steget jævnt siden begyndelsen af 2010. Til gengæld steg salget af danske varer til de såkaldte BRIK-lande, dvs. Brasilien, Rusland, Indien og Kina, og dermed fortsatte de pæne stigningstakter siden 2009. At BRIK-landene aftager flere danske varer, afspejler ikke en stigende dansk markedsandel, men at væksten er højere i disse lande end hos vores traditionelle samhandelspartnere.

Fremgangen på de danske eksportmarkeder ventes at blive beskeden de kommende år, jf. appendiks 1. Det bevirker en moderat vækst i den danske eksport, som opgjort i mængder ventes at stige 2,6 pct. i år stigende til 3,5 pct. i 2015.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster var i 4. kvartal 26,7 mia. kr., hvilket var på niveau med overskuddet i samme kvartal i 2011.

DANSK VAREEKSPORT I VÆRDI TIL UDVALGTE LANDE

Figur 22



Anm.: Sæsonkorrigerede kvartalsobservationer. BRIK er Brasilien, Rusland, Indien og Kina.
Kilde: Danmarks Statistik.

Der var dog et mærkbart fald i december. Det skyldtes et fald i eksportværdien af varer, og handelsoverskuddet faldt til 4,1 mia. kr., det laveste niveau siden 2008. I januar steg værdien af vareeksporten, og handelsoverskuddet blev 6,6 mia. kr.

I 2012 udviste betalingsbalancen et overskud på 95 mia. kr., svarende til 5,3 pct. af BNP. Det var knap 6 mia. kr. mindre end i 2011. Overskuddet i 2012 var sammensat af et overskud på varer og tjenester på 82 mia. kr., et overskud på formueindkomst på 58 mia. kr., et underskud på lønindkomst på 10 mia. kr. og et underskud på de løbende overførsler på 34 mia. kr. Den betydelige formueindkomst afspejler, at Danmark gennem en årrække har forbedret sin formueposition over for udlandet, jf. artiklen "Danmark som kreditornation" i denne Kvartaloversigt.

Overskuddet på betalingsbalancen er højt og skønnes kun at falde begrænset i de kommende år. Det sker med baggrund i, at den indenlandske efterspørgsel ventes at vokse omtrent lige hurtigt i Danmark og udlandet.

De offentlige finanser

Det offentlige forbrug antages i år at vokse 1,0 pct. aftagende til 0,8 pct. i 2014 og 2015. De seneste år har væksten været lavere, og endda negativ i 2011. Fra og med 2014 vil budgetloven, der fastsætter 4-årige løbende udgiftslofter i stat, regioner og kommuner, kunne være med til at modvirke, at den planlagte forbrugsvækst overskrides.

De offentlige investeringer ventes at falde i år, men forbliver på et højt niveau som andel af BNP. Investeringerne holdes til dels oppe af, at KL og regeringen er blevet enige om, at kommunerne i år kan omprioritere op til 2 mia. kr. fra service til anlægsinvesteringer.

Underskuddet på den offentlige saldo skønnes i år at blive 19 mia. kr., svarende til 1,1 pct. af BNP. Det skal ses i lyset af den beregningstekniske antagelse, at muligheden for i år at betale skat af eksisterende kapitalpensioner til en lavere sats giver 40 mia. kr. i fremrykket skat. Der er betydelig usikkerhed forbundet med skønnet. Hvis man ser bort fra dette ekstraordinære provenu, risikerer Danmark at komme i konflikt med EU-henstillingen om, at underskuddet på den offentlige saldo ikke må overstige 3 pct. af BNP i 2013.

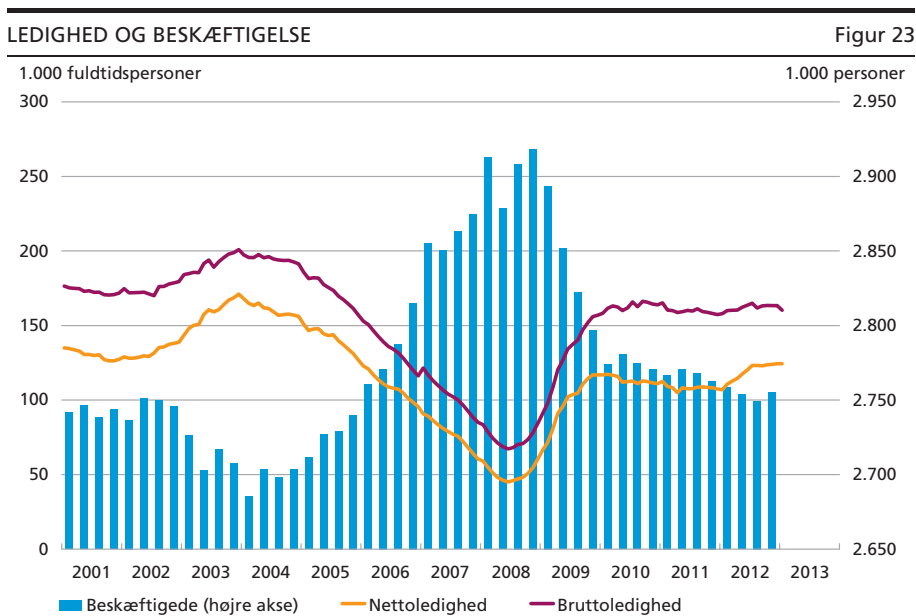
Den strukturelle saldo vil ifølge regeringen være forbedret med 1,5 pct. af BNP i årene 2011-13. Der er således udsigt til, at Danmark netop lever op til EU-henstillingen, og der er ikke levnet plads til at lempe finanspolitikken yderligere uden at komme i konflikt med EU's finanspolitiske regler.

Opfyldelse af henstillingen er en nødvendig, men ikke tilstrækkelig betingelse for, at Danmark kan komme ud af EU's procedure for uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Europa-Kommissionen skal i sin prognose i foråret 2014 også vurdere, at Danmark ikke vil overskride referencegrænsen på 3 pct. af BNP i 2014 og 2015. I Nationalbankens fremskrivning skønnes underskuddet på den offentlige saldo i de to år at udgøre 2,9, henholdsvis 2,6 pct. af BNP.

Arbejdsmarked

Beskæftigelsen steg ifølge det foreløbige nationalregnskab med 0,2 pct. fra 3. til 4. kvartal efter sæsonkorrektur. Fremgangen fordelte sig med 2.200 flere beskæftigede i den private sektor og 3.600 flere i den offentlige. Det er første gang siden midten af 2010, at den offentlige beskæftigelse er steget, og den forventes at stige moderat gennem hele prognoseperioden, mens det først bliver tilfældet i den private sektor fra 2014 i takt med, at aktiviteten øges.

Bruttoledigheden har ligget stort set fladt siden begyndelsen af 2010. Det er sket på et niveau noget lavere end forud for overophedningen i årene 2006-08, jf. figur 23. I januar 2013 var bruttoledigheden 160.200 personer, svarende til 6,0 pct. af arbejdsstyrken. Det var 3.100 personer færre end i december. Bruttoledigheden består af antal modtagere af dagpenge og arbejdsmarkedsparete kontanthjælpsmodtagere. Sidstnævnte inkluderer personer på den nyoprettede uddannelsesyndelse, der er målrettet personer, som opbruger deres dagpengere i løbet af 1. halvår 2013. Som vedtaget i genopretningsaftalen fra sommeren 2010,



Anm.: Sæsonkorrigerede data. Beskæftigelse ifølge nationalregnskabet. Seneste observation er 4. kvartal 2012 for beskæftigelsen og januar 2013 for ledigheden.

Kilde: Danmarks Statistik.

er dagpengeperioden reduceret til to år mod før fire år. Den kortere dagpengeperiode vil bevirke en lavere strukturel ledighed.

Ledigheden ventes at stige svagt i de kommende kvartaler, hvorefter den fra midten af 2014 reduceres i takt med den ventede fremgang i økonomien.

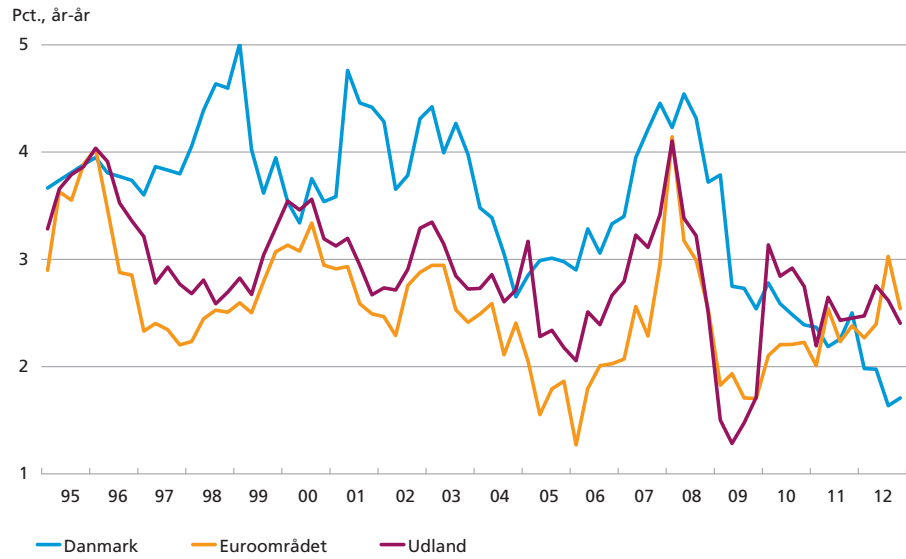
I vurderingen af kapacitetspresset i økonomien anvendes ofte et mål for produktionsgab. Det angiver, hvor meget den faktiske produktion ligger over den potentielle produktion, som betegner det produktionsniveau, økonomien kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres. Nationalbanken vurderer det aktuelle produktionsgab til at være omkring $-2\frac{1}{2}$ pct. af potentielt BNP. Det afspejler, at produktiviteten og arbejdsstyrken ligger under deres strukturelle niveauer, og at den faktiske nettoledighed ligger omkring 15.000 personer over den strukturelle. I prognoseperioden reduceres produktionsgabets størrelse gradvist, men det skønnes ikke at være helt lukket ved udgangen af 2015. Indsnævringen af produktionsgabets størrelse ventes i første omgang at ske ved, at produktiviteten løftes mod sit strukturelle niveau.

Løn

Lønnen i den private sektor steg i både 3. og 4. kvartal 2012 1,4 pct. år til år. Lønstigningstakten har generelt været faldende siden 2008.

LØNUDVIKLING I INDUSTRIEN I DANMARK OG UDLANDET

Figur 24



Anm.: Lønudviklingen i euroområdet og udland er beregnet med vægtene fra den reale effektive kronekurs.
Kilde: Danmarks Statistik, Dansk Arbejdsgiverforening, OECD og egne beregninger.

Inden for de konkurrenceudsatte fremstillingserhverv steg den årlige lønstigningstakt i 4. kvartal lidt til 1,7 pct. Lønningerne hos Danmarks samhandelspartnere sammenevejet med vægtene i kronekursindekset steg i 4. kvartal 2,4 pct. år til år. De danske lønstigninger har dermed i hele 2012 ligget under de udenlandske, jf. figur 24. Det følger imidlertid efter en lang årrække, hvor det omvendte var tilfældet, og hvor der i visse perioder var en markant højere lønstigningstakt i Danmark. Da de danske merlønstigninger ikke havde bund i stærkere produktivitet-sudvikling end i udlandet, førte det til en tydelig forværring af lønkonkurrenceevnen.

I det offentlige steg lønnen i 4. kvartal 2,3 pct. år til år. Det dækkede over årstigninger på 1,8 pct. i staten og 2,4 pct. i regionerne og kommunerne. De offentlige lønninger er i 2012 generelt vokset mere end de private, hvilket bl.a. medfører, at reguleringsordningen trækker de offentlige lønstigninger ned i 2013. De nye aftaler om 2-årige overenskomster på det offentlige område, der skal træde i kraft 1. april 2013, indeholder også moderate lønstigninger.

I prognosen ventes lønstigningerne at forblive afdæmpede. Det sker med afsæt i det lave pres på arbejdsmarkedet og de gældende overenskomster på LO/DA-området, der løber frem til foråret 2014. I år ventes de årlige lønstigninger at blive 2,1 pct. stigende til 2,7 pct. i 2015.

Priser

Årstilligningen i HICP var i januar og februar 1,0 pct., jf. tabel 3. Det var betydeligt lavere end i december 2012, hvor HICP-inflationen var 1,9 pct., jf. figur 25. Knap halvdelen af faldet kan henføres til mindre bidrag fra afgifter, bl.a. som følge af, at fedtafgiften blev afskaffet ved årsskiftet. Dertil blev HICP-inflationen også trukket ned af prisfald på forsikringer samt lavere prisstigninger på bankgebyrer end for et år siden.

Kerneinflationen, der ser bort fra prisudviklingen på fødevarer og energi, var i februar 0,7 pct. mod 0,4 pct. i januar og 1,6 pct. i december. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, som afspejler udviklingen i lønninger og avancer, faldt også kraftigt i januar til -0,4 pct. og var kun svagt positiv i februar. Det viser, at årsagen til den svage prisudvikling i begyndelsen af 2013 skal findes på det danske marked og ikke i ændret udvikling i importpriserne eller de administrerede priser.

Prisindekset for indenlandsk vareforsyning, engrosprisindekset, belyser prisudviklingen i første omsætningsled og opgøres uden afgifter. Det lå i februar 1,1 pct. over niveauet et år før, hvilket var noget lavere end årstilligningstakten på 2,9 pct. i december. Årstilligningen i februar var primært drevet af højere priser på fødevarerprodukter.

Samlet set er der kun et svagt underliggende inflationspres i den danske økonomi. Med afsæt heri ventes årstilligningen i HICP at blive 1,3 pct. i år og i underkanten af 2 pct. i 2014 og 2015.

Erhvervsinvesteringerne i de senere år

Erhvervenes investeringer faldt brat under det økonomiske tilbageslag i 2008-09, og deres andel af bruttoværditilvæksten, BVT, har siden ligget

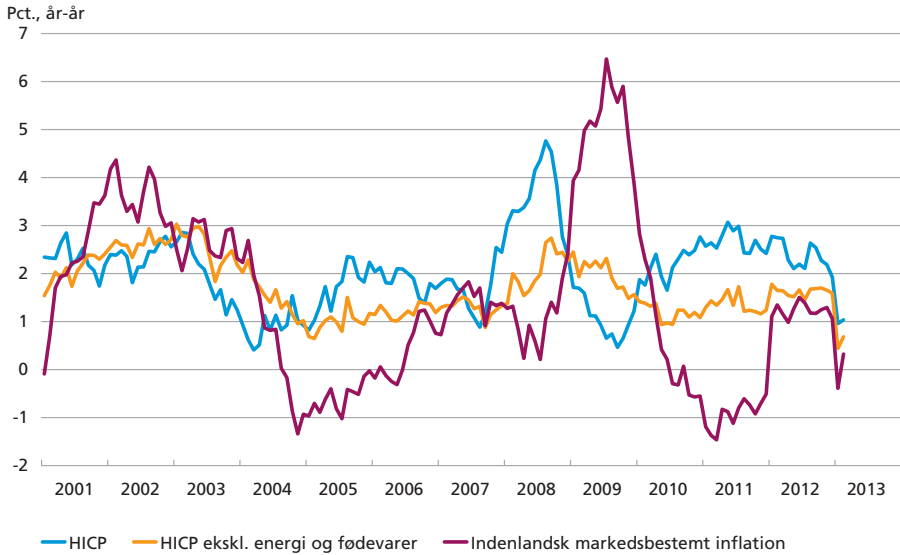
FORBRUGERPRISER						Tabel 3					
Pct., år-år	Vægt ¹	2012	2013	2014	2015	2012/13					
						4.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	feb.	mar.	apr.
HICP		2,4	1,3	1,9	1,8	2,1	1,1	1,3	1,0	1,0	1,2
Nettoprisindeks ..	100	1,9	1,4	1,9	1,7	1,8	1,2	1,5	1,2	1,1	1,4
Eksogene:											
Energi	7,6	3,2	0,7	-1,1	-1,6	1,5	0,0	3,5	1,8	-1,4	1,9
Fødevarer	13,7	2,5	2,9	2,5	2,5	2,8	3,1	2,9	2,4	2,7	3,2
Adm. priser	4,5	2,3	2,4	2,0	2,4	2,4	2,8	2,5	2,6	2,7	3,1
Husleje	22,3	2,6	2,2	2,6	2,2	2,6	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Ekskl. eksogene ..	51,9	1,1	0,7	1,9	1,7	1,2	0,2	0,4	0,3	0,4	0,4
Import	14,7	0,8	0,6	1,6	1,4	1,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2
IMI	37,2	1,2	0,7	2,0	1,8	1,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5

Anm.: Seneste faktiske tal er februar 2013.

¹ Vægt i nettoprisindekset, pct.

PRISUDVIKLING

Figur 25



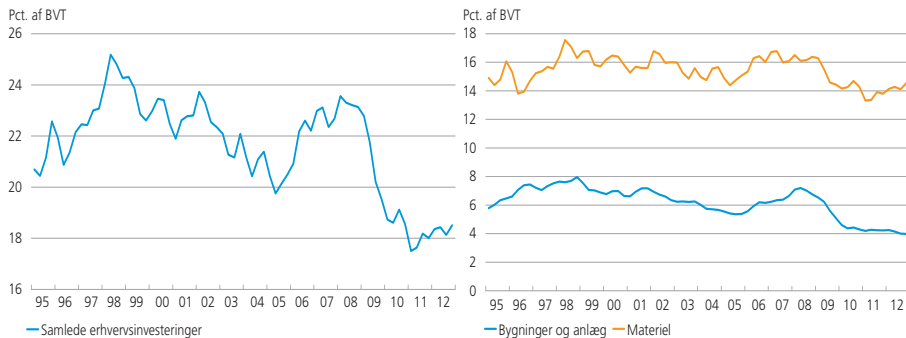
Anm.: HICP er det EU-harmoniserede prisindeks.

Kilde: Danmarks Statistik.

under gennemsnittet for de sidste par årtier, jf. figur 26 (venstre). Faldet vedrørte erhvervenes investeringer i såvel materiel som bygninger og anlæg, men efterfølgende har der været en tydelig forskel i udviklingen, jf. figur 26 (højre). Investeringskvoten for bygninger og anlæg har fortsat den nedadgående tendens siden slutningen af 1990'erne og lå i 2012 på et lavt niveau. Omvendt er investeringskvoten for materiel steget de sidste par år og lå i slutningen af 2012 kun lidt lavere end sit gennemsnit siden 1995.

INVESTERINGSKVOTE FOR ERHVERVENES SAMLEDE INVESTERINGER OG OPDELT PÅ MATERIEL SAMT BYGNINGER OG ANLÆG

Figur 26

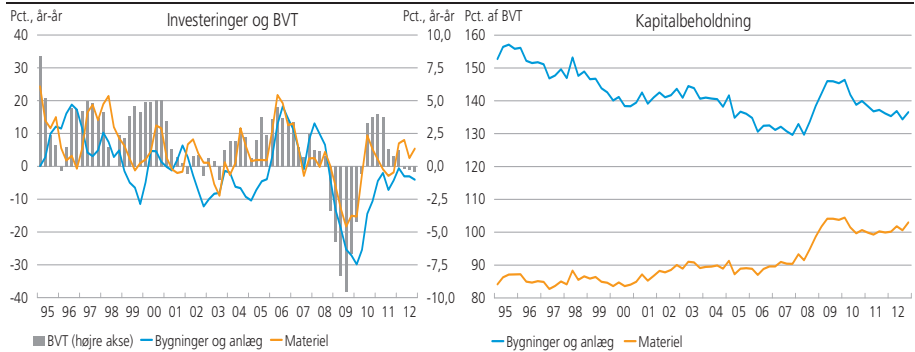


Anm.: Serie er vist som 2 kvartalers glidende gennemsnit. BVT er bruttoværditilvæksten.

Kilde: Danmarks Statistik.

**INVESTERINGER I OG KAPITALBEHOLDNINGER AF MATERIEL SAMT
BYGNINGER OG ANLÆG**

Figur 27



Anm.: Serierne er opgjort i kædede værdier i 2005-kroner. I venstre figur er de årlige vækstrater vist som 2 kvartalers glidende gennemsnit. BVT er bruttoværditilvæksten.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det er normalt, at erhvervsinvesteringerne er meget følsomme over for konjunkturerne, jf. figur 27 (venstre). I overensstemmelse hermed begyndte materielinvesteringerne igen at vokse i 2010, da der atter var fremgang i aktiviteten. De seneste par kvartalers moderate vækst i materielinvesteringerne skal ses sammen med den meget svage aktivitetsudvikling. Byggeinvesteringerne er imidlertid fortsat med at falde, om end der har været en vis udfladning.

At investeringerne øges i materiel før end i bygninger og anlæg var også tilfældet under opsvinget i 2000'erne. Det understreger, at virksomhedernes kapacitet under et opsving relativt hurtigt og effektivt kan øges gennem nye maskiner og teknologi. Desuden vil der i begyndelsen af et opsving normalt være en del ledige erhvervslokaler, som uden store investeringer kan tages i brug. I takt med at disse muligheder udtømmes, vil det blive mere attraktivt at investere i bygninger og anlæg. Byggeprojekter tager desuden tid at planlægge, hvilket giver en yderligere forsinkelse i, hvornår investeringerne vil øges. Fremgangen i den økonomiske aktivitet har siden 2010 været relativt svag. Det synes derfor naturligt, at virksomhederne endnu ikke har øget deres bygningsinvesteringer.

Investeringerne øger kapitalbeholdningen, mens afskrivningerne som følge af nedslidning og forældelse trækker i modsat retning. Materielinvesteringerne har de seneste ti år været tilstrækkelige til at fastholde materielbeholdningens andel af BVT, jf. figur 27 (højre). Andelen steg dog i 2008 som følge af det voldsomme fald i BVT og er efterfølgende kun til dels reverseret.

De generelt lave investeringer i bygninger og anlæg siden 1995 har bevirket, at beholdningen heraf udgør en mindre andel af BVT. Dansk

erhvervsliv har dermed bevæget sig mod en mindre bygningsintensiv produktion. Det skyldes i høj grad tjenesteerhvervene, hvor bygningsbeholdningens andel af BVT har været vigende, mens den har været omtrent uændret inden for fremstillingserhvervene. Tjenesteerhvervene fylder samtidig mere i økonomien. Det har lagt en strukturel dæmper på bygningsinvesteringerne, og deres faldende andel af BVT skal ses i det lys.

Økonomisk politik

Udgangspunktet for fremgang i dansk økonomi er til stede. Der er robuste overskud på betalingsbalancen, og den underliggende stilling på de offentlige finanser vil i år komme tæt på balance. Der er et vist negativt produktionsgab, som er på vej til at blive lukket i de kommende år, og ledigheden er trods stigningen under det økonomiske tilbageslag moderat og kun lidt over det strukturelle niveau. Lave lønstigninger har desuden bidraget til at forbedre konkurrenceevnen.

Regeringen har fremlagt forslag til reformer af SU og kontanthjælp samt sin Vækstplan DK. De rummer strukturelle forbedringer af potentialet for vækst, beskæftigelse og investeringer. Det er vigtigt fortsat at fastholde reformsporet.

Vækstplan DK tager udgangspunkt i, at EU-henstillingen om uforholdsmæssigt store budgetunderskud skal overholdes. Regeringen lægger op til lavere vækstrater i det offentlige forbrug. Det vil kræve skarpe prioriteringer og er vigtigt af hensyn til statsfinanserne. Det vil også redressere noget af det markante løft i de offentlige udgifters andel af økonomien, som skete i forbindelse med det økonomiske tilbageslag i 2008-09.

I Vækstplan DK er en række af initiativerne i år og de kommende år rettet mod byggeriet. Det er tidligere set, at mangel på arbejdskraft inden for byggeriet kan drive lønningerne op i andre erhverv, herunder de udlandskonkurrerende fremstillingserhverv. Samtidig giver det store private opsparringsoverskud et betydeligt potentiale for højere indenlandsk efterspørgsel. Det er ikke muligt at forudsige præcist, hvornår det materialiserer sig, men en vending kan blive mærkbar. Det vil være afgørende for udviklingen mange år fremover, at en sådan konjunkturvending håndteres med omhu. Det gælder ikke mindst, hvis aktiviteten øges i en situation, hvor renten forbliver meget lav.

I EU-regi arbejdes der med etablering af en bankunion. Formålet er at forebygge finansielle kriser og begrænse konsekvenserne, hvis en krise alligevel skulle opstå. Nationalbanken støtter den overordnede vision om en bankunion, som giver god mening i et integreret finansielt marked som EU.

I første omgang har fokus været på etablering af et fælles tilsyn. EU-lande, der ikke deltager i euroen, vil kunne indgå i det fælles tilsyn på vilkår, der på en rimelig måde tager højde for forskellene til euro-landene. Det vil være i dansk interesse at deltage i sådan et samarbejde, og at der holdes et højt ambitionsniveau i EU for udviklingen af krisehåndteringsdirektivet, en troværdig krisehåndteringsmekanisme for nødlidende banker og formentlig på længere sigt også en etablering af en fælles indskydergarantiordning.

Herhjemme har vi allerede afviklingsmekanisme, som har vist sig at virke, og Danmark har bevaret sin høje kreditværdighed gennem hele krisen. Det er vigtigt, at der skabes en fælles europæisk ramme for afvikling af banker.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 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 år og lidt stærkere næste år. I euroområdet forventes væksten i år at blive negativ. Væksten hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere, bl.a. Tyskland og Sverige, vurderes dog at blive positiv i år. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med 3,9 pct. i år stigende til over 6 pct. i 2014 og 2015, jf. tabel 4.

De svage vækstudsigter betyder, at de udenlandske priser ventes at stige ganske beskedent. Det samme gælder for prisudviklingen på eksportmarkedet. Lønnen i udlandet skønnes kun at stige moderat gennem fremskrivningsperioden som følge af, at arbejdsmarkedene fortsat er svage 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 lå i begyndelsen af marts 2013 lige under 0 pct. og ventes at falde svagt i år, hvorefter der følger en mindre stigning i 2014.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den var i begyndelsen af marts 1,5 pct. og ventes at stige til 2,7 pct. i slutningen af 2015.

Den effektive kronekurs er styrket siden midten af august, om end der har været en mindre svækkelse siden begyndelsen af februar. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra primo marts.

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse på 111 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så den falder til 96 dollar pr. tønde i slutningen af 2015.

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

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i fremskrivningen tager udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik, herunder finansloven for 2013, de kommunale og regionale budgetter for 2013 samt aftalen mellem KL og regeringen om, at kommunerne i år kan omprioritere op til 2 mia. kr. fra service- til anlægsudgifter. Regeringens fremlagte Vækstplan DK er ikke indarbejdet i prognosen.

Beregningsteknisk antages det, at muligheden for i år at betale skat af eksisterende kapitalpensioner til reduceret skattesats giver 40 mia. kr. i fremrykket skatteprovenu. Regeringens forslag om at forlænge muligheden til også at gælde i 2014 er ikke indarbejdet i prognosen.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,0 pct. og 0,8 pct. i 2014 og 2015. De offentlige investeringer ventes at falde i år og næste år.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER Tabel 4

	2012	2013	2014	2015
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	1,8	3,9	6,2	6,3
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	0,9	1,2	0,8	0,4
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	1,1	1,2	0,8	0,4
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,6	2,1	2,3	2,6
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,1	-0,1	0,0	0,1
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. .	1,7	1,7	2,1	2,6
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	100,6	101,5	101,5	101,5
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,8	5,7	5,7	5,7
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	111,6	108,7	101,6	97,5
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,5	1,0	0,8	0,8
Offentlige investeringer, pct. år-år	10,6	-8,8	-4,8	0,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	828	834	839	843

¹ Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Den skønnede BNP-vækst er revideret mærkbart ned i år og marginalt ned i 2014 i forhold til december-prognosen. Det fremgår af tabel 5, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

Det lavere væksts-køn for 2013 (0,5 procentpoint) dækker bl.a. over, at Danmarks Statistik har opgjort et uventet stort fald i BNP i 4. kvartal 2012. Det har medført, at årsvæksten i 2012 blev 0,2 procentpoint lavere end skønnet i Nationalbankens december-prognose, og giver samtidig et ringere udgangspunkt for 2013, som trækker i retning af lavere vækst i år, når den sammenholdes med 2012 under ét. Denne effekt indgår under posten "Andre faktorer". Hertil kommer, at euroen og dermed kronen siden december er styrket over for valutaerne i de lande, vi handler med. Det gør danske varer dyrere i lande uden for euroområdet, hvilket svækker eksporten, samtidig med at importen øges på bekostning af danske varer. Det mindsker BNP-væksten både i år og i 2014. Efterspørgslen på eksportmarkedet har et lidt ændret forløb gennem 2012-13, hvilket har møbleret marginalt rundt på væksten mellem årene – det underliggende forløb er omtrent uændret i forhold til december-prognosen.

Stigningerne i forbrugerpriserne (HICP) er nedrevideret med 0,4 procentpoint til 1,3 pct. i år. Revisionen skyldes et uventet stort fald i inflationstakten i januar, som altovervejende kan tilskrives lavere vækst i lønudgifter og avancer. Virksomhederne ventes at retablere deres avancer i de kommende kvartaler, hvilket bidrager til, at den ventede inflation i 2014 er opjusteret marginalt fra 1,8 til 1,9 pct.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE Tabel 5

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Prognose fra december 2012	-0,4	1,3	1,8	2,4	1,7	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,3	0,1
Denne prognose	-0,6	0,8	1,7	2,4	1,3	1,9

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

Lange rentespænd over for Tyskland

Kim Abildgren, Lars Risbjerg og Casper Ristorp Thomsen, Økonomisk Afdeling, David Altenhofen og Jane Lee Lohff, Handelsafdelingen, og Nicolaj Hamann Christensen, Jacob Wellendorph Ejsing, Signe Skovgaard Hansen og Susanne Hougaard Thamsborg, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I årene op til introduktionen af euroen blev rentespændene mellem statsobligationer fra landene i euroområdet stort set elimineret. Indsnævringen af rentespændene fandt sted på trods af, at der stadig var betydelige forskelle mellem størrelsen af landenes statsgæld og makroøkonomiske ubalancer. Med de senere års gældskrise i visse europæiske lande er der igen kommet fokus på kreditrisiko i prissætningen af statsobligationer fra forskellige lande.

Rentespænd på tværs af lande afspejler forskelle i de kredit-, likviditets- og valutakursrisici, der opfattes som værende forbundet med investering i de pågældende statsobligationer. Størrelsen af rentespændene afhænger dels af den historiske og forventede fremtidige udvikling i landenes fundamentale makroøkonomiske forhold, dels af mere markedsmæssige og institutionelle faktorer såsom markedsindretning, regulering og andre politiske initiativer, investoradfærd og smitteeffekter, jf. figur 1.

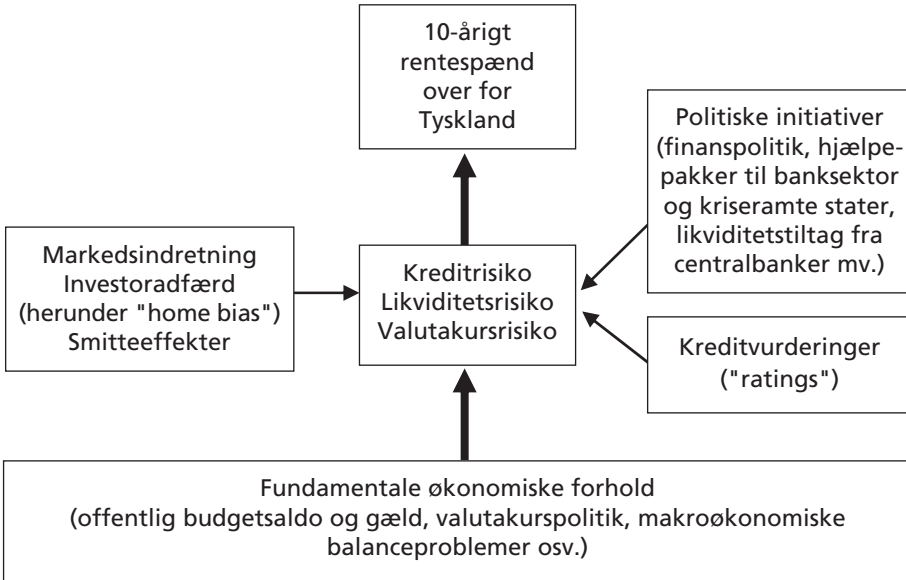
I del 2 af denne Kvartalsoversigt bringes fire analyser¹, som komplementerer hinanden ved at sætte fokus på forskellige faktorer, der bestemmer udviklingen i lange statslige rentespænd på tværs af lande på kortere og længere sigt. I denne oversigtsartikel gives et ikke-teknisk sammendrag af artiklernes vigtigste resultater og konklusioner.

Analysen viser, at et land med sunde offentlige finanser og styr på de makroøkonomiske balancer har lavere lange renter end lande med stor offentlig gæld og makroøkonomiske ubalancer. Det understreger, at en konsolidering af de offentlige finanser og adressering af makroøkonomiske ubalancer er vigtigt for at få et lavt statsrentespænd over for Tyskland i de europæiske lande, som de senere år har været ramt af gældskrise.

¹ Analyserne har draget fordel af indlæg og diskussioner på konferencen "The European Sovereign Debt Crisis: Background and Perspectives", som blev afholdt i København af UC Santa Cruz, Copenhagen Business School og Danmarks Nationalbank den 13.-14. april 2012. Papirerne fra konferencen kan ses på følgende hjemmeside: <https://conference.cbs.dk/index.php/crisis/crisis/index>.

FAKTORER SOM PÅVIRKER 10-ÅRIGE RENTESPÆND

Figur 1



Analysen viser dog også, at statsrentespænd langt fra altid kan forklares alene ved fundamentaløkonomiske forhold. I årene op til og efter indførelsen af euroen blev de lange rentespænd over for Tyskland for flere sydeuropæiske lande indsnævret til et meget lavt niveau, der klart lå under det niveau, som de realøkonomiske forhold ifølge de estimerede modeller tilsagde. Der var i markedet ikke fokus på de makroøkonomiske balanceproblemer, der blev opbygget i de lande, som senere blev hårdt ramt af gældskrisen.

Omvendt har rentespændet til Tyskland under de seneste års statsgældskrise for visse af de kriseramte lande ligget over det spænd, som kan forklares fra fundamentaløkonomiske forhold. Det indikerer, at mere markedsmæssige og institutionelle faktorer i visse perioder har præget udviklingen i rentespændene.

Analysen indikerer endvidere, at der har været tale om smitteeffekter på tværs af eurolandene, så rentestigninger hos de mest gældsplagede lande har forplantet sig i højere renter hos andre lande med høj statsgæld. Det har gjort det vanskeligt for de gældsplagede lande at opnå markedsfinansiering på et holdbart niveau, hvilket er baggrunden for de internationale finansielle sikkerhedsnet, som er blevet etableret som led i håndteringen af gældskrisen. Det drejer sig dels om de europæiske støttefaciliteter (EFSF, European Financial Stability Facility, og ESM, European Stability Mechanism), dels om udlån fra IMF.

I analyserne i denne artikel fokuseres på de realøkonomiske faktorer, som er afgørende for det 10-årige rentespænd over for Tyskland for udvalgte europæiske lande. I boks 1 er nærmere diskuteret, hvilke realøkonomiske faktorer der principielt set bestemmer niveauet for den lange tyske statsobligationsrente. Som det fremgår, er det især den øko-

HVILKE REALØKONOMISKE FAKTORER BESTEMMER NIVEAUET FOR DEN LANGE TYSKE STATSOBLIGATIONSRENTE?

Boks 1

Den lange tyske statsobligationsrente kan betragtes som sammensat af to elementer:

- (a) Den lange risikofrie rente.
- (b) En præmie for de kredit- og likviditetsrisici, som investorerne opfatter som værende knyttet til obligationer udstedt af den tyske stat.

Ad (a): Den lange risikofrie rente

Ifølge den såkaldte forventningshypotese kan den lange risikofrie rente opgøres som et gennemsnit af de forventede fremtidige korte risikofrie renter over den relevante horisont tillagt en præmie, som afspejler usikkerheden om udviklingen i de fremtidige korte risikofrie renter i den givne periode.

Den korte risikofrie rente kan igen opfattes som bestående af to dele: En inflationsdel og en realrentedel. For lande i euroområdet kan inflationsdelen i praksis sættes lig ECB's målsætning om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. p.a. Realrentedelen vil ifølge økonomisk vækstteori svare til realvæksten i det potentielle bruttonationalprodukt, BNP, tillagt en tidspræferencepræmie (der som regel er beskedent). Tidspræferencepræmien afhænger af husholdningernes vilje til at substituere mellem nuværende og fremtidigt forbrug. Summen af inflations- og realrentedelen svarer approksimativt til økonomiens nominelle potentielle vækstrate.

Præmien for usikkerheden omkring den fremtidige udvikling i den korte risikofrie rente afspejler for det første inflationsrisiko og dermed troværdigheden af ECB's pengepolitik. For det andet afspejler den usikkerhed omkring den fremtidige realvækst i det potentielle BNP, der fx påvirkes af teknologiske fremskridt og ibrugtagning af ny teknologi.

Ad (b): Præmie for kredit- og likviditetsrisici

Kreditrisikoen på tyske statsobligationer er risikoen for, at den tyske stat ikke honorerer sine betalingsforpligtelser. Kreditrisikoen vil afhænge af niveauet for statsgæld og de forventede fremtidige budgetunderskud i Tyskland. Makroøkonomiske balanceproblemer (fx store betalingsbalanceunderskud) kan være en indikator for fremtidige budgetunderskud, idet makroøkonomiske balanceproblemer risikerer at føre til fremtidige offentlige udgifter.

Likviditetsrisiko er risikoen for, at obligationerne ikke kan afhændes uden væsentlige omkostninger og værditab. Det er vanskeligt at pege på realøkonomiske faktorer, som er afgørende for likviditetsrisici, men den absolutte størrelse af den tyske statsgæld kan være en indikator: Jo større et obligationsmarked, desto bedre muligheder er der alt andet lige for at kunne handle papirer uden væsentlig kurspåvirkning.

Sammenfattende er det primært den økonomiske vækst, troværdigheden omkring ECB's pengepolitik og opfattelsen af holdbarheden af de offentlige finanser i Tyskland, som er afgørende for niveauet for de lange statsobligationsrenter i Tyskland.

nomiske vækst, troværdigheden omkring ECB's pengepolitik og opfattelsen af holdbarheden af de offentlige finanser i Tyskland, som er afgørende for niveauet af de lange statsobligationsrenter i Tyskland.

FUNDAMENTALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

Under frie kapitalbevægelser afhænger det lange nominelle rentespænd mellem statsobligationer fra to lande af, hvordan investorerne oplever forskellene i obligationernes kreditrisiko (dvs. risikoen for, at udsteder ikke honorerer sine betalingsforpligtelser), likviditetsrisiko (dvs. hvor let obligationerne kan afhændes uden væsentlige omkostninger og værditab) og valutakursrisiko (såfremt obligationerne er denomineret i forskellige valutaer). På sigt vil disse faktorer i høj grad være bestemt af forskelle i de fundamentale økonomiske forhold mellem landene, fx forskelle i omfanget af landenes offentlige gæld og makroøkonomiske balanceproblemer.

I Abildgren og Thomsen (2013) analyseres, hvorledes udviklingen i ti landes 10-årige rentespænd over for Tyskland hænger sammen med fundamentaløkonomiske forhold siden begyndelsen af 1990'erne.

Analysen viser, at jo højere et lands offentlige budgetunderskud og gæld i procent af BNP er sammenlignet med Tyskland, desto højere et rentespænd vil landet have over for Tyskland. En stigning i betalingsbalanceunderskuddet i procent af BNP opgjort relativt til Tyskland øger ligeledes rentespændet.

På baggrund af en af analysens regressionsmodeller kan man estimere de lange rentespænd over for Tyskland, som historisk ville have været gældende, såfremt rentespændene udelukkende blev bestemt af offentlig budgetunderskud og gæld samt (før euroen) bilateral valutakursudvikling over for Tyskland. Disse estimerede rentespænd over for Tyskland er sammenholdt med de faktiske rentespænd i figur 2 og 3.

For de sydeuropæiske lande ses en klar tendens til, at det faktiske rentespænd lå under det estimerede rentespænd i årene fra slutningen af 1990'erne og frem til udbruddet af de senere års gældskrise. I perioden op til introduktionen af euroen blev rentespændene mellem landene i euroområdet stort set elimineret, selv om der stadig var betydelige forskelle mellem landene med hensyn til holdbarheden af de enkelte landes offentlige finanser og en kraftig forværring af betalingsbalancen i visse lande. Der var i markedet ikke fokus på de makroøkonomiske balanceproblemer, der blev opbygget i de lande, som senere blev hårdt ramt af gældskrisen.

Omvendt har de sydeuropæiske landes rentespænd over for Tyskland under de seneste års krise ligget over det spænd, som kan estimeres ud

**ESTIMERET OG FAKTISK RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND – LANDE
HÅRDT RAMT AF GÆLDSKRISE**

Figur 2



Anm.: De estimerede spænd er beregnet på baggrund af en regressionsmodel, hvor der som indikatorer for kreditrisiko anvendes offentlige budgetunderskud i procent af BNP samt størrelsen på den offentlige bruttogæld året før i procent af BNP. Såvel budgetunderskud som bruttogæld er opgjort relativt til Tyskland, fx som offentligt budgetunderskud i Irland i procent af BNP fratrukket offentligt budgetunderskud i Tyskland i procent af BNP. Som en indikator for valutakursrisikoen anvendes for perioden 1991-98 ændringen i den bilaterale valutakurs over for Tyskland i forhold til året før.

Kilde: Abildgren og Thomsen (2013).

fra fundamentaløkonomiske forhold. Det skyldes, at mere markedsmæssige og institutionelle faktorer – herunder smitteeffekter og risikoen for visse landes udtræden af euroen – har haft indflydelse på udviklingen i rentespændene. Usikkerhed om banksektorens styrke kan ligeledes have bidraget til de senere års forskel mellem de faktiske og de estimerede rentespænd. Internationale studier på området viser endvidere, at betydningen af offentlige budgetunderskud og gæld varierer over tid, og at orden i de offentlige finanser har ekstra stor betydning for staternes låneomkostninger i krisetider (såkaldte "ikke-lineariteter").

I figur 2 kan det endvidere bemærkes, at det faktiske rentespænd for Italien, Spanien og Portugal også lå over det estimerede i begyndelsen af 1990'erne. Det viser, at der ligeledes var elementer af "ikke-lineariteter" såsom smitte og spekulation bag udviklingen på de finansielle markeder under ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne.

For en række af de mindre europæiske kernelande, såsom Danmark, Holland og Belgien, lå det faktiske rentespænd over det estimerede ren-

ESTIMERET OG FAKTISK RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND – ØVRIGE LANDE

Figur 3



Anm: De estimerede spænd er beregnet på baggrund af en regressionsmodel, hvor der som indikatorer for kreditrisiko anvendes offentlige budgetunderskud i procent af BNP samt størrelsen på den offentlige bruttogæld året før i procent af BNP. Såvel budgetunderskud som bruttogæld er opgjort relativt til Tyskland, fx som offentligt budgetunderskud i Danmark i procent af BNP fratrukket offentligt budgetunderskud i Tyskland i procent af BNP. Som en indikator for valutakursrisikoen anvendes for perioden 1991-98 ændringen i den bilaterale valutakurs over for Tyskland i forhold til året før.

Kilde: Abildgren og Thomsen (2013).

tespænd gennem det meste af 2000'erne. Det skal ses i lyset af, at de estimerede rentespænd kun indeholder indikatorer for kredit- og valutakursrisiko som forklarende variable, mens der ikke er medtaget mål for likviditeten af landenes obligationsmarkeder. Alt andet lige må der formodes at være en mindre grad af likviditet i små landes obligationsmarkeder end i et stort obligationsmarked som det tyske. Det understøt-

tes ligeledes af, at tyske statsobligationer stadig betragtes som "benchmark" i Europa selv efter indførelsen af euroen.

For Danmarks vedkommende kan det ligeledes spille ind, at landet på trods af en konsekvent fastkurspolitik over for euroen stadig har sin egen valuta med deraf afledt risikopræmie i renten. Det bevirker, at det danske rentespænd over for Tyskland normalt er positivt og alt andet lige tenderer til at være højere, end de realøkonomiske forhold i form af offentlig gæld og budgetunderskud tilsiger.

Endelig kan forskellene mellem de faktiske og estimerede rentespænd afspejle forskelle mellem landene med hensyn til indenlandske investorerers præferencer for indenlandske statspapirer ("home bias"). For Danmarks vedkommende kan en præference for indenlandske statspapirer fx afspejle, at danske pensionskassers forpligtelser er i danske kroner, hvorfor de har en tilskyndelse til at holde danske papirer.

KREDIT- OG LIKVIDITETSRISIKO UNDER KRISEN

Lange rentespænd på tværs af lande kan opdeles i forskellige elementer, for rentespænd mellem eurolande primært kredit- og likviditetsspænd. Kreditspændet skal kompensere investoren for risikoen for, at udsteder ikke kan eller vil honorere sine betalingsforpligtelser. Likviditetsspændet er en kompensation for risikoen for, at obligationen ikke kan afhændes uden væsentlige omkostninger og værditab.

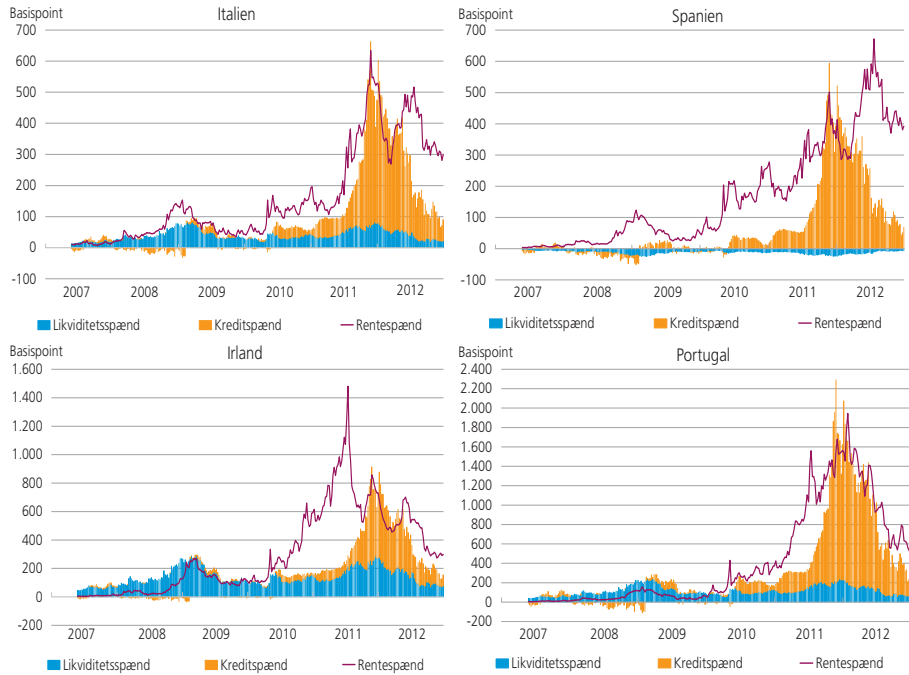
Som belyst ovenfor afspejler rentespændet mellem eurolande forskelle i fundamentaløkonomiske forhold i de lande, som har udstedt obligationerne. I Christensen og Ejsing (2013) tages imidlertid direkte udgangspunkt i indikatorer for kredit- og likviditetsspænd i rentespændene. På basis heraf belyses, i hvilket omfang rentespændene i løbet af de senere års krise er blevet drevet af kredit- og likviditetsrisici, jf. figur 4 og 5.

I perioden efter Lehman Brothers' konkurs kunne de højere rentespænd primært henføres til et udvidet likviditetsspænd, mens rentespændudvidelserne under den europæiske gældskrise også havde basis i et højere kreditspænd. Der er forskel på, hvilke effekter der har haft størst betydning for udviklingen i de enkelte landes rentespænd. For de lande, som har været hårdest ramt af gældskrisen, har udvidelser i kreditspænd spillet den største rolle, mens likviditetsspænd har været relativt vigtigere for lande med lave rentespænd.

For Danmark har udviklingen dog været anderledes, da det lange rentespænd mellem Danmark og Tyskland i perioder har været negativt under gældskrisen. Det kan skyldes, at øget usikkerhed om udviklingen i euroområdet og omkostningerne ved løsningen af gældskrisen har medført større efterspørgsel efter statspapirer med høj kreditværdighed, der

DEKOMPONERING AF RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND – LANDE HÅRDT RAMT AF GÆLDSKRISE

Figur 4



Anm.: 5-årige rentespænd. Kredit- og likviditetsspændene er estimeret på baggrund af en regressionsmodel, der som forklarende variable har henholdsvis en kreditfaktor (rentespændet mellem franske og tyske statsgaranterede obligationer) og en likviditetsfaktor (rentespændet mellem tyske statsgaranterede obligationer og tyske statsobligationer). Dekomponeringen summer ikke til det faktiske rentespænd, da der er uforklarede residualer i estimationen.

Kilde: Christensen og Ejsing (2013).

ikke er denomineret i euro. Danske statspapirer har den højest mulige kreditvurdering og har derfor været eftertragtede ("sikker havn"), hvilket forklarer kreditspændets negative bidrag til det danske rentespænd i figur 5. Det har resulteret i lavere danske renter og lavere låneomkostninger for den danske stat.

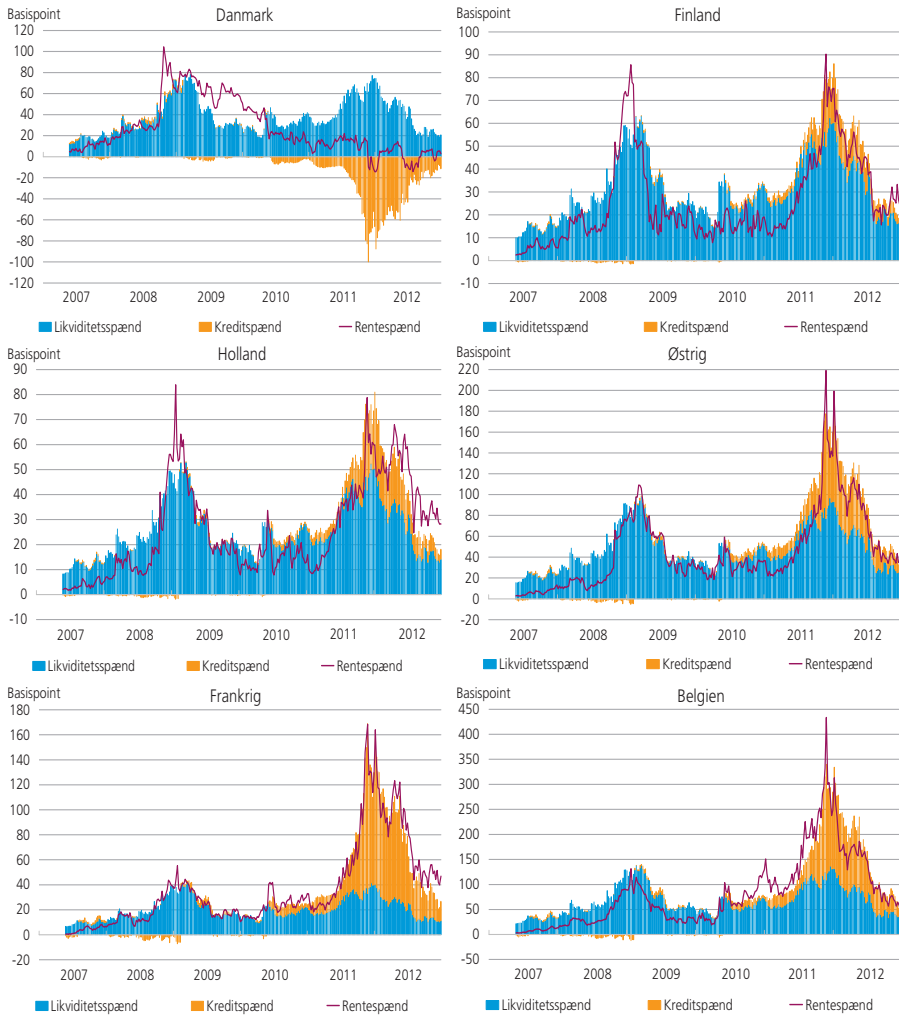
MARKEDSINDRETNING, INVESTORADFÆRD OG SMITTEEFFEKTER

Selv om rentespænd mellem statsobligationer på tværs af lande afspejler fundamentaløkonomiske forhold, kan mere markeds-mæssige forhold såsom markedsindretning og investoradfærd også bidrage til at reducere eller udvide rentespændet. I Altenhofen og Lohff (2013) foretages en nærmere belysning af, hvorledes markeds-mæssige forhold har haft indflydelse på rentespændet mellem udvalgte statsobligationer under de senere års statsgældskrise.

Værdien af en obligation afhænger bl.a. af, i hvilket omfang obligationen kan anvendes som sikkerhedsstillelse for lån. Forskellen mellem

DEKOMPONERING AF RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND – ØVRIGE LANDE

Figur 5



Anm.: 5-årige rentespænd. Kredit- og likviditetsspændene er estimeret på baggrund af en regressionsmodel, der som forklarende variable har henholdsvis en kreditfaktor (rentespændet mellem franske og tyske statsgaranterede obligationer) og en likviditetsfaktor (rentespændet mellem tyske statsgaranterede obligationer og tyske statsobligationer). Dekomponeringen summer ikke til det faktiske rentespænd, da der er uforklarede residualer i estimationen.

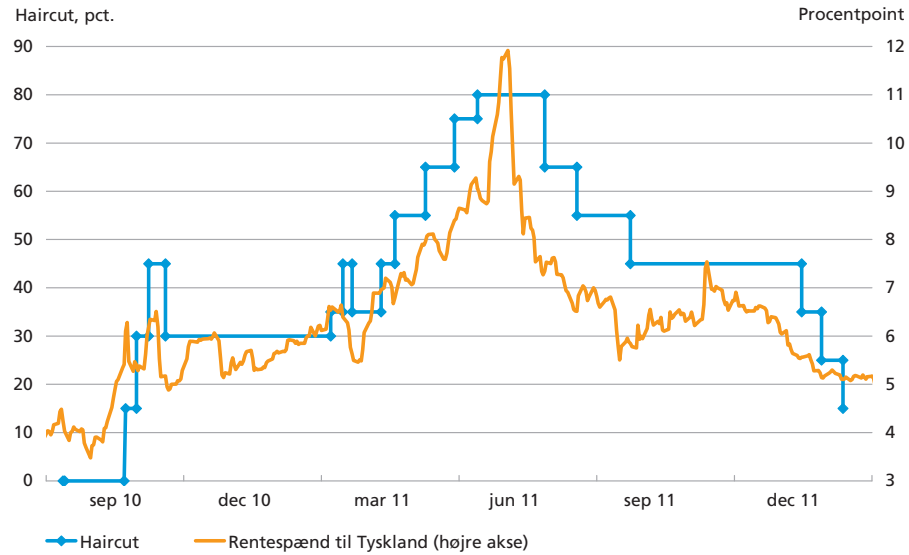
Kilde: Christensen og Ejsing (2013).

en obligations markedsværdi og dens værdi som sikkerhed kaldes "haircut". Haircut anvendes af såvel centralbanker som private markedsdeltagere og skal bidrage til at sikre långiver mod tab.

Under de senere års gældskrise har der fx været en tæt sammenhæng mellem irske statsobligationers værdi som sikkerhedsstilling for lån blandt private markedsdeltagere og det irske statsrentespænd over for Tyskland, jf. figur 6. Det samme var tilfældet for spanske statspapirer.

**EKSTRA HAIRCUT PÅ IRSKE STATSPAPIRER OG 10-ÅRIGT RENTESPÆND
OVER FOR TYSKLAND**

Figur 6



Anm.: Haircut i procent af beløbet på handel med irske statsobligationer hos LCH set i forhold til obligationer med højest kreditvurdering (AAA-benchmark).

Kilde: London Clearing House, LCH, og Bloomberg. LCH er en central modpart, som agerer mellemlid mellem låntager og långiver.

Som opfølgning på den finansielle krise er de internationale standarder for betalings- og afviklingssystemer ("finansielle infrastrukturer") blevet skærpet, jf. BIS (2012). Af de nye standarder fremgår det bl.a., at der bør fastsættes stabile og konservative haircuts, som tager højde for perioder med høj volatilitet i aktivpriserne. Det kan bidrage til fx at sikre, at øgede haircuts som følge af rentestigninger ikke er med til at presse renterne yderligere op ("procyklalitet").

Prisen på en obligation er ligeledes afhængig af, hvorvidt der kan foretages større handler i obligationsserien uden væsentlige omkostninger og værditab. Alt andet lige er investorer derfor villige til at betale højere priser for obligationer, som handles med lave spænd mellem købs- og salgspriser. Spændet mellem købs- og salgspriser blev under de senere års gældskrise udvidet markant i de lande, som har været hårdest ramt af krisen. Dermed blev markedernes evne til at absorbere store købs- og salgsordrer fra kunder svækket, hvilket kan have bidraget til større rentespænd på tværs af lande.

Analysen indikerer endvidere, at der under de senere års gældskrise kan have været tale om smitteeffekter og øget korrelation mellem obligationsrenter på tværs af de gældsplagede eurolande. Det har givet færre muligheder for at opnå diversifikationsgevinster i investorers obligationsporteføljer.

POLITISKE INITIATIVER OG KREDITVURDERINGER

I Hansen mfl. (2013) undersøges, hvordan annonceringer om en række udvalgte initiativer og begivenheder i kølvandet på finans- og gældskrisen har påvirket det 10-årige statsobligationsrentespænd til Tyskland for Danmark og udvalgte eurolande. Artiklen undersøger den samlede påvirkning på annonceringsdagen og dagen derefter.

Analysen viser bl.a., at annoncering af udvidelser af lånerammer og mandater for de europæiske finansielle sikkerhedsnet, EFSF og ESM, har reduceret det spanske og italienske rentespænd over for Tyskland. Annonceringer vedrørende ECB's opkøb af statsobligationer gav ligeledes den tilsigtede reduktion af rentespændene for Spanien og Italien.

Endvidere findes, at negative udmeldinger om kreditvurderinger generelt har øget rentespændene. Det tyder på, at udmeldingerne ikke har været fuldt ud indregnet i kurserne på statspapirmarkederne forud for annonceringerne.

Nationalbankens likviditetstiltag i form af ekstra lånefaciliteter og udvidelser af sikkerhedsgrundlaget for lån i Nationalbanken har primært været rettet mod pengeinstitutternes likviditet og funktionaliteten af pengemarkedet. Analysen finder en klar tendens til, at Nationalbankens likviditetstiltag har indsnævret spændet mellem de usikrede og sikrede pengemarkedsrenter i Danmark.

Den første danske bankpakke (Bankpakke 1) øgede statens forpligtelser i form af generelle garantier over for bankerne og gav en stigning i det 10-årige danske rentespænd over for Tyskland. Bankpakke 1 kom i en periode med urolige markedsforhold, hvor flere faktorer kan have påvirket rentespændet. Resultatet ligger dog på linje med dem, som findes i studier af effekterne af bankpakker i eurolandene.

LITTERATUR

Abildgren, Kim og Casper Ristorp Thomsen (2013), Makroøkonomiske faktorer bag udviklingen i lange rentespænd over for Tyskland, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Altenhofen, David og Jane Lee Lohff (2013), Markedsdynamik, friktioner og smitteeffekter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

BIS (2012), *Principles for financial market infrastructures*, april.

Christensen, Nicolaj Hamann og Jacob Wellendorph Ejsing (2013), Dekomponering af statsrentespænd i kredit- og likviditetselementer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Hansen, Signe Skovgaard, Lars Risbjerg og Susanne Hougaard Thamsborg (2013), Rentespænd og annoncering af politiske initiativer og kreditvurderinger, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Danmark som kreditornation

Jonas Staghøj, Økonomisk Afdeling og Jesper Jensen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Ved udgangen af 3. kvartal 2012 havde Danmark samlet set aktiver over for udlandet for 5.120 mia. kr., mens passiverne var på 4.531 mia. kr. Forskellen på 589 mia. kr. udgør danske husholdninger, virksomheder og offentlige sektors samlede nettoformue over for udlandet. Det svarer til 33 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, og formuen nærmer sig - med modsat fortegn - samme relative størrelse, som da udlandsgælden i midtfirserne toppede på 38 pct. af BNP. Dengang var den store udlandsgæld og det høje renteniveau en belastning for det danske samfund med betydelige rentebetalinger til udlandet. I dag er situationen en ganske anden med udlandsformue og et meget lavt renteniveau.

Vendingen skyldes et langvarigt overskud på betalingsbalancens løbende poster med baggrund i strukturelle forbedringer i den private opsparing og en betydelig reduktion af den samlede offentlige gæld. Værdireguleringer som følge af udsving i aktie- og obligationskurserne har ført til periodevise udsving i nettoformuen over for udlandet. Over en længere årrække har værdireguleringerne dog haft en tendens til at udligne hinanden.

Afkastet af nettoformuen forøger danskernes forbrugsmuligheder, og nettoformuen giver desuden Danmark et større økonomisk spillerum, uden at det går ud over tilliden fra de finansielle markeder. Under det kraftige tilbageslag siden 2008 har Danmark således haft mulighed for at føre en mere ekspansiv finanspolitik end de fleste andre lande. Det er imidlertid afgørende at holde fast i de opnåede forbedringer af opsparingsbalancerne, så det medfølgende lave rentespænd kan fastholdes.

Som kreditornation vil danskerne under ét have gavn af højere afkast på investeringer. Det gælder specielt for afkastet på direkte investeringer, hvor Danmark har en stor positiv nettoposition, som er baggrunden for en betydelig del af formueindkomsten. For de rentebærende investeringer har Danmark derimod stadig nettogæld til udlandet, og derfor vil en højere rente ikke isoleret set gavne danskernes formueindkomst fra udlandet. I 2011 og 2012 har Danmark dog modtaget positive nettorentebetalinger på trods af nettogælden. Det skyldes forskelle i sammensætningen af aktiver og passiver med hensyn til fx varighed og kreditrisiko.

En følsomhedsanalyse af rentebetalingerne indikerer, at en generel rentestigning på 1 procentpoint ikke umiddelbart vil ændre væsentligt på nettorentestrømmene, mens en asymmetrisk rentestigning, hvor kun den danske rente stiger med 0,5 procentpoint, vil have større betydning. Danmark vil i sidstnævnte tilfælde sandsynligvis vende tilbage til en situation med negative nettorentebetalinger over for udlandet. Den samlede formueindkomst forbliver dog positiv i det opstillede scenario.

Hertil kommer, at en ændring i renteniveauet ofte vil være sammenfaldende med ændringer i øvrige afkast – fx ændringer i aktieudbytter og indtjening i udenlandske datterselskaber, som også vil påvirke formueindkomsten. Endelig fører ændringer i renteniveauet til værdireguleringer af danskernes nettoformue over for udlandet. Selv med en fuldstændig reversering af de store positive værdireguleringer for obligationer og derivater som følge af rentefaldet siden 2005 vil Danmark dog umiddelbart bevare en positiv nettoformue.

DANMARKS NETTOFORMUE

Nettoformuen over for udlandet er et resultat af udviklingen på betalingsbalancen samt værdiændringer på Danmarks investeringer i udlandet og udlandets investeringer i Danmark. Igennem 1970'erne og 1980'erne opbyggede Danmark nettogæld over for udlandet på grund af et vedvarende underskud på betalingsbalancen, jf. figur 1.

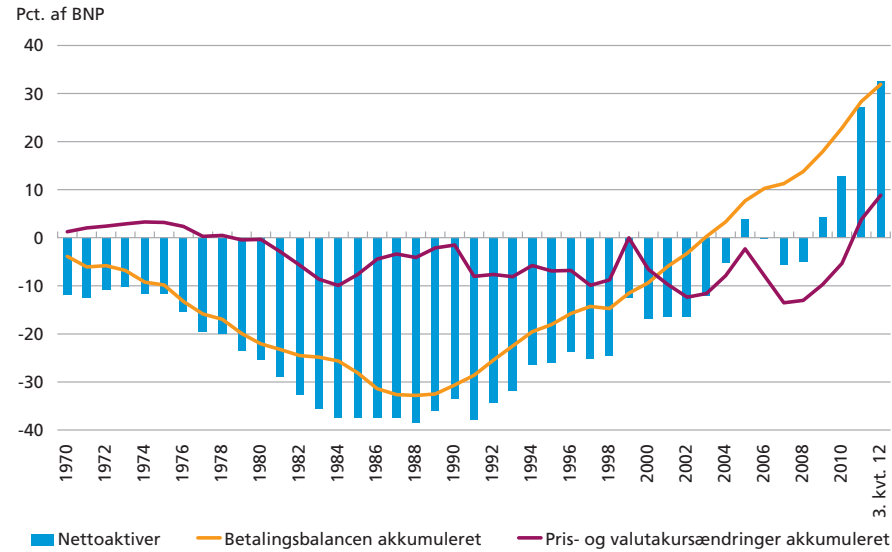
Siden 1990 har Danmark derimod haft overskud på betalingsbalancens løbende poster i alle år, på nær 1998. Figuren viser tydeligt, hvordan det på længere sigt er betalingsbalancen, der bestemmer udviklingen i Danmarks nettoaktiver over for udlandet, fordi værdireguleringerne over tid har haft en tendens til at udligne hinanden. I enkelte år kan der dog forekomme betydelige værdiændringer som følge af udsving i aktie- og obligationskurserne, som det fx var tilfældet i årene omkring den seneste finansielle krise. Værdiændringer forværrede i perioden 2006-08 Danmarks nettoposition med 193 mia. kr. Efterfølgende er udviklingen vendt, så de akkumulerede værdiændringer siden 1970 har øget nettoformuen med knap 10 pct. af BNP.¹ Værdiændringerne siden 2005 kan primært henføres til derivater, jf. afsnittet om rentefølsomhed nedenfor.

Vendingen i Danmarks betalingsbalancesaldo fra underskud til overskud havde baggrund i initiativer, der øgede opsparingstilbøjeligheden, hovedsageligt som følge af ændringer i skattesystemet, herunder først og fremmest reduktionen af rentefradragets skattemæssige værdi, samt

¹ I nogle lande har de akkumulerede værdiændringer over længere perioder vist større udsving og dermed sløret sammenhængen mellem betalingsbalance og nettoaktiver over for udlandet. Se fx Lane og Milesi-Ferretti (2007).

NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET, BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER OG VÆRDIÆNDRINGER

Figur 1



Anm.: Der er et databrud i 1991, hvor udlandsgælden blev opjusteret med 68 mia. kr. som følge af en ny opgørelsesmetode. Før 2005 er pris- og valutakursændringerne opgjort som ændringerne i nettoaktiverne fratrukket betalingsbalancens løbende poster.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

sundere offentlige finanser, jf. Pedersen (2003). Opbygningen af arbejdsmarkedspensionerne har desuden styrket den samlede opsparring i det omfang, det ikke har fået husholdningerne til at reducere deres øvrige opsparring tilsvarende.¹

Udviklingen hen mod en nettoformue over for udlandet er derudover blevet understøttet af Danmarks adgang til naturressurser samt en selvforstærkende effekt, hvor mindre gæld har betydet lavere rentebetalinger til udlandet. Begge forhold bidrager til øgede indtægter, og påvirkningen af nettoaktiverne afhænger i sidste ende af, om de ekstra indtægter har givet anledning til øget opsparring, jf. diskussionen om Nordøproduktionens betydning i boks 1.

KREDITOR- OG DEBITORLANDE

Et lands nettostilling over for udlandet afhænger grundlæggende af, om opsparringen over tid har været større end investeringerne. Opsparringen afgøres ikke af en central beslutningstager, men er summen af husholdninger og virksomheders samt offentlig sektors opsparringsbeslutninger.

¹ Danskernes pensionsopsparring er tidligere analyseret i Kramp, Lohff og Maltbæk (2012).

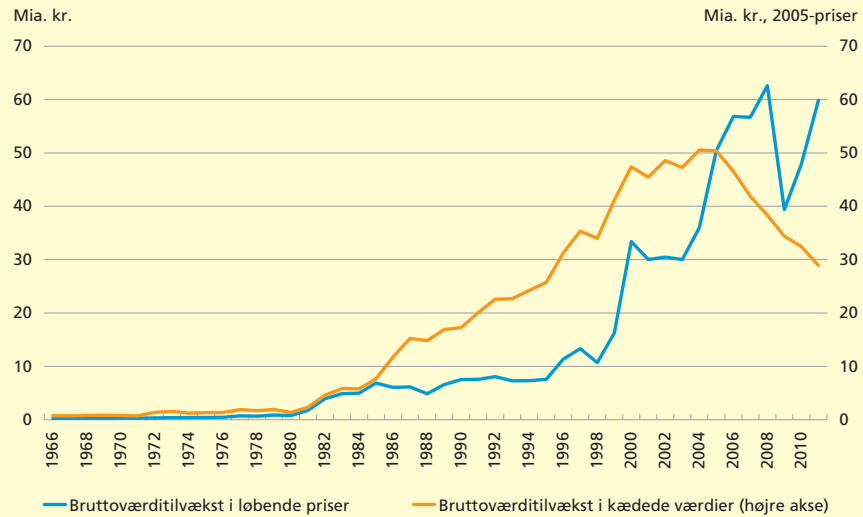
OLIEPRODUKTIONENS BETYDNING FOR BETALINGSBALANCE OG NETTOFORMUE

Boks 1

Produktionen af olie i den danske del af Nordsøen var støt stigende fra starten af 1980'erne og frem til 2004. Herefter har produktionen været faldende, men til gengæld har olieprisen været højere. Opgjort i løbende priser var bruttoværditilvæksten for råstofindvinding 60 mia. kr. i 2011, svarende til 3,3 pct. af BNP.

BRUTTOVÆRDITILVÆKST FOR RÅSTOFINDVINDING

Figur 2



Kilde: Danmarks Statistik.

Ifølge Energistyrelsen (2012) kan værdien af den samlede energiproduktion i perioden 1963-2011 opgøres til 831 mia. kr. Når udgifter til efterforskning og indvinding er fratrukket, er der ca. 539 mia. kr. tilbage, hvoraf statens indtægter har været på 325 mia. kr. En del af overskuddet er gået til udlændinge. I 2011 stod udenlandsk ejede selskaber for 60,9 pct. af olieproduktionen, og de udenlandske ejere modtog i omegnen af 10 mia. kr. i afkast.

Det er dog vanskeligt at opgøre olieproduktionens samlede betydning for betalingsbalancens løbende poster og Danmarks nettoformue over for udlandet i forhold til en situation, hvor Danmark ikke havde adgang til de samme naturressurser. Det skyldes de afledte effekter. Værdien af olieproduktionen tilfalder i første omgang olie- og gasselskabernes ejere og staten via skattebetalinger. I hvilket omfang de ekstra indtægter fra olien har medvirket til opbygningen af nettoformuen over for udlandet afhænger af, om indtægterne i sidste ende er anvendt til forbrug eller opsparing.

I en verden med integrerede kapitalmarkeder er det sjældent optimalt for et land at have balance mellem aktiver og passiver over for udlandet, dvs. en nettoposition på nul. I perioder kan det være ønskeligt at have underskud på betalingsbalancens løbende poster, fordi investeringerne er større end opsparingen. Det vil typisk være tilfældet for mindre udviklede lande, hvor der kan være behov for større investeringer i kapitalapparat og infra-

struktur, end den indenlandske opsparing kan dække.¹ Alle lande kan dog ikke køre med underskud samtidig. Nettogæld til udlandet kan kun forekomme, hvis andre lande samtidig accepterer at have en nettoformue.

Kreditorlande

Med oparbejdelsen af en nettoformue over for udlandet er Danmark skiftet fra at høre til gruppen af debitorlande til gruppen af kreditorlande. Det skyldes en øget privat opsparing og en betydelig reduktion af den samlede offentlige gæld.

Den samlede opsparing i en økonomi påvirkes af flere forhold, herunder ikke mindst den demografiske udvikling. Ligesom i Danmark er der i en række andre vestlige lande udsigt til markant flere ældre i fremtiden.

Olieeksporterende lande kan have et naturligt ønske om at fordele gevinsterne fra adgangen til naturressurser mellem nulevende og fremtidige generationer. Såfremt det vælges at indvinde ressourcerne, kan det ske ved at spare en del af indtægterne op og dermed forbedre nettositionen over for udlandet. Flere af de største kreditorationer i figur 3 er olieproducerende lande med store betalingsbalanceoverskud.

Oparbejdningen af en nettoformue over for udlandet kan også have baggrund i en bevidst strategi for at holde en høj indenlandsk produktion og beskæftigelse gennem en stærk konkurrenceevne. Det er ofte kontroversielt, når det indebærer, at valutakursen i en periode holdes kunstigt lav på bekostning af andre landes valutaer.

Debitorlande

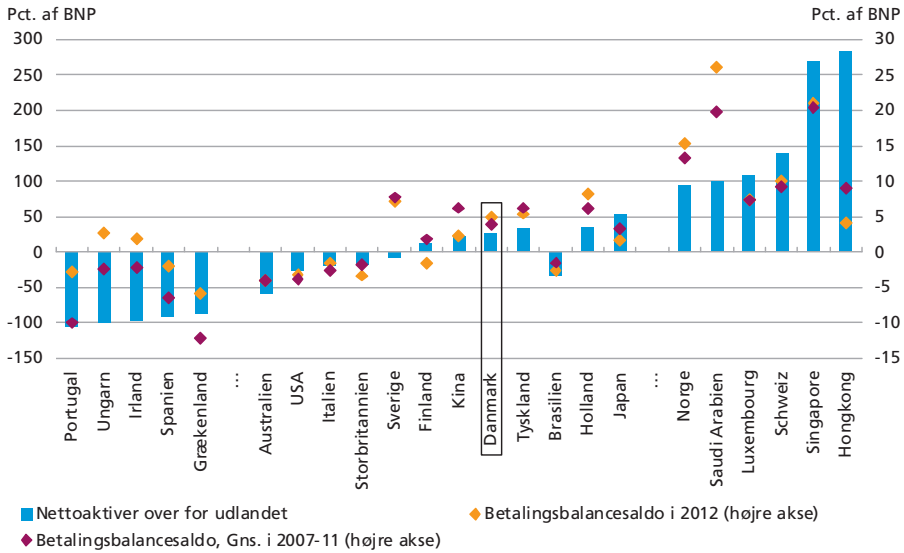
I 2011 var USA med en nettogæld på 23.156 mia. kr. over for udlandet verdens største debitorland, men målt som andel af BNP er USA's gæld på 26,7 pct. ikke ekstraordinært høj, jf. figur 3. Dollarens status som international reservevaluta har givet USA mulighed for at finansiere store handelsbalanceunderskud ved at sælge obligationer på de internationale finansmarkeder til lave renter. Og da USA samtidig har store direkte investeringer i udlandet, som giver et højere afkast, har USA på trods af en nettogæld faktisk i en længere årrække modtaget højere formueindkomst fra udlandet, end de selv har betalt. I 2011 modtog USA en nettoformueindkomst svarende til 1,5 pct. af BNP.²

¹ I årene 1890-1913 gik Danmark fra at have en udlandsgæld omkring nul til en gæld, der svarede til ca. 41 pct. af BNP. Perioden var kendetegnet ved en voldsom økonomisk vækst, der var trukket af store erhvervsinvesteringer samt jernbane- og boligbyggeri. Der var i offentligheden og blandt politikerne stor enighed om det ønskelige i at låne i udlandet til denne ekspansion, jf. Christensen og Hald (2000).

² Dette tilsyneladende paradoks har affødt en diskussion omkring fejl og mangler i de statistiske opgørelser. Hausmann og Sturzenegger (2007) argumenterede for, at man ved at regne baglæns kunne slutte, at en positiv formueindkomst nødvendigvis måtte være et resultat af en positiv nettoformue, hvis aktiver og passiver vel at mærke blev opgjort til deres sande værdi. De døbte den manglende opgørelse for "dark matter". Andre afviser dog, at der er tale om et paradoks, og forklarer udviklingen med forskellig sammensætning af aktiver og passiver. Se fx Boonstra (2008).

NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET OG BETALINGSBALANCE

Figur 3



Anm.: Nettoaktiver over for udlandet er opgjort ultimo 2011. De største kreditor- og debitorlande er vist i figuren (bortset fra Mauritius med positive nettoaktiver svarende til 927 pct. af BNP), mens der for midtergruppen kun er vist enkelte lande, herunder Danmark. Betalingsbalancens løbende poster er fra IMF's *World Economic Outlook*, oktober 2012. For 2012 er der derfor tale om et skøn.

Kilde: IMF.

Blandt de største debitorlande, målt ud fra gældens andel af BNP, findes en række kriseramte sydeuropæiske økonomier. Det tegner et tydeligt billede af, at en stor nettogæld til udlandet kan udgøre et problem, specielt i perioder med uro på de finansielle markeder, hvor investorerne søger mod sikre investeringer. Aktuelt har fx Grækenland og Portugal ingen reelle frihedsgrader til at føre finanspolitik og har været nødsaget til at søge hjælp hos EU, ECB og IMF for at kunne servicere deres gæld. For de største debitorationer ses en tilpasning på betalingsbalancerne med mindre underskud i 2012 end i perioden 2007-11.

Nettoaktiverne over for udlandet viser kun én vinkel af et lands samlede aktiver og passiver og skal ses i sammenhæng med fordelingen på de indenlandske sektorer. Fx har Japan en betydelig nettoformue over for udlandet i størrelsesordenen 55 pct. af BNP, samtidig med en meget høj offentlig gældskvotepå 230 pct. af BNP. Forklaringen er en stor privat indenlandsk opsparring, som gør, at udenlandske investorer kun ejer 9,1 pct. af Japans statsgæld.¹ En vurdering af, hvorledes et lands statsgæld udgør et problem, skal derfor ses i sammenhæng med andre gældsopgørelser.

¹ Gældskvoten for 2012 er fra IMF's *World Economic Outlook* i oktober 2012, mens den indenlandske ejerandel er opgjort i september 2012, jf. Ministry of Finance, Japan (2013).

KONSEKVENSER AF DANMARKS NETTOFORMUE OVER FOR UDLANDET

Bidrag til danskernes forbrugsmuligheder

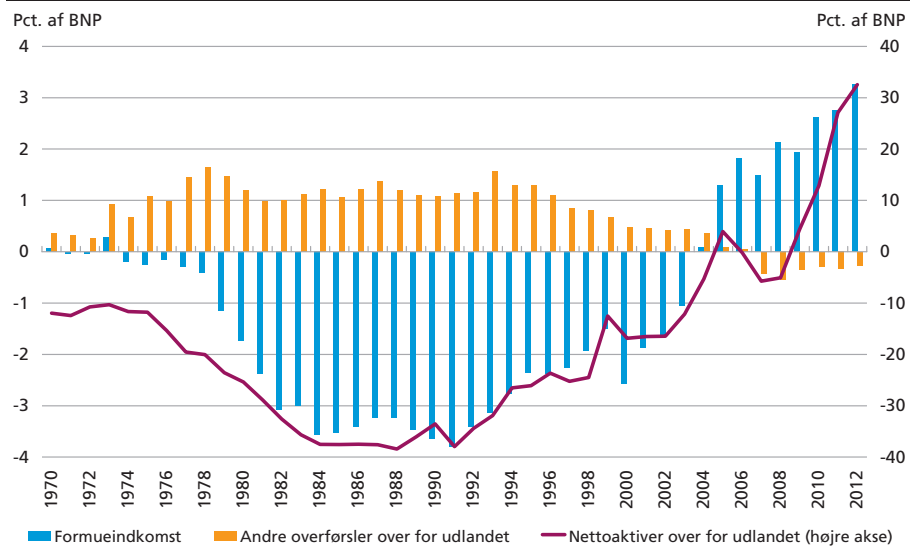
Når Danmark har en nettoformue over for udlandet, har danske investorer et krav på at modtage en del af værdien af den fremtidige produktion i udlandet. I 2012 modtog Danmark netto formueindkomst på 59 mia. kr. fra udlandet. Dermed giver nettoformuen et tilskud til den samlede bruttonationalindkomst, BNI, der ud over den indenlandske produktion også tager højde for formueindkomst og andre overførsler til og fra udlandet, jf. figur 4. Hvor Danmark i en lang periode måtte afstå 2-3 pct. af den indenlandske produktion i form af betalinger til udlandet, så er der i dag et tilsvarende positivt nettobidrag fra udlandet på 2-3 pct. Afkastet på nettoformuen over for udlandet fører dermed danskernes forbrugsmuligheder.

Nettoformue og konkurrenceevne

En afledt effekt af en positiv formueindkomst fra udlandet er, at den bidrager til at øge den indenlandske efterspørgsel. Det giver et opadgående pres på lønningerne, som svækker konkurrenceevnen og dermed fungerer som en ligevægtsmekanisme. Høje lønstigninger og lav produktivitet fremgang har ført til, at de danske enhedslønsmkostninger i

FORMUEINDKOMST OG NETTOFORMUE

Figur 4

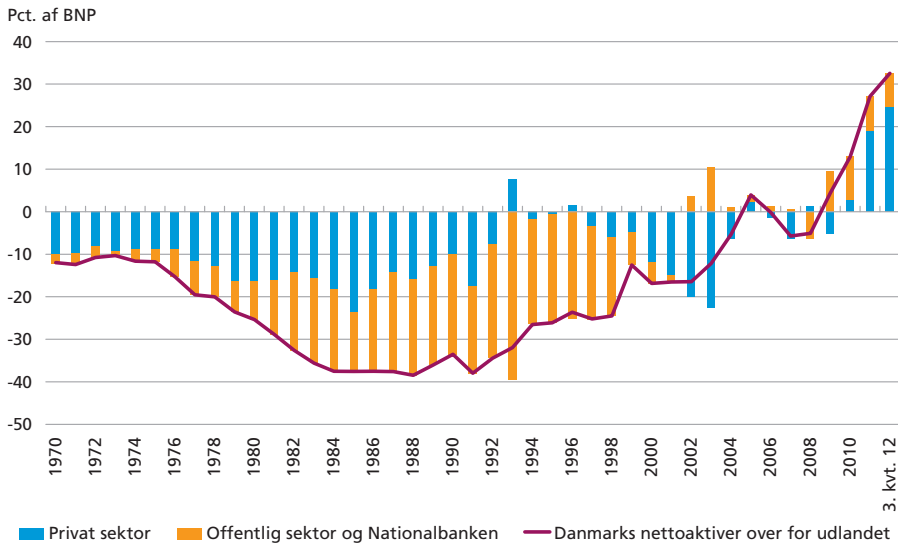


Anm.: Forskellen mellem BNI og BNP er i figuren splittet op i formueindkomst og andre overførsler fra udlandet. Formueindkomsten følger her definitionen i nationalregnskabet. Andre overførsler over for udlandet indeholder løn til danskere i udlandet og løn til udlændinge i Danmark samt produktions- og importskatter og subsidier. Nettoaktiver over for udlandet for 2012 er opgjort ultimo 3. kvartal.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

FORSKELLIGE SEKTORERS NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 5



Anm.: Privat sektor udgøres af finansielle og ikke-finansielle virksomheder samt husholdninger. Den offentlige sektor er vist sammen med Nationalbanken.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

perioden 2000-11 er steget næsten 20 pct. mere end hos vores udenlandske konkurrenter, når der sammenvejes med handelsvægtene i den effektive kronkurs. En del af denne forringelse skal ses i sammenhæng med opbygningen af en nettoformue og den deraf følgende nettoformueindkomst fra udlandet. I et land med flydende valutakurs ville sådanne effekter alternativt have givet anledning til en stærkere valutakurs.

Nettoformuen fordelt på sektorer

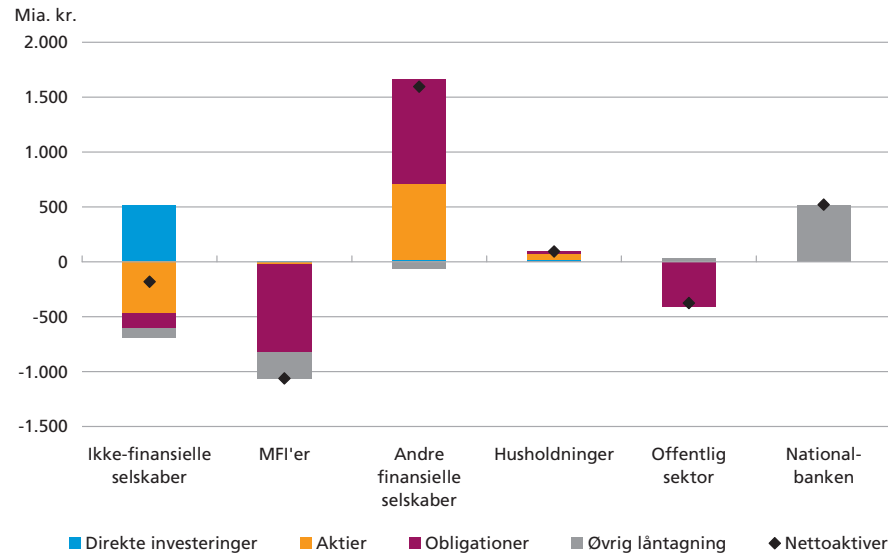
Den voksende udlandsgæld i 1970'erne og 1980'erne afspejlede i høj grad stigende offentlig gæld, jf. figur 5. Mod slutningen af 1990'erne blev den offentlige nettogæld nedbragt, så nettopositionen i dag er positiv, når den offentlige sektor ses sammen med Nationalbanken. Danske virksomheder havde i en lang periode også nettogæld til udlandet, men det er vendt i det seneste årti, så danske virksomheder i dag har en betydelig nettoformue.¹

Figur 6 viser, hvordan sektorernes nettoaktiver i 3. kvartal 2012 fordelte sig på forskellige typer investeringer. Ikke-finansielle selskabers nettogæld over for udlandet på 182 mia. kr. bestod af en nettoformue i form af direkte investeringer i udlandet og passiver over for udlandet i

¹ En grundig gennemgang af virksomhedernes opsparing og investeringer kan findes i Brandt m.fl. (2012).

NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET – FORDELT PÅ SEKTORER OG INSTRUMENTER, 3. KVARTAL 2012

Figur 6



Anm.: Den private sektor er i figuren splittet op på ikke-finansielle selskaber, MFI'er (banker og realkreditinstitutter), andre finansielle selskaber og husholdninger. Andre finansielle selskaber består af forsikrings- og pensionselskaber samt andre finansielle formidlere, herunder investeringsforeninger. Øvrig låntagning dækker over lån, derivater og for Nationalbankens vedkommende også reserveaktiver.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

form af udenlandske ejere af aktier i de danske selskaber.¹ Denne asymmetri er væsentlig i forhold til opgørelsen af formueindkomst og diskuteres nærmere nedenfor.

Udenlandske investorer ejede i 3. kvartal 2012 obligationer udstedt af MFI-sektoren for 940 mia. kr. Næsten halvdelen var realkreditobligationer, og husholdningernes boligfinansiering udgjorde derfor en stor del af gælden til udlandet.²

Andre finansielle selskaber, bestående af forsikring og pension samt investeringsforeninger, har nettoaktiver i udlandet på 1.690 mia. kr. Investeringerne er nogenlunde ligeligt fordelt mellem aktier og obligationer. Den store obligationsbeholdning har bl.a. baggrund i pensionselskabernes behov for at investere i aktiver, der matcher deres langsigtede pensionsforpligtelser.

Husholdningerne har kun beskedne aktiver og passiver direkte over for udlandet, fordi de typisk foretager investeringer igennem danske investeringsforeninger og pensionskasser og finansierer sig igennem

¹ Klassifikationen mellem porteføljeinvesteringer i aktier og direkte investeringer går på, om ejerandelen er mindre eller højere end 10 pct.

² En grundig gennemgang af danskernes opsparing og gæld kan findes i Andersen m.fl. (2012).

danske kreditinstitutter. Den offentlige sektors gæld består af udstedte statsobligationer, mens Nationalbanken ejer valutareserven.

Modtagere af formueindkomst

Danmarks samlede formueindkomst var i 2011 på 41,3 mia. kr. Overskuddet for direkte investeringer udgjorde 25,2 mia. kr. Heraf kan 24,2 mia. kr. henføres til, at danskernes beholdning af direkte investeringer i udlandet er større end udlændinges beholdning af direkte investeringer i Danmark, mens 1 mia. kr. skyldes, at afkastgraden var større for aktiverne end for passiverne. For aktier var den samlede formueindkomst på 11,6 mia. kr. ligeligt fordelt på beholdningseffekt og afkastgradseffekt. Og endelig bidrog obligationer og lån med 4,6 mia. kr. til formueindkomsten. Sidstnævnte dækker over en beholdningseffekt på -14,6 mia. kr. og en afkastgradseffekt på 19,2 mia. kr.¹

Siden 2004 har afkastgraden for danske investeringer i udlandet generelt været højere end afkastgraden for udenlandske investeringer i Danmark, jf. tabel 1. Afkastgraden er størst for direkte investeringer, mens den er mindst for aktier. Årsagen til den store forskel i det opgjorte afkast for de to relativt ens investeringstyper er primært, at det kun er udloddet udbytte, der medtages som formueindkomst for aktier, mens hele årets resultat tæller med for direkte investeringer. For aktier vil den del af indtjeningen, der ikke udbetales som udbytte, normalt resultere i stigende aktiekurser, som i betalingsbalancesammenhæng er værdiændringer.

For direkte investeringer var der frem til 2003 generelt en højere forrentning på udlandets investeringer i danske virksomheder, end på danske virksomheders investeringer i udlandet. Siden 2004 er situationen dog vendt, så investeringerne i udenlandske virksomheder har givet det højeste afkast. Dette kan have været en medvirkende faktor til, at danske virksomheder siden 2006 er søgt til udlandet i højere grad, end udenlandske virksomheder er søgt til Danmark. Denne bevægelse skal dog også ses i lyset af, at Danmarks overskud på betalingsbalancen i sig selv vil resultere i øgede fordringer over for udlandet.

Bankerne og realkreditinstitutterne har i hele perioden betalt renter til udlandet på obligationer og lån. Samtidig har pensions- og investeringsselskaberne modtaget forrentning af deres investeringer i udenlandske aktier og obligationer. Igennem det meste af perioden har afkastet på danske investeringer i udenlandske obligationer oversteget afkastet på danske obligationer.

¹ Beregningerne viser, hvad formueindkomsten ville være, hvis beholdningerne henholdsvis afkastgraderne var ens på aktiv- og passivside. Wederkinck (2011) indeholder tilsvarende beregninger for årene 1999-2010.

AFKASTGRADER FOR DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 1

Pct.	Indtægter					Udgifter				
	Direkte investeringer	Aktier	Obligationer	Øvrige lån	I alt	Direkte investeringer	Aktier	Obligationer	Øvrige lån	I alt
1999	5,6	1,2	10,0	3,3	4,0	5,2	1,7	4,7	5,1	4,7
2000	8,5	1,4	7,1	4,2	5,0	11,2	1,7	4,9	5,4	6,3
2001	5,5	1,5	5,0	4,4	4,2	5,8	1,4	4,7	5,3	4,9
2002	3,5	1,8	4,9	3,6	3,5	5,1	1,8	3,8	4,4	4,2
2003	4,9	1,5	4,2	2,1	3,2	4,9	1,9	3,6	3,1	3,6
2004	6,2	2,2	4,7	1,7	3,7	5,4	1,8	3,3	2,7	3,5
2005	10,4	2,2	4,8	2,5	5,1	9,4	2,5	3,6	2,6	4,6
2006	8,6	3,7	4,3	3,0	4,9	6,7	3,0	3,6	3,5	4,2
2007	8,5	3,6	4,2	3,9	5,0	7,5	1,6	3,6	4,1	4,4
2008	7,1	4,1	4,5	3,9	4,9	5,2	2,4	3,4	3,9	3,9
2009	5,2	2,6	4,0	1,5	3,2	4,3	1,6	3,0	1,5	2,6
2010	6,1	2,4	3,5	1,0	3,2	5,7	1,1	2,7	0,9	2,4
2011	5,1	2,5	4,1	1,2	3,2	5,0	1,5	2,9	0,9	2,4
Gennemsnit .	6,6	2,4	5,0	2,8	4,1	6,3	1,8	3,7	3,3	4,0
Memo: (Beholdning, mia. kr.)										
Ultimo 1999 .	380	387	151	766	1.685	353	160	610	659	1.782
Ultimo 2011 .	1.316	735	1.041	1.513	4.603	806	451	1.467	1.514	4.238

Anm.: Afkastgrader er udregnet som formueindkomst divideret med den gennemsnitlige beholdning. For aktier er det kun udloddet overskud, der tælles med, mens hele årets overskud tælles med for direkte investeringer. Gennemsnitlige afkast for de forskellige instrumenter er opgjort som et simpelt gennemsnit af de årlige afkastgrader over den 13-årige periode.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Danmarks status som kreditorland har formentlig spillet en rolle i forhold til de lave renter, danske låntagere betaler. Både den private og den offentlige sektor kan nyde godt af, at Danmark betragtes som en sikker havn – bl.a. på grund af nettoformuen og relativt sunde offentlige finanser. Det har givet lave renter og i perioder endda negativt rentespænd over for Tyskland.

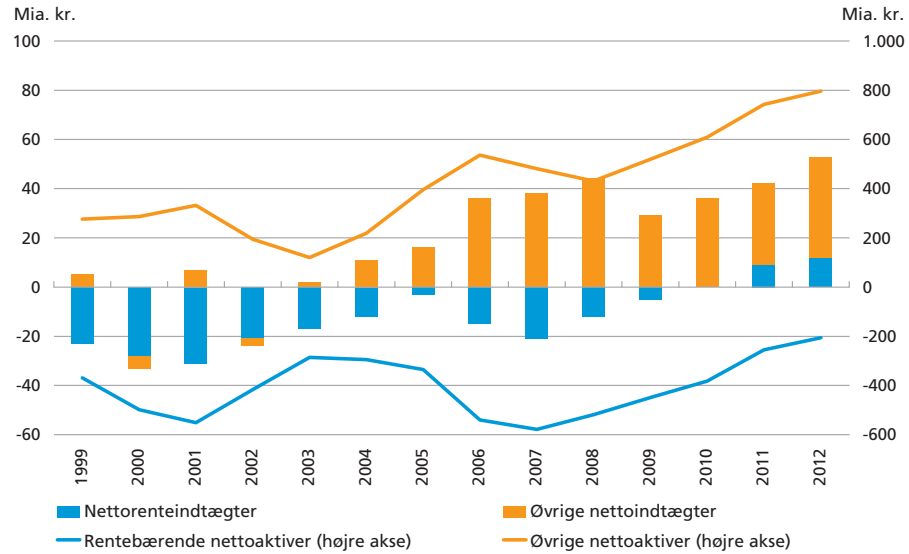
RENTENS BETYDNING FOR DANMARK FØR OG NU

Renten er en vigtig makroøkonomisk variabel, som påvirker økonomiske beslutninger hos både forbrugere, virksomheder og investorer.¹ For forbrugerne er realrenten central for beslutningen om forbrug i dag frem for opsparing til fremtidigt forbrug, og for virksomhederne er realrenten afgørende for den relevante kapitalomkostning uanset, om investe-

¹ I økonomisk teori skelnes mellem substitutions- og indkomsteffekter. Substitutionseffekten ved en rentestigning vil betyde, at forbrugere sparer mere op, da alternativomkostningen ved forbrug nu frem for senere er steget. Indkomsteffekten angiver ændringer i forbrug, der kan tilskrives en ændret realindkomst ved det nye renteniveau.

RENTESTRØMME OG RENTEBÆRENDE NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 7



Anm.: Obligationer, koncernlån, andre investeringer samt valutareserven er kategoriseret som rentebærende instrumenter, mens aktier, egenkapital og derivater kategoriseres som ikke-rentebærende instrumenter. Nettoaktiverne er Kilde: for 2012 opgjort ultimo 3. kvartal. Danmarks Nationalbank.

ringer finansieres ved at låne penge eller ved at bruge internt opsparede midler.¹ Der er imidlertid ingen grund til at tro, at disse adfærdsmæssige effekter er blevet væsentligt anderledes som følge af Danmarks status som kreditnation. I det følgende ses nærmere på effekterne af renteændringer for rentestrømme og værdiændringer.

Rentestrømme

Rentebetalinger er en del af formueindkomsten og indgår derfor direkte på betalingsbalancens løbende poster. Danmark har stadig en nettogæld for rentebærende instrumenter, jf. figur 7.² Ved udgangen af 3. kvartal 2012 var den rentebærende nettogæld på 206 mia. kr., mens den var tre gange så stor i 2007.

I starten af 2000'erne betalte Danmark årligt omkring 20 mia. kr. i nettorent til udlandet. I de seneste to år er rentestrømmen dog vendt, så Danmark modtager nettorentbetalinger, på trods af at vi stadig har nettogæld for rentebærende instrumenter. Forklaringen skal findes i

¹ Realrenten er den nominelle rente fratrukket den forventede ændring i prisniveauet over den relevante tidshorizont.

² Obligationer, koncernlån, andre investeringer samt valutareserven er kategoriseret som rentebærende instrumenter, mens aktier, egenkapital og derivater kategoriseres som ikke-rentebærende instrumenter. Hvis derivater i stedet kategoriseres som rentebærende instrumenter, ville Danmarks nettogæld være på 79 mia. kr.

FØLSOMHEDSANALYSE AF RENTESTRØMME

Boks 2

Med udgangspunkt i de rentebærende aktiver og passiver kan en statisk følsomhedsanalyse illustrere, hvordan rentestrømmene til og fra udlandet reagerer på forskellige rentescenarier.¹ Beregningerne foretages for to scenarier - en generel rentestigning i Danmark og udlandet på 1 procentpoint og en asymmetrisk rentestigning, hvor kun den danske rente øges med 0,5 pct. Renteændringerne antages at påvirke alle renter ensartet uanset instrument, valuta, kreditrisiko og løbetid og desuden slå fuldt igennem på alle rentefølsomme instrumenter med det samme. I virkeligheden vil det tage længere tid, før den fulde effekt opnås, fordi renten på mange obligationer og tidsbestemte bankindsud er fastlåst, men i forbindelse med refinansieringer og omlægninger vil effekten gradvist slå fuldt igennem. Analysen tager ikke højde for evt. af-dækning eller ændringer i andre betalingsstrømme. Tabel 2 sammenligner situationen i 1988 og 2012, hvor Danmark var henholdsvis debitor- og kreditornation.

RENTESTRØMME TIL OG FRA UDLANDET

Tabel 2

Mia. kr.	Debitoration, 1988			Kreditornation, 2012		
	Indtægter	Udgifter	Netto	Indtægter	Udgifter	Netto
Faktiske rentebetalinger	20	48	-28	66	54	12
Scenario 1: generel rentestigning på 1 procentpoint	24	55	-31	98	88	10
Scenario 2: asymmetrisk rentestigning på 0,5 procentpoint	20	52	-32	66	71	-5

Anm.: Se teksten for antagelserne bag beregningerne. Formueindkomsten opgjort i 1988 indeholder både rente- og udbyttebetalinger. Langt hovedparten var rentebetalinger, da de rentebærende instrumenter dengang udgjorde ca. 98 pct. af beholdningerne. For 2012 er beregningerne lavet ud fra beholdninger opgjort ultimo 3. kvartal 2012.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af tal fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

I 1988 havde Danmark en rentebærende nettogæld til udlandet på 310 mia. kr., og nettorentebetalingerne til udlandet udgjorde 28 mia. kr., svarende til 3,7 pct. af BNP. En generel rentestigning ville dengang øge renteindtægter og -udgifter med henholdsvis 4 og 7 mia. kr. Det ville betyde en mærkbar forværring af nettobetalingerne på 3 mia. kr. svarende til 0,4 pct. af BNP. En asymmetrisk rentestigning ville nogenlunde tilsvarende øge nettorentebetalingerne med 4 mia. kr.

Frem mod 2012 er både rentebærende aktiver og passiver mangedoblet. Målt i forhold til BNP er aktiverne vokset fra 52 til 176 pct., mens passiverne er vokset fra 92 til 188 pct. Danmark modtog i 2012 rentebetalinger fra udlandet på 66 mia. kr., mens udgifterne var på 54 mia. kr. Dermed modtog Danmark en nettorentebetaling på trods af en nettogæld for de rentebærende investeringer. En generel rentestigning ville i 2012 reducere nettorentindtægterne med 2 mia. kr. Det svarer til 0,1 pct. af BNP, så sammenlignet med i 1988 er rentestrømmene i dag relativt mindre følsomme over for ændringer i det generelle renteniveau. Til gengæld gør de store bruttobeholdninger danskerne mere eksponeret over for asymmetriske renteændringer. Hvis kun den danske rente stiger med 0,5 procentpoint, vil renteudgifterne alt andet lige stige med 17 mia. kr., dvs. næsten med 1 pct. af BNP, og nettorent-

¹ Damgaard (2007) indeholder tilsvarende følsomhedsanalyser for ændringer i forskellige afkastgrader.

FORTSAT	Boks 2
<p>betalingerne vil igen blive negative. Forværringen er dog mindre end formueindkomsten for ikke-rentebærende investeringer på 41 mia. kr. i 2012, så den samlede formueindkomst forbliver positiv.</p> <p>Ved at lave en tilsvarende opdeling i rentebærende og øvrige investeringer kan man få en indikation af, hvordan rentestrømmene ville ændres for de indenlandske sektorer. I 2012 havde ikke-finansielle selskaber en nettogæld, og derfor ville en generel rentestigning på 1 procentpoint øge deres nettorentebetalinger med omkring 8 mia. kr. Den offentlige sektor ville skulle betale omkring 4 mia. kr. i højere nettorentebetalinger. På modtagersiden ville udlandet, som nævnt ovenfor, modtage omkring 2 mia. kr. For MFI-sektoren inkl. Nationalbanken ville rentebetalingerne netto falde med i omegnen af 3 mia. kr. Husholdningerne ville blive negativt påvirket af øgede rentebetalinger på deres lån, men til gengæld modtage højere rentebetalinger fra investeringsforeninger og pensionsopsparinger.</p>	

sammensætningen af de rentebærende investeringer, hvor specielt renterne på Danmarks passiver er faldet markant i takt med, at investorer har betragtet Danmark som sikker havn, jf. ovenfor. Danmarks rentebærende aktiver har generelt givet en højere rente, hvilket også afspejler, at de har været placeret i aktiver med større indbygget risiko. Boks 2 illustrerer, hvor følsomme rentestrømmene er over for forskellige rentescenarier.

Rentefølsomhed

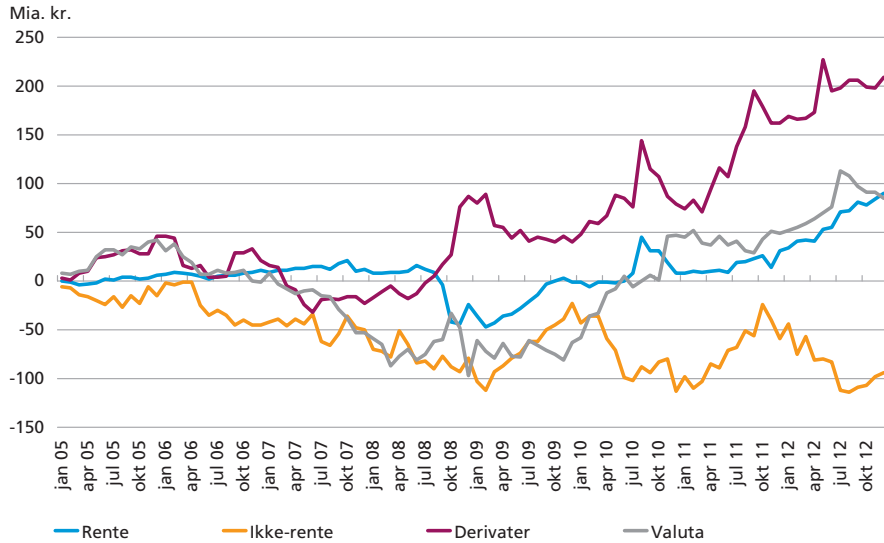
Ved udelukkende at fokusere på rentebærende instrumenter og rentestrømme udelades nogle vigtige forhold. For det første er renten blot én form for kapitalafkast, og en ændring i renteniveauet vil ofte være sammenfaldende med ændringer i øvrige afkast – fx ændringer i aktieudbytter. For det andet har renten stor betydning for værdiændringer, som ikke indgår i formueindkomsten.

I Danmarks tilfælde har rentefølsomheden siden 2005 været størst for aktiverne.¹ Derfor har de seneste års faldende rente medført betydelige kursstigninger på obligationer og derivater, jf. figur 8. Det har været med til at øge Danmarks nettoformue. Værdiændringerne ved rentestigninger og rentefald er ikke nødvendigvis symmetriske, og den samlede eksponering over for renteniveauet varierer over tid, idet den afhænger af mange enkeltindividens porteføljebeslutninger. En tilbagevenden til et højere renteniveau må dog som udgangspunkt forventes at

¹ Obligationer på aktivsiden har generelt haft længere varighed end obligationer på passivsiden i de seneste år. Mens udenlandske investorer i dag har mere end to tredjedele placeret i korte danske obligationer (løbetid under 5 år), har danske investorer omkring halvdelen placeret i udenlandske obligationer med længere varighed.

NETTOFORMUENS AKKUMULEREDE VÆRDIÆNDRINGER I 2005-12

Figur 8



Anm.: Figuren viser akkumulerede værdiændringer for Danmarks nettoaktiver over for udlandet. Værdiændringerne er vist for en inddeling af instrumenttyperne i fire hovedgrupper. Valutareguleringer for alle typer instrumenter er udskilt for sig. Rente indeholder prisændringer på obligationer og valutareserve, mens ikke-rente indeholder prisændringer på aktier og egenkapital.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

medføre negative værdiændringer for Danmarks nettoaktiver. Selv med en fuldstændig reversering af værdiændringerne siden 2005 vil Danmark dog umiddelbart bevare en positiv nettoformue.

LITTERATUR

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

Brandt, Kirstine Eibye, Jens Uhrskov Hjarsbech, Jacob Isaksen og Søren Vester Sørensen (2012), Virksomhedernes opsparing og investeringer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2012, del 2.

Boonstra, Wim (2008), National savings and the international investment position: what does the current account tells us?, *Proceedings of Rijeka Faculty of Economics – Journal of Economics and Business*, vol. 30, nr. 2.

Christensen, Tom Nordin og Jens Hald (2000), Danmarks udlandsgæld fra 1960-99, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Damgaard, Jannick (2007), Fra debitor- til kreditorland – en analyse af formueindkomsten, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Energistyrelsen (2012), *Danmarks olie- og gasproduktion 2011*, Energistyrelsen, maj 2012.

Hausmann, Ricardo og Federico Sturzenegger (2007), The missing dark matter in the wealth of nations and the implications for global imbalances, *Economic Policy*, vol. 22, nr. 51.

Kramp, Paul Lassenius, Jane Lee Lohff og Jens Pagh Maltbæk (2012), Pensionsopsparing, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2012.

Lane, Philip R. og Gian Maria Milesi-Ferretti (2007), A Global Perspective on External Positions. I *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, red. Richard H. Clarida. University of Chicago Press.

Ministry of Finance, Japan (2013), Japanese government bonds, *Quarterly Newsletter of the Ministry of Finance*, januar 2013.

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

Wederkinck, Robert (2011), Formueindkomst fra udlandet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Nye principper for finansielle markedsinfrastrukturer

Katrine Skjærbæk Rasmussen og Tina Skotte Sørensen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Centralbanker har ansvaret for overvågning af den finansielle infrastruktur. Det primære formål er at bidrage til en sikker og effektiv finansiell infrastruktur og derved til finansiell stabilitet. I Danmark overvåger Nationalbanken betalingsystemerne Kronos og Sumclearingen samt afviklingssystemet for værdipapirer, VP-afviklingen. Disse systemer udgør kernen i den danske finansielle infrastruktur. Nationalbanken er desuden medovervåger af flere udenlandske systemer.

Overvågningen sker med udgangspunkt i internationale standarder. I april 2012 offentliggjorde CPSS-IOSCO¹ nye internationale standarder, kaldet principper, for finansielle markedsinfrastrukturer, dvs. betalings-systemer, værdipapirafviklingssystemer, værdipapircentraler, centrale modparter, CCP'er, og handelsregistre. I december 2012 blev de nye principper suppleret af en vurderingsvejledning til både myndighederne og de finansielle infrastrukturer. Endvidere blev der offentliggjort rammer for at videregive oplysninger til offentligheden og til de myndigheder, der skal sikre, at principperne bliver overholdt. De nye principper øger kravene vedrørende bl.a. governance, integreret risikostyring og stresstests.

Nationalbanken er i gang med at implementere de nye principper i overvågningen af de danske systemer. Det sker i dialog med systemejere og operatører, som har ansvaret for, at systemerne lever op til de nye principper.

FINANSIELLE MARKEDSINFRASTRUKTURER

En finansiell markedsinfrastruktur, FMI, er en bred betegnelse for et multilateralt system mellem deltagere (finansielle institutter mfl.) og en

¹ CPSS, Committee on Payment and Settlement Systems, er en komite, som er knyttet til Bank for International Settlements, BIS. IOSCO er et internationalt samarbejde mellem myndigheder, der fører tilsyn med værdipapirmarkeder.

DE VIGTIGSTE SYSTEMER I DEN DANSKE BETALINGSINFRASTRUKTUR	Boks 1
<ul style="list-style-type: none"> • <i>Kronos</i> er Nationalbankens realtidsbruttoafviklingssystem, der anvendes til at afvikle primært store eller tidskritiske betalinger mellem pengeinstitutter mv. Hver enkelt betaling afvikles enkeltvis og øjeblikkeligt. • <i>VP-afviklingen</i> er VP Securities', VP's, multilaterale nettoafviklingssystem til clearing og afvikling af værdipapirhandler og periodiske betalinger (renter, udtrækninger og udbytter). Ved værdipapirtransaktioner udveksles værdipapiret på depoter i VP, mens betalingen udveksles på deltagernes konti i Kronos. • <i>Sumclearingen</i> er Finansrådets multilaterale nettoafviklingssystem til afvikling af detailbetalinger. Systemet afvikler næsten alle danske detailbetalinger, fx dankorttransaktioner, Betalingservice og konto til konto-overførsler. Systemet opereres af Nets. Den endelige overførsel af penge mellem Sumclearingens deltagere sker via Kronos. • <i>Target2</i> er det fælleseuropæiske realtidsbruttoafviklingssystem til afvikling af store, tidskritiske betalinger i euro. • <i>CLS</i> er et internationalt system til afvikling af primært valutahandler i 17 valutaer, herunder danske kroner. CLS ejes af CLS Bank International, der blev etableret i 2002 af en række af verdens største banker. CLS afvikler kronebenet i valutahandler i danske kroner via CLS Banks konto i Nationalbanken. • <i>EMCF</i>, European Multilateral Clearing Facility, er en hollandsk CCP, der clearer aktiehandler i det danske C20-indeks. 	

driftsoperatør. Et system består dels af en teknisk infrastruktur, dels af et fælles regelsæt og procedurer for deltagerne. I systemet foretages clearing, afvikling eller registrering af betalinger, værdipapirer, derivater eller andre finansielle transaktioner. Begrebet FMI omfatter således betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer, værdipapircentraler, CCP'er¹ og handelsregistre. I boks 1 beskrives systemerne i den danske finansielle infrastruktur.

FMI'er er udformet med henblik på at mindske deltagernes risici ved afvikling af betalinger og værdipapirhandler. Fx kan systemerne designes, så der ikke opstår kreditrisiko mellem deltagerne ved gennemførelse af betalinger og værdipapirhandler. FMI'erne skaber imidlertid afhængigheder mellem systemer og deltagere, hvorigennem problemer hos ét finansielt institut eller hos FMI'en selv kan spredes til andre institutter og til det finansielle system generelt. Systemer, der kan udløse en sådan dominoeffekt og sprede problemer til det indenlandske eller internationale finansielle system, kaldes systemisk vigtige. Risikoen for, at problemer spredes sig, så der i værste fald opstår en systemisk krise, der kan true den finansielle stabilitet, kaldes *systemisk risiko*. Sandsynlighe-

¹ CCP står for central counterparty, på dansk en central modpart. En CCP er en enhed, som stiller sig mellem køber og sælger i en værdipapirhandel. Populært sagt bliver CCP'en køber for sælger og sælger for køber og garanterer derved afviklingen af handlen for begge parter.

den for, at en systemisk krise vil blive udløst i en FMI, er meget lav, men konsekvenserne vil til gengæld være store. Det er derfor vigtigt, at FMI'erne fungerer sikkert og effektivt.

Centralbanker har ansvaret for at overvåge, at systemisk vigtige finansielle infrastrukturer lever op til internationale standarder og dermed vurderes at være sikre og effektive. FMI'erne selv arbejder kontinuerligt på at reducere og styre risici, og der har i praksis kun været ganske få tilfælde, hvor problemer hos en FMI har truet den finansielle stabilitet.

Under finanskrisen bidrog FMI'erne til den finansielle stabilitet, idet de generelt var i stand til at gennemføre afviklingen, og dermed gav deltagerne tillid til at fortsætte deres transaktioner med hinanden via FMI'erne. For eksempel var der ved konkursen i Lehman Brothers registreret valutahandler, indgået af Lehman Brothers, i CLS-systemet til afvikling i flere dage efter konkursen. Disse handler blev afviklet planmæssigt i følge CLS' regler.

BAGGRUND FOR DE NYE PRINCIPPER

I 1974 udløste en konkurs i tyske Bankhaus Herstatt en dominoeffekt af finansielle problemer blandt bankens modparter i handlen med valuta.¹ Hændelsen satte for alvor fokus på behovet for at styre og begrænse risici i forbindelse med betalingsafvikling. Centralbankers arbejde på området er siden blevet koordineret internationalt i regi af BIS². Sidst i 1980'erne begyndte et arbejde med at udvikle internationale standarder for betalings- og afviklingssystemer, idet it-udviklingen efterhånden havde muliggjort, at betydelige betalings- og handelstransaktioner passerede gennem systemerne. I 1990 blev Lamfalussy-standarderne³ de første internationale standarder for betalingssystemer. I 1989 udgav Group of Thirty⁴ ni anbefalinger til værdipapirafviklingssystemer. Siden er de internationale standarder som følge af udviklingen inden for betalings- og afviklingssystemer med mellemrum blevet opdateret, og i 2004 kom de første standarder for centrale modparter.

De seneste internationale standarder fra 2012, kaldet principper for FMI'er, er udarbejdet af CPSS-IOSCO, der er en arbejdsgruppe under G20⁵. Principperne kombinerer og sammenskriver tre sæt af internationale standarder for henholdsvis betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer og CCP'er.⁶ Målet med ét fælles sæt principper er en mere

¹ For en beskrivelse af konkursen i Bankhaus Herstatt, se Danmarks Nationalbank (2005).

² Bank for International Settlement, BIS, er centralbankernes bank.

³ Opkaldt efter M. A. Lamfalussy, der ledede arbejdet med standarderne, jf. BIS (1990).

⁴ Benævnes også Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc.

⁵ G20 er en gruppe af finansministre og centralbankledere fra 20 store lande.

⁶ Jf. henholdsvis BIS (2001), CPSS-IOSCO (2001) og CPSS-IOSCO (2004).

STYRKELSE AF DERIVATMARKEDERNE MED CLEARING VIA CCP'ER

Boks 2

Konkursen i Lehman Brothers og redningerne af investeringsbanken Bear Stearns og forsikringselskabet AIG satte fokus på svagheder i derivatmarkederne, i særlig grad kreditderivaterne – credit default swaps, CDS, – som er en form for forsikring mod tab ved konkurs. CDS'er var typisk ikke-standardiserede aftaler "over-the-counter", OTC, som ikke blev handlet og registreret på fx en børs eller en handelsplatform.

I perioden op til finanskrisen solgte AIG og Bear Stearns i meget stort omfang CDS'er. CDS-markedet var i hastig vækst, og samme CDS kunne videresælges talrige gange med en hel kæde af adskillige modparter til følge. Subprime-krisen i USA og konkursen i Lehman Brothers i 2008 udløste store udbetalinger fra sælgerne af CDS'erne. Det viste sig vanskeligt at udrede, hvem modparterne var, og hvem der i sidste ende var eksponeret, da oplysninger om CDS'erne ikke var systematisk registreret. Det stod derimod klart, at hvis en stor aktør på CDS-markedet kom i problemer, så ville det påvirke mange modparter, som dermed også kunne få problemer.

I Europa adresseres disse udfordringer i EMIR-forordningen. Ifølge denne forordning skal der ske central clearing af alle standardiserede OTC-derivater, og der stilles øgede krav til risikostyring for ikke-standardiserede derivater. Endvidere skal der være handelsregistre, så der fx ingen tvivl er om omfanget af åbne derivatkontrakter og om, hvem modparterne er. Alle handler med OTC-derivater skal indberettes til et handelsregister.

Mere central clearing af derivater i CCP'er øger CCP'ernes systemiske vigtighed og dermed behovet for overvågning. Derfor har de nye principper særligt fokus på at begrænse risici i CCP'er, og handelsregistre er også omfattet. I de nye principper er CPSS-IOSCO's hidtidige standarder for CCP'er¹ indarbejdet, og det gælder også retningslinjerne fra 2010 for CCP'er, som clearer OTC-derivater.²

¹ Jf. CPSS-IOSCO (2004).

² Jf. CPSS-IOSCO (2010).

konsistent overvågning på tværs af forskellige typer FMI'er. Principperne afspejler desuden erfaringerne fra finanskrisen, og på baggrund heraf øger de nye principper kravene til bl.a. risikostyring og governance i FMI'er. Endvidere viste finanskrisen, at der var behov for, at flere finansielle produkter, som fx derivater, cleares og afvikles gennem CCP'er. Principperne lægger således særlig vægt på at styre risici i CCP'er, se boks 2.

PRINCIPPER FOR FINANSIELLE MARKEDSINFRASTRUKTURER

Der er 24 principper fordelt på 9 emneområder. Visse principper er kun relevante for nogle typer af FMI'er, fx er flere af dem kun relevante for CCP'er. Der lægges i de nye principper vægt på en overordnet og integreret risikostyring med passende governance og brug af stresstests. Alle relevante former for risici skal identificeres og styres, og der er bl.a. øget fokus på risici i relation til gensidige afhængigheder, operationelle risici

RISICI VED CLEARING OG AFVIKLING AF FINANSIELLE TRANSAKTIONER

Boks 3

- *Juridisk risiko* er risikoen for tab som følge af kontrakter og aftaler, der er ugyldige eller ikke kan håndhæves. Det kan skyldes, at der er usikkerhed om det juridiske grundlag eller, at det ikke kan håndhæves som forventet.
- *Kreditrisiko* dækker over risikoen for tab som følge af, at en modpart ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser, hverken på afviklingstidspunktet eller på et senere tidspunkt. Særlige former for kreditrisiko er *hovedstolsrisiko*, hvor hele transaktionsbeløbet er eksponeret, og *genplaceringsrisiko*, der er omkostningen ved at genanskaffe et aktiv, fx hvis et værdipapir ikke modtages som forventet.
- *Likviditetsrisiko* er risikoen for at lide tab, fordi en betaling ikke modtages på det forventede tidspunkt. Tabet kan opstå, hvis der på forhånd er disponeret over likviditeten, som derfor skal skaffes med kort varsel. At skaffe ny likviditet med kort varsel er ofte forbundet med ekstraordinære omkostninger, fx en højere rente.
- *Operational risiko* defineres som de risici for tab, der følger af systemnedbrud, menneskelige fejl, brud på interne procedurer og eksterne begivenheder som fx naturkatastrofer, terrorisme, mv. Operationelle risici giver sig udslag i tab af materielle (hardware) og immaterielle (software) aktiver eller ved, at der opstår uventede kredit- og likviditetseksponeringer.
- *Forretningsrisiko* er risikoen for tab, der kan opstå i forbindelse med driften som virksomhed. Eksempler er ugunstige markedsforhold, dårlig udførelse af forretningsstrategi, juridiske eller operationelle risici, som betyder, at omkostninger overstiger indtægter og dermed reducerer kapitalen. Forretningsrisiko er således ikke relateret til selve clearing og afviklingen.
- *Opbevaringsrisiko* er risikoen for tab af aktiver, der opbevares i et værdipapirdepot eller hos en depotbank. Den kan udløses som følge af utilstrækkelig registrering, dårlig administration eller svindel med værdipapirdepotet eller svindel i depotbanken. Opbevaringsrisiko kan også opstå, hvis værdipapircentralen eller særligt depotbanken går konkurs eller skal afvikles, og der samtidig ikke er tilstrækkelig registrering af, hvem der ejer aktiverne fx i form af værdipapirer.
- *Investeringsrisiko* er risikoen for tab på FMI'ens investeringer af egne aktiver eller deltagernes aktiver.

og forretningsrisici, dvs. risici i forbindelse med FMI'ens drift som virksomhed. I boks 3 beskrives de risici, som kan opstå i forbindelse med clearing og afvikling af finansielle transaktioner. De nye principper øger endvidere gennemsigtigheden, idet der stilles krav om, at der offentliggøres flere oplysninger end tidligere. I det følgende beskrives principperne med vægt på øgede krav i forhold til de hidtidige internationale standarder.

Overordnet organisering

Princip 1-3 omhandler den overordnede organisering i en FMI. Der skal, jf. princip 1, være et velfunderet juridisk grundlag, som kan håndhæves i alle jurisdiktioner, hvor en FMI opererer. Princip 2 fastslår, at der skal

være en klar og transparent governancestruktur, som fastlægger kompetence- og ansvarsfordeling mellem forskellige ledelsesniveauer. Endvidere skal finansiel stabilitet være en eksplicit målsætning for FMI'en. I princip 3 skærpes kravene til de overordnede rammer for styring af forskellige risici, som FMI'en kan blive udsat for – også risici, som FMI'en påfører andre aktører. Det fremhæves særligt, at der skal være fokus på risici som følge af gensidige afhængigheder mellem FMI'en og andre aktører.

Styring af kredit- og likviditetsrisici

Princip 4 om kreditrisiko og princip 7 om likviditetsrisiko er centrale, da både FMI'en selv og dens deltagere kan udsættes for kredit- og likviditetsrisici. En FMI skal derfor måle og styre disse risici. De nye principper strammer tilgangen til styring af risiciene med bl.a. krav om regelmæssige stresstests. FMI'en skal have regler for at håndtere eventuel likviditetsmangel og eventuelle kredittab, hvis værdien af stillede sikkerheder viser sig utilstrækkelig.

Princip 5 om sikkerhedsstillelse er nyt og skærper krav til sikkerhedsstillelssystemer og brug af sikkerhedsstillelse. FMI'er, som benytter sikkerhedsstillelse til at styre kreditrisiko, skal kun acceptere sikkerheder med lave kredit-, likviditets- og markedsrisici.

Princip 6 beskriver marginkrav til CCP'er, dvs. krav til, at deltagerne stiller sikkerhed for deres positioner. Det supplerer princip 4 om kreditrisiko specifikt med hensyn til CCP'er, der har særlige udfordringer på kreditområdet.

Planmæssig afvikling i centralbankpenge

Princip 8-10 skal sikre, at afviklingen gennemføres planmæssigt. FMI'en bør sikre klar og sikker endelig afvikling, der senest finder sted ved udgangen af afviklingsdagen. Pengeafvikling bør så vidt muligt foregå i centralbankpenge for at eliminere kreditrisici. Ved fysiske leveringsforpligtelser såsom fysiske værdipapirer bør risici forbundet hermed overvåges og styres.

Værdipapircentraler og afviklingssystemer

Princip 11-12 retter sig mod værdipapircentraler og afviklingssystemer, der varetager afvikling af transaktioner med to forbundne forpligtelser, fx værdipapir- og valutahandler. Værdipapircentralers regler og procedurer skal sikre, at kunders værdipapirer beskyttes, samt minimere og styre risici forbundet med at opbevare og overføre værdipapirer. Der er et større krav til afstemning i værdipapircentraler, som i princip 11 anbefales at ske dagligt. I princip 12 anbefales, at hovedstolsrisiko elimineres

ved at benytte samtidig udveksling af forbundne forpligtelser, fx ved at anvende delivery versus payment, DvP, i afviklingen af værdipapirhandlinger og payment versus payment, Pvp, ved valutahandler.

Styring af en deltagers konkurs/afvikling eller operationelle nedbrud

I princip 13 skal en FMI have effektive regler og procedurer til at håndtere en deltagers konkurs/afvikling. Det nye er, at det også gælder håndtering af et operationelt nedbrud hos en deltager.

Princip 14 vedrører kun CCP'er. Princippet har til formål at beskytte indirekte deltagere og kunder i tilfælde af en direkte deltagers konkurs/afvikling. Det sikres bl.a. ved at stille krav om at adskille kunders og indirekte deltageres positioner og sikkerhedsstillelse fra den direkte deltagers.

Styring af forretnings- og operationelle risici

I princip 15 stilles, som noget nyt, krav til styring af forretningsrisiko. En FMI skal identificere scenarier, som fx faldende omsætning eller tab af kunder, der potentielt kan forhindre den i at fortsætte sin virksomhed. FMI'en skal have likviditet til mindst seks måneders driftsudgifter og tilstrækkelig kapital til, at driften kan fortsætte, hvis der opstår forretningsstab. Endvidere skal der foreligge en plan for økonomisk retablering eller gradvis afvikling af virksomheden. Årsagen til de nye krav er, at FMI'er ofte har en monopollignende status og derfor ikke kan erstattes hurtigt.

Princip 16 vedrører opbevarings- og investeringsrisici. Som hidtil skal der være sikker opbevaring og hurtig adgang til aktiver, og en FMI's investeringer bør ske i aktiver med minimale risici.

Princip 17 øger kravene til styring af operationelle risici med bl.a. forankring af risikostyringen i den øverste ledelse. Kritiske it-systemer skal kunne genoptage driften inden for maksimalt to – mod tidligere fire – timer efter en driftsforstyrrelse. Fokus er øget på eksterne risici fra fx serviceleverandører og outsourcing. En FMI kan stille operationelle krav til kritiske deltagere, og myndigheder kan stille krav vedrørende FMI'ens aftaler med kritiske serviceleverandører¹. En FMI, der har outsourcet dele af sin drift til en serviceleverandør, skal sikre, at denne drift opfylder samme krav, som ville gælde, hvis FMI'en havde beholdt driften internt. Dermed kan de nye principper tillige være aktuelle for serviceleverandører.

¹ Dette er uddybet i CPSS-IOSCO (2012a), annex F. Kravene heri stemmer overens med de krav, som stilles i den danske outsourcingbekendtgørelse.

Adgang for en bred kreds af deltagere

Princip 18-20 vedrører i bred forstand adgang til FMI'er. Princip 18 anbefaler, at FMI'er har fair og åben adgang for en bred kreds af deltagere. Princip 19, som er nyt, behandler risici i forbindelse med indirekte deltagere i systemerne. Det medfører krav til FMI'erne om som minimum at indsamle information om indirekte deltagere. Princip 20 vedrører links mellem værdipapircentraler og styringen af risici forbundet hermed.

Effektiv drift og imødekomme af behov

Princip 21 og 22 omhandler effektiv forretningsdrift. Der er i princip 21 øget fokus på, at FMI'en effektivt imødekommer deltagernes og markedernes behov. FMI'en skal tage højde for praktisk anvendelighed og omkostninger for ikke blot systemets deltagere – men også for deltagernes kunder og andre relevante parter. Myndigheder har nu et eksplicit ansvar for at vurdere omkostninger i FMI'er med markedsdominans. Princip 22 drejer sig om, at en FMI bør bruge, eller som minimum tilpasse sig, internationalt accepterede procedurer og standarder for kommunikation.

Gennemsigtighed ved mere videregivelse af information

Formålet med princip 23 er at øge gennemsigtigheden bl.a. ved at stille krav om, at FMI'en skal offentliggøre regler og procedurer samt kvantitative data om anvendelse og drift. Som noget nyt skal FMI'en endvidere foretage og offentliggøre sin egen vurdering af, om de nye principper efterleves. CPSS-IOSCO har i tillæg til principperne udarbejdet specifikke rammer for FMI'ens videregivelse af denne information (disclosure framework)¹ og er ved at udarbejde en rapport vedrørende regelmæssig offentliggørelse af kvantitative data.

Princip 24 er nyt og omfatter handelsregistre for OTC-derivater. Registerne skal samle markedsdata bl.a. til brug for myndigheder og offentligheden.

MYNDIGHEDSANSVAR

Ud over de 24 principper for FMI'er har CPSS-IOSCO også udarbejdet 5 myndighedsansvar for regulering, tilsyn og overvågning af FMI'er og implementering af principperne. Mens principperne henvender sig til FMI'erne, er de 5 ansvar rettet mod myndighederne på området, herunder centralbanker og tilsynsmyndigheder. De 5 myndighedsansvar er beskrevet i boks 4.

¹ Jf. BIS (2012b).

MYNDIGHEDERNES 5 ANSVARSOMRÅDER	Boks 4
<p>A. <i>Regulering, tilsyn og overvågning</i>: FMI'er skal være under passende og effektiv regulering, tilsyn og overvågning af en centralbank, en markedsregulator eller en anden relevant myndighed.</p> <p>B. <i>Beføjelser og resurser</i>: Centralbanker, markedsregulatorer og andre relevante myndigheder skal have beføjelser og resurser til effektivt at udføre deres regulerings-, tilsyns- og overvågningsforpligtelser over for FMI'er.</p> <p>C. <i>Offentliggørelse af politikker</i>: Centralbanker, markedsregulatorer og andre relevante myndigheder skal klart definere og offentliggøre deres politik for regulering, tilsyn og overvågning af FMI'er.</p> <p>D. <i>Anvendelse af principperne</i>: Centralbanker, markedsregulatorer og andre relevante myndigheder skal indføre CPSS-IOSCO's principper for FMI'er og anvende dem konsistent.</p> <p>E. <i>Samarbejde med andre myndigheder</i>: Centralbanker, markedsregulatorer og andre relevante myndigheder skal samarbejde med hinanden efter behov, både indenlands og internationalt, med henblik på at fremme sikre og effektive FMI'er.</p>	

Centralbankers ansvar som overvågningsmyndighed er ikke ændret væsentligt¹. Dog er det nyt, at en overvågningsmyndighed, jf. ansvar A, skal offentliggøre kriterier for, hvilke FMI'er der skal overvåges. Endvidere præciseres i ansvar D, at myndighederne som *minimum* skal anvende de nye principper på alle systemisk vigtige FMI'er. Det åbner for, at også andre finansielle infrastrukturer efter behov kan overvåges efter de nye principper. Ansvar E lægger i højere grad end tidligere op til samarbejde mellem myndigheder. Det præciseres, at der skal være mindst én myndighed, som påtager sig ansvaret for et effektivt samarbejde og udveksling af information, så myndigheder så vidt muligt overvåger alle relevante områder uden at duplikere hinandens arbejde.

Vurderingsvejledning

Som led i overvågningen skal det regelmæssigt vurderes, om de overvågede FMI'er efterlever principperne. CPSS-IOSCO har som supplement til principperne udarbejdet en vejledning² til de myndigheder, der skal vurdere dette. Endvidere gives vejledning til at vurdere, om en myndighed lever op til de fem myndighedsansvar. Vurderingsvejledningen skal medvirke til en konsistent implementering og anvendelse af principperne og samtidig fremme objektiviteten og sammenligneligheden, når forskellige FMI'er vurderes.

¹ Hittidige standarder for centralbankers overvågning fremgår af BIS (2005).

² Jf. BIS (2012b).

IMPLEMENTERING I NATIONALBANKENS OVERVÅGNING

Nationalbanken er den primære myndighed for overvågning af FMI'er i Danmark. Nationalbankens rolle i relation til overvågning af finansielle infrastrukturer er forankret i nationalbanklovens § 1, hvoraf det fremgår, at Nationalbanken har til opgave at "opretholde et sikkert pengevæsen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning". Nationalbankens beføjelser i relation til systemisk vigtige betalingssystemer er endvidere præciseret i værdipapirhandelsloven. Nationalbanken overvåger som nævnt Kronos, VP-afviklingen og Sumclearingen. Derudover er Nationalbanken medovervåger af de udenlandske systemer Target2, CLS og EMCF, jf. boks 1.

Nationalbankens overvågning er tilrettelagt ud fra internationale principper for overvågningsmyndigheders ansvar, jf. ovenfor, og vurderingen af de overvågede systemer sker i forhold til de internationale principper. Nationalbanken er derfor i gang med at implementere de nye principper og myndighedsansvar i overvågningsarbejdet i Danmark. Det sker i samarbejde med systemejere og operatører af de overvågede systemer. Som krævet i myndighedsansvar C har Nationalbanken offentliggjort sin overvågningspolitik "Nationalbankens politik for overvågning af den finansielle infrastruktur i Danmark"¹, der beskriver rammer og metode for overvågningen. Overvågningspolitikken vil blive opdateret med udgangspunkt i de nye principper og ansvarsområder.

Også Finanstilsynet har beføjelser med hensyn til FMI'er. Finanstilsynet fører tilsyn med VP og de fællesejede datacentraler, herunder Nets, der er driftsoperatør af Sumclearingen, og BEC, der er driftsleverandør til Nationalbanken. Overvågning af operationel risiko i de systemisk vigtige danske finansielle infrastrukturer sker derfor i samarbejde mellem Nationalbanken og Finanstilsynet. Dette samarbejde er, som anbefalet i myndighedsansvar E, reguleret af en aftale – et såkaldt memorandum of understanding – fra 2001. Den vil blive opdateret, så den afspejler, at FMI'er fremover overvåges i forhold til de nye principper.

De danske systemers efterlevelse af de nye principper

Nationalbanken drøfter i øjeblikket indholdet af principperne med de danske systemejere. Målet er at opnå en fælles forståelse af princippernes indhold og de nye krav, der vil blive stillet til den danske infrastruktur. Principperne er på nogle områder formuleret så overordnet, at de ikke uden videre kan anvendes på de danske systemer. På andre områder er principperne formuleret, så de primært henvender sig til FMI'er,

¹ Danmarks Nationalbank (2007).

der er organiseret som private virksomheder. Det er op til den relevante myndighed at fortolke og udmønte principperne i konkrete krav, der har relevans for det specifikke system, som de anvendes på. Ved implementeringen af de nye principper i Danmark vil der blive taget hensyn til særlige forhold i den danske infrastruktur, herunder til organiseringen af de danske FMI'er.

Nationalbanken vurderede i 2011/12 systemerne Kronos, Sumclearingen og VP-afviklingen mod de hidtidige standarder for henholdsvis betalingssystemer og værdipapirafviklingsystemer. Vurderingerne viste, at systemerne på langt de fleste områder lever op til de internationale standarder, der var gældende på det tidspunkt. Kun på enkelte områder var der mindre anmærkninger til systemerne. Der vil derfor ikke umiddelbart blive udarbejdet nye, komplette vurderinger af systemerne som følge af de nye principper. I stedet vil overvågningen fokusere på de områder, hvor de nye principper adskiller sig væsentligt fra de standarder, som systemerne senest er blevet vurderet efter.

Ifølge princip 23 forventes det, at systemejerne udarbejder og offentliggør en detaljeret beskrivelse af, hvordan systemet efterlever principperne. Beskrivelsen skal opdateres mindst hvert andet år samt efter væsentlige systemændringer eller andre væsentlige ændringer. Nationalbanken vil i dialog med de danske systemejere fastlægge de nærmere vilkår for disse offentliggørelser. Nationalbanken vil endvidere drøfte udveksling af information til brug for overvågningen med systemejerne herunder offentliggørelse af kvantitative data, når rapporten fra CPSS-IOSCO herom foreligger, jf. ovenfor.

Implementeringen af de nye CPSS-IOSCO-principper vil indeholde nye krav til systemerne, som de ikke nødvendigvis opfylder endnu. Det er vigtigt at pointere, at det endelige ansvar for, at en FMI er sikker og effektiv og lever op til principperne, ligger hos systemet selv.

LITTERATUR

BIS (1990), Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries.

BIS (2001), Core principles for systemically important payment systems.

BIS (2005), Central bank oversight of payment and settlement systems.

CPSS-IOSCO (2001), Recommendations for securities settlement systems.

CPSS-IOSCO (2004), Recommendations for central counterparties.

CPSS-IOSCO (2010), Guidance on the application of 2004 CPSS-IOSCO recommendations for central counterparties to OTC derivatives CCPs.

CPSS-IOSCO (2012a), Principles for financial market infrastructures.

CPSS-IOSCO (2012b), Principles for financial market infrastructures: Disclosure framework and assessment methodology.

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

Danmarks Nationalbank (2007), Nationalbankens politik for overvågning af den finansielle infrastruktur i Danmark, *Finansiel stabilitet*.

FSB (2010), Implementing OTC derivatives market reforms.

Jensen, Annemette Skak (2008), Kreditderivater – Credit default swaps, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Ukonventionelle pengepolitiske tiltag

Bjarke Roed-Frederiksen og Christian Helbo Andersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

De fleste centralbanker satte de pengepolitiske renter kraftigt ned under finanskrisen, og i de største avancerede økonomier nåede renten nul eller meget tæt på. Hermed var muligheden for at understøtte økonomierne gennem rentenedsættelser udtømt. For at afværge en lang periode med svag vækst og faldende priser har flere centralbanker i stedet lempet pengepolitikken gennem såkaldte ukonventionelle pengepolitiske tiltag. Disse omfatter bl.a. likviditetsstøtte, som fx er udvidelser af eksisterende lånefaciliteter eller implementering af nye for at forbedre likviditeten i banksystemet. En anden type tiltag er opkøb af værdipapirer. Det kan enten være såkaldte kreditlempelser, som er målrettede opkøb af værdipapirer på specifikke markeder, hvor risikopræmierne er presset op i et niveau, der vurderes at være ude af trit med de underliggende økonomiske forhold, eller opkøb af værdipapirer med lang løbetid for generelt at bringe de lange renter ned og dermed stimulere den økonomiske aktivitet. Sidstnævnte betegnes kvantitative lempelser.

Artiklen gennemgår indholdet i og formålet med de forskellige ukonventionelle tiltag fra Den Europæiske Centralbank, ECB, Bank of England, Bank of Japan og den amerikanske centralbank, Federal Reserve. Herefter beskrives, hvordan initiativerne vurderes at påvirke de finansielle markeder og makroøkonomien. Artiklens sidste del ser med baggrund i empiriske studier på, om tiltagene har haft den ønskede effekt.

De fleste undersøgelser tyder på, at både Federal Reserves og Bank of Englands opkøbsprogrammer har reduceret markedsrenterne, selv om størrelsesordenen vurderes forskelligt. Samtidig ser opkøbsprogrammerne ud til at have øget aktiekurserne og andre aktivpriser. Effekterne på realøkonomien er sværere at kvantificere, men også her tyder mange studier på, at der har været en positiv effekt. ECB's likviditetsstøttetiltag vurderes at have mindsket spændene mellem sikrede og usikrede lån på pengemarkedet, ligesom ECB's opkøbsinstrumenter har medvirket til at styrke effektiviteten af den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

De ukonventionelle pengepolitiske initiativer har således bidraget til krisehåndteringen og til at lempe pengepolitikken mere end, hvad der

var muligt ved alene at nedsætte den pengepolitiske rente. Ukonventionel pengepolitik virker imidlertid gennem nogle andre transmissionsmekanismer end den konventionelle, hvilket kan indebære særlige omkostninger og risici. Fx kan opkøb på specifikke markeder tænkes at påvirke de relative risikopræmier og på længere sigt have en forvriddende virkning på investorernes beslutninger. Det kan give sig udslag i uhensigtsmæssigt risikable investeringer og skabe bobler inden for visse aktivklasser. Centralbankernes øgede balancer som følge af opkøbene øger samtidig eksponeringen mod tab på de opkøbte værdipapirer. Hensigten med centralbankernes opkøb af statspapirer har ikke været at finansiere regeringernes budgetunderskud, og det er vigtigt, at opkøbene ikke fører til, at den nødvendige konsolidering af de offentlige finanser udskydes eller helt undlades. Pengepolitikken bør generelt strammes i takt med, at den økonomiske situation bedres, men i lyset af risiciene ved ukonventionelle tiltag er det særligt vigtigt, at disse trækkes tilbage i takt med, at økonomien normaliseres.

FORSKELLIGE UKONVENTIONELLE PENGEPOLITISKE TILTAG

USA

De første ukonventionelle pengepolitiske initiativer under finanskrisen fra Federal Reserve, Fed, var likviditetsstøttetiltag. Således udvidede Fed løbende de eksisterende lånefaciliteter og tilføjede en række nye gennem 2008 og 2009, jf. Blomquist mfl. (2011).

I november 2008 annoncerede Fed den første runde af opkøb af værdipapirer. Opkøbsprogrammet har siden fået tilnavnet QE1¹. Opkøbene blev indledt i januar 2009 og fortsatte, efter at opkøbsrammen blev udvidet i marts 2009, til og med marts 2010. Fed opkøbte under QE1 samlet for 1.425 mia. dollar realkreditobligationer og 300 mia. dollar lange statsobligationer svarende til samlet ca. 12 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. Fed karakteriserede opkøbene som kreditlempelser, fordi formålet var at understøtte funktionaliteten af kreditmarkedet. Opkøbene var målrettet markedet for realkreditobligationer, som blev vurderet ikke at fungere optimalt.

Den anden runde af opkøb fra november 2010 til juni 2011, QE2, betegnede Fed som kvantitative lempelser, idet opkøbene af værdipapirer med lang løbetid havde til formål at bringe de lange renter ned og understøtte økonomien. Fed opkøbte under QE2 for 600 mia. dollar statsobligationer.

¹ Quantitative easing, dvs. kvantitativ lempelse.

I september 2011 påbegyndte Fed sit program til forlængelse af løbetider, kaldet Operation Twist. Fed opkøbte frem til udgangen af 2012 for 667 mia. dollar statsobligationer med en løbetid på mellem 6 og 30 år finansieret ved salg af beholdningen af obligationer med en løbetid under 3 år. Formålet var igen at bringe de lange statsrenter ned og dermed understøtte økonomiens genopretning.

Den foreløbigt seneste runde af kvantitative lempelser, QE3, blev annonceret i september 2012 og udvidet i december 2012. Fed har meddelt, at man vil opkøbe for 40 mia. dollar realkreditobligationer og 45 mia. dollar lange statsobligationer pr. måned. Opkøbene vil fortsætte, indtil udsigterne for arbejdsmarkedet forbedres markant. Formålet er at lægge et nedadgående pres på de lange renter og dermed understøtte det økonomiske opsving.

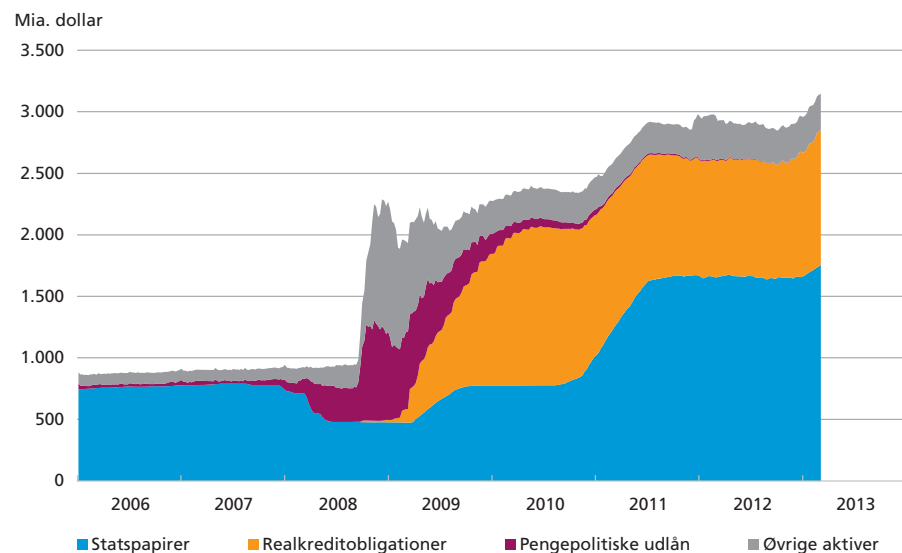
Som følge af de mange ukonventionelle pengepolitiske tiltag er Fed's balance øget markant fra under 1.000 mia. dollar (ca. 7 pct. af BNP) før finanskrisen til over 3.000 mia. (næsten 20 pct. af BNP) i dag, jf. figur 1. Samtidig er sammensætningen ændret betydeligt.

Storbritannien

Bank of England, BoE, annoncerede sit program med kvantitative lempelser i marts 2009. Inden da havde BoE udvidet flere af sine lånefaciliteter. Under opkøbsprogrammet købte BoE værdipapirer (primært stats-

FEDERAL RESERVES AKTIVER

Figur 1

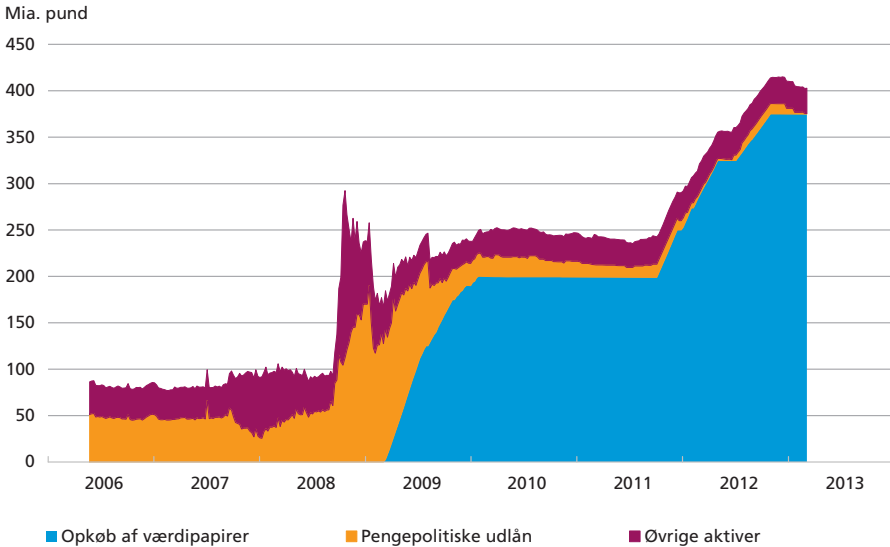


Anm.: Pengepolitiske udlån består af repoforretninger og udlån via de forskellige udlånsfaciliteter. Øvrige aktiver er beregnet residualt.

Kilde: Federal Reserve.

BANK OF ENGLANDS AKTIVER

Figur 2



Anm.: Bank of Englands opkøb sker i en regnskabsmæssigt adskilt fond. Hermed indgår de opkøbte værdipapirer ikke i BoE. I stedet indgår BoE's udlån til fonden i balancen. På figuren er opkøbene vist, som om de indgår direkte på balancen. Pengepolitiske udlån er kortsigtede markedsoperationer og langsigtede repoforretninger. Øvrige aktiver er beregnet residualt.

Kilde: Bank of England.

obligationer) for 200 mia. pund frem til november 2009. Formålet var at lempe pengepolitikken mere, end det var muligt ved alene at sætte den pengepolitiske rente til tæt på nul. Programmet blev udvidet med opkøb for 75 mia. pund i oktober 2011, med 50 mia. i februar 2012 og med yderligere 50 mia. i juli 2012. Opkøbene, som løb frem til udgangen af 2012, udgjorde således samlet 375 mia. pund svarende til ca. 25 pct. af BNP, jf. figur 2.

Ud over de kvantitative lempelser har BoE også implementeret et program kaldet Funding for Lending Scheme, hvor centralbanken stiller billig finansiering til rådighed for de banker, der øger deres udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Formålet er at tilskynde bankerne til at øge kreditgivningen. Ifølge BoE skal tiltaget bl.a. ses i lyset af, at den finansielle krise har medført en kraftig stigning i finansieringsomkostningerne for britiske banker og mindsket kreditgivningen til husholdninger og virksomheder. Programmet blev åbnet i august 2012 og løber til udgangen af januar 2014.

Euroområdet

ECB gennemførte ligesom Fed og BoE en række likviditetsstøttetiltag under finanskrisen. Bl.a. forøgede ECB størrelsen af operationerne for tildeling af likviditet i oktober 2008 og implementerede ubegrænset

tildeling med fast rente – i stedet for som tidligere fast mængde og markedsbestemt rente.

I maj 2009 annoncerede ECB sit første program til opkøb af værdipapirer, Covered Bond Purchase Programme, CBPP, og opkøbte for 60 mia. euro særligt dækkede obligationer frem mod juni 2010. Opkøbene blev i maj 2010 suppleret af Securities Market Programme, SMP, som indeholdt opkøb af især statsobligationer. Der var ingen øvre grænse for opkøb under SMP. De fleste opkøb fandt sted i maj og juni 2010 og igen fra august 2011 til januar 2012. Samlet købte ECB under SMP for 220 mia. euro, svarende til ca. 2,5 pct. af euroområdet's BNP. Næsten halvdelen var italienske statspapirer. I november 2011 påbegyndte ECB endnu et CBPP-program til opkøb af særligt dækkede obligationer, men opkøbene var beskedne.

Formålet med opkøbene under de tre programmer var at mindske markedsspændinger, som begrænsede den pengepolitiske transmissionsmekanisme og dermed svækkede udøvelsen af pengepolitikken orienteret mod at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Det primære formål var altså at sikre, at nedsættelserne af de pengepolitiske renter slog igennem på markedsrenterne. Omfanget af opkøb har været begrænset, både sammenlignet med Fed's og BoE's opkøb og med størrelsen af de markeder, der er købt op i. ECB's samlede opkøb udgør omkring 3 pct. af BNP, mens Fed's opkøb frem til og med 1. januar 2013 udgør ca. 17 pct. og BoE's omkring 25 pct.

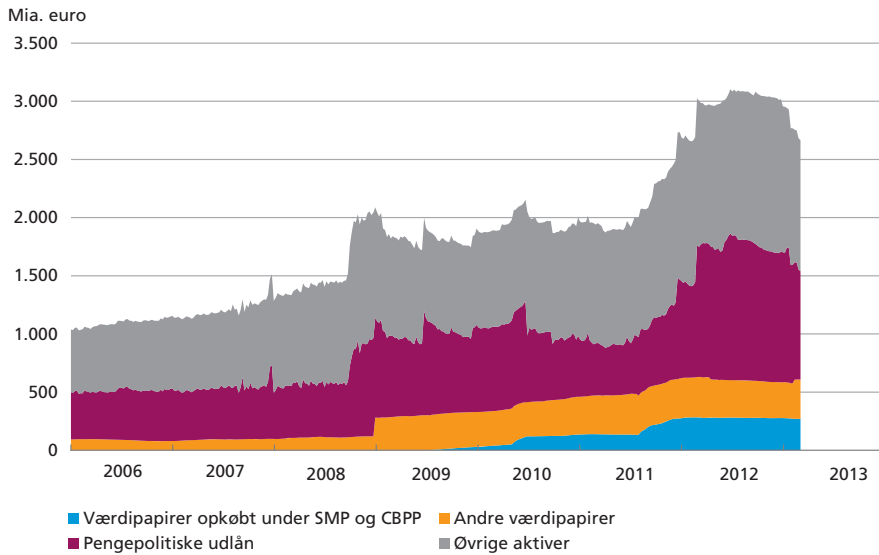
ECB's begrænsede opkøb skal ses i lyset af, at ECB i højere grad end de to andre store centralbanker har fokuseret på likviditetsstøtte frem for kvantitative lempelser, jf. figur 3. Således gennemførte ECB i december 2011 og februar 2012 for første gang pengemarkedsoperationer med tre års løbetid, hvor bankerne samlet på de to operationer lånte over 1.000 mia. euro af ECB svarende til over 10 pct. af BNP.

ECB's fokusering på likviditetsstøttetiltag skal ses på baggrund af, at de europæiske virksomheder i højere grad end de amerikanske baserer finansieringen på banklån frem for fx virksomhedsobligationer. Ved udgangen af 2007 udgjorde det samlede bankudlån til den private sektor 145 pct. af BNP i euroområdet, men kun 63 pct. af BNP i USA, jf. Bini Smaghi (2009).

ECB's relativt begrænsede opkøb skal også ses i lyset af de institutionelle rammer i det europæiske samarbejde. Fx indebærer EU-traktaten forbud mod såkaldt monetær finansiering i form af fx kreditgivning til europæiske eller nationale myndigheder. Samtidig er ECB i modsætning til fx Fed og BoE centralbank for mere end ét land, så opkøb skal fordeles på værdipapirer fra flere lande. Det rejser en særlig problemstilling om fordelingen af opkøbene og eventuel forskelsbehandling af landene, jf. Bini Smaghi (2009).

ECB'S AKTIVER

Figur 3



Anm.: Figuren viser Eurosystemets aktiver. Eurosystemet består af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet. Ved udgangen af 2008 blev der foretaget en regnskabsmæssig reklassificering, som øgede beholdningen af andre værdipapirer. Pengepolitiske udlån er main refinancing operations, MRO, og longer-term refinancing operations, LTRO. Øvrige aktiver er beregnet residualt.

Kilde: ECB.

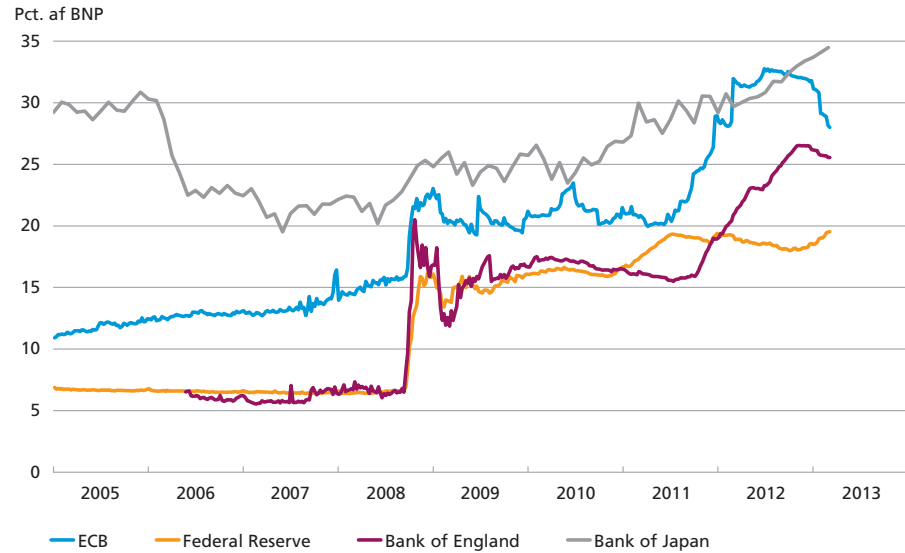
I september 2012 annoncerede ECB et nyt opkøbsprogram kaldet Outright Monetary Transactions, OMT. Samtidig blev SMP-programmet formelt afsluttet. OMT giver mulighed for at opkøbe statspapirer med en løbetid på 1-3 år på det sekundære marked fra kriseramte eurolande, som har indgået et program med eurolandenes redningsfonde og lever op til programmets konditionaliteter. ECB har endnu ikke foretaget opkøb under OMT. Formålet med OMT er ligesom med SMP at sikre den pengepolitiske transmissionsmekanisme i alle eurolande. Samtidig ønsker ECB at sikre den finansielle stabilitet, og at der ikke er lande, som forlader eurosamarbejdet. Formålet er altså at adressere skævheder på statsobligationsmarkedet, som skyldes investorerne ubegrundede bekymringer for, at eurosamarbejdet bryder sammen.

Japan

Bank of Japan er den første centralbank, som har gennemført kvantitative lempelser i de senere år, idet man allerede i marts 2001 begyndte at opkøbe en række forskellige værdipapirer, primært lange statsobligationer. Formålet var i første omgang ikke direkte at få de lange renter ned, men derimod at øge de kommercielle bankers likviditetssituation og dermed forbedre deres muligheder for at øge udlånet. Opkøbene

CENTRALBANKERNES BALANCE

Figur 4



Kilde: ECB, Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan og Reuters EcoWin.

ophørte i 2006, men blev genoptaget i begyndelsen af 2009 og i større stil med annonceringen af et nyt opkøbsprogram i oktober 2010.

At Japan tidligt implementerede kvantitative lempelser afspejles i Bank of Japans balance, som allerede i 2002 udgjorde over 20 pct. af BNP. De tre andre centralbankers balancer steg først markant i efteråret 2008. I 1. halvår 2012 var ECB's balance opgjort i procent af BNP større end Bank of Japans, jf. figur 4.

TRANSMISSIONSKANALER FOR UKONVENTIONEL PENGEPOLITIK

Ukonventionel pengepolitik påvirker de finansielle markeder gennem flere transmissionskanaler, hvoraf de vigtigste tre er porteføljebalancekanalen, kreditlempelser og signaleringseffekten, jf. fx Joyce mfl. (2011b) og Joyce mfl. (2012).

Porteføljebalancekanalen virker ved, at centralbankens opkøb mindsker det resterende udbud af lange statsobligationer, hvilket får kursen til at stige og renten til at falde. Det lavere afkast og mindre udbud får samtidig private investorer til at søge mod andre aktivklasser, og det mindsker renten på fx realkredit- og virksomhedsobligationer og øger aktiekurserne. Hvis investorerne også i højere grad søger mod udenlandske aktiver, svækkes valutakursen. Effekten på valutakursen kan dog blive elimineret, hvis andre lande tilsvarende lemper pengepolitikken.

Fed's QE2 og QE3 nævnt ovenfor er eksempler på tiltag, som især er tiltænkt at virke gennem porteføljebalancekanalen.

Kreditlempelser er rettet mod at reducere likviditets- eller risikopræmien gennem målrettede opkøb af værdipapirer på specifikke markeder, hvor risikopræmierne fx på grund af lav likviditet er presset op i et niveau, der er ude af trit med centralbankens vurdering af de underliggende økonomiske forhold. Fx var Fed's opkøb af realkreditobligationer under QE1 især tiltænkt at virke som en kreditlempelse.

Den tredje kanal er signaleringseffekten. Ud over den direkte effekt af opkøb kan annonceringen af et opkøbsprogram sende et nyt signal eller øge troværdigheden af tidligere udmeldinger om, at den pengepolitiske rente holdes lav i lang tid fremover. Det kan reducere forventningen til og usikkerheden om fremtidige pengepolitiske renter og øge inflationsforventningerne. Signaleringen kan også gøres mere eksplicit, hvilket Fed's nylige udmelding om, at den pengepolitiske rente vil forblive lav, så længe ledigheden er over 6,5 pct. og inflationen under 2,5 pct., er et eksempel på.

Ligesom de ukonventionelle tiltag påvirker de finansielle markeder gennem flere forskellige transmissionskanaler, spiller markedseffekterne videre over på realøkonomien gennem en række kanaler. Bl.a. har de lavere renter normalt en positiv indvirkning på privatforbruget og investeringerne ved, at husholdninger og virksomheder kan finansiere sig billigere. De lavere renter indebærer samtidig en omfordeling fra långivere til låntagere.

De ukonventionelle tiltag virker gennem andre transmissionsmekanismer end konventionel pengepolitik. Det betyder, at de tilhørende omkostninger og risici ikke nødvendigvis er de samme som dem, der er knyttet til konventionel pengepolitik, jf. fx ECB (2011) og Joyce mfl. (2012). Centralbankernes eksponering mod tab øges således med omfanget af deres opkøbsprogrammer, og likviditetsstøttetiltagene indebærer, at centralbankerne accepterer papirer af ringere kvalitet end normalt.

Hensigten med centralbankernes opkøb af statspapirer har været at reducere det generelle renteniveau og sikre den pengepolitiske transmissionsmekanisme – og ikke at finansiere regeringernes budgetunderskud. Det er vigtigt, at opkøbene ikke fører til, at den nødvendige konsolidering af de offentlige finanser udskydes eller helt undlades. Hvis konsolideringen ikke finder sted, er der risiko for, at de private investorer mister tilliden til finanspolitikens langsigtede holdbarhed, og det vil øge statens finansieringsomkostninger via højere statsrenter. Det forværrer gældssituationen yderligere. I yderste konsekvens kan det ende med, at pengepolitikken må bruges til at finansiere regeringernes forpligtelser, såkaldt fiskal dominans over pengepolitikken.

Et andet aspekt ved de særlige tiltag er, at centralbankernes opkøb på specifikke markeder kan påvirke de relative risikopræmier og have en forvirrende virkning på investorernes beslutninger. Det kan fx give sig udslag i uhensigtsmæssigt risikable investeringer, som kan skabe bobler inden for visse aktivklasser.

Pengepolitikken bør generelt strammes i takt med, at den økonomiske situation bedres, men på grund af ovennævnte risici ved ukonventionel pengepolitik er det særligt vigtigt, at de utraditionelle tiltag trækkes tilbage i takt med, at økonomien normaliseres.

EVALUERING AF PROGRAMMERNE

De fleste undersøgelser i litteraturen tyder på, at opkøbsprogrammerne har ført til den ønskede reduktion af markedsrenterne, selv om størrelsesordenen vurderes forskelligt. Samtidig ser programmerne ud til at have øget aktiekurserne og andre aktivpriser. Effekterne på realøkonomien er sværere at kvantificere, bl.a. fordi programmerne som nævnt ovenfor virker gennem flere forskellige transmissionsmekanismer og med en vis forsinkelse.

I litteraturen benyttes forskellige metoder til at analysere effekten af opkøbsprogrammer på finansielle og makroøkonomiske variable, jf. boks 1.

I en af de få analyser fra før finanskrisen estimeres effekten af opkøb i USA og Japan, jf. Bernanke mfl. (2004). Som empiri for USA betragtes bl.a. situationen i 1990'erne, hvor den amerikanske statsgældsforvaltning annoncerede og foretog tilbagekøb som følge af de store budgetoverskud. For Japan estimeres det, at centralbankens annonceringer kun i begrænset omfang påvirkede de markedsforventninger, der er indlejret i rentekurven. Estimationsresultaterne indikerer dog også, at opkøbene bidrog til at reducere de lange statsrenter.

USA

Fed's likviditetsstøttetiltag er i mindre grad end opkøbsprogrammerne behandlet i litteraturen. I et af de studier, der analyserer effekten af tiltagene, vurderes det ud fra modelsimulationer i en DSGE-model, at de har medvirket til at undgå en endnu kraftigere økonomisk recession end den under krisen, jf. Del Negro mfl. (2011).

Efter annonceringen af kreditlempelserne under QE1 var der et markant fald i den 10-årige statsrente og i den 30-årige boligrente, jf. figur 5. De fleste studier finder da også, at Fed's opkøb var med til at fjerne en betydelig del af den ekstraordinært høje risikopræmie på realkreditobligationer og nedbringe renten på langfristede statsobligationer, jf.

METODER TIL EVALUERING AF OPKØBSPROGRAMMER

Boks 1

Effekten af opkøbsprogrammerne på renterne og andre finansielle variable undersøges oftest via event-studier. Ud over event-studier benyttes tidsrækkeanalyser og rentemodeller til at estimere sammenhænge mellem opkøbene og risikopræmierne på stats- eller realkreditmarkedet.

Event-studier er detaljerede studier af specifikke begivenheder på de finansielle markeder. I studierne analyseres udviklingen i finansielle variable på udvalgte korte tidsintervaller. Under finanskrisen skete der mange andre ting end opkøb. Det gør, at det er svært at identificere den isolerede effekt af opkøb. Fx annoncerede Fed, at man ville igangsætte en runde af opkøb og samtidig, at man ville holde renten lav i en endnu længere periode. I event-studierne søges derfor analyseret velvalgte og tilstrækkeligt snævre tidsintervaller, så sandsynligheden for, at markedsbegivenhederne skulle afspejle udsving drevet af andre begivenheder end centralbankernes annonceringer om opkøb, minimeres.

I event-studierne antages det, at effekten af opkøbsprogrammet indlejres i aktivpriserne over en kort periode på højst et par dage efter annonceringen. Analysen af specielt de senere opkøbsrunder kompliceres af, at der skal korrigeres for den information, der allerede er indlejret i markedsforventningerne. Hvis markedet allerede venter en opkøbsannoncering af en given størrelse, er det kun den del af annonceringen, der overrasker markedet, som indlejres i aktivpriserne på selve annonceringstidspunktet.

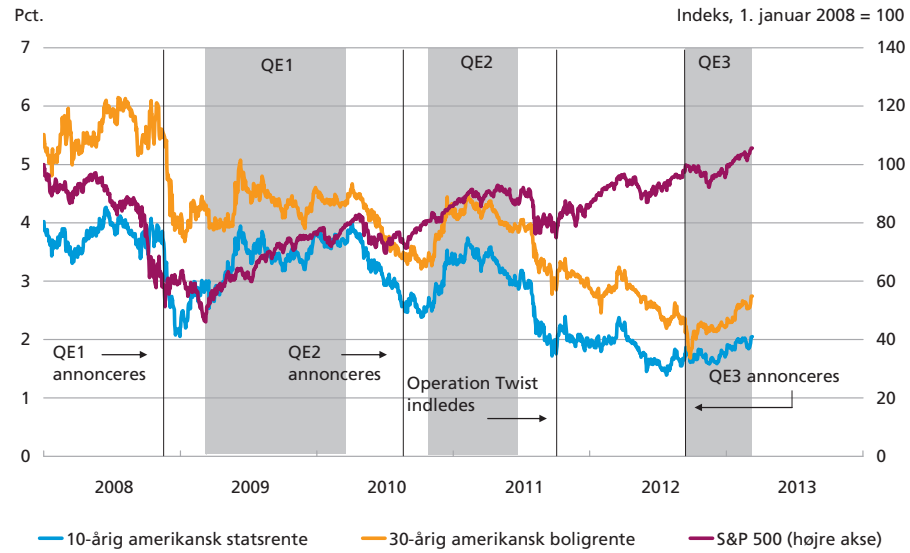
Nogle forfattere beregner de realøkonomiske effekter af ukonventionel pengepolitik ved at gå ud fra sammenhænge i en empirisk makroøkonomisk model. En anden tilgang til at evaluere effekterne er at foretage analyser inden for en dynamisk stokastisk generel ligevægtsmodel, DSGE-model. Når DSGE-modellerne udvides til at omfatte finansielle imperfektioner, er der mulighed for, at disse imperfektioner kan udbedres via særlige pengepolitiske tiltag. Når effekten af ukonventionel pengepolitik skal vurderes i en DSGE-model, gøres det ved at betragte flere scenarier. Først betragtes et grundforløb baseret på den faktisk implementerede pengepolitik og med fald i produktion og inflation, der er lige så store som observeret i data. Efterfølgende betragtes et forløb, der er simuleret under antagelse af fravær af de ukonventionelle pengepolitiske tiltag (den "kontrafaktiske" udvikling). De partielle realøkonomiske effekter af opkøbene udregnes som forskellen mellem, hvordan BNP og inflation udvikler sig i grundforløbet og i det kontrafaktiske forløb.

tabel 1. I studierne estimeres opkøbene under QE1 til at have reduceret den 10-årige statsrente med omtrent 50 basispoint, jf. Chung mfl. (2012). Der var desuden en afsmittende effekt på beslægtede markeder, jf. bl.a. Gagnon (2011). Fed's opkøb bidrog til at retablere et velfungerende sekundært marked for realkreditobligationer, jf. bl.a. Hancock og Passmore (2011). Hvis dette marked ikke havde været velfungerende, ville renterne på realkreditlån have været omtrent 30 basispoint højere.

Chung mfl. (2012) beregner også, hvor meget Fed skulle have nedsat den pengepolitiske rente for at opnå den samme effekt på de lange statsobligationsrenter, som man opnåede med QE1. Konklusionen er, at effekten af QE1 på den lange statsrente svarede til at nedsætte den

FINANSIELLE VARIABLE OG FED'S OPKØBSPROGRAMMER

Figur 5



Kilde: Bloomberg.

pengepolitiske rente med 2 procentpoint. Beregningen er dog forsimplet og alene baseret på den historiske sammenhæng mellem den lange statsobligationsrente og den pengepolitiske rente.

I litteraturen vurderes det generelt, at QE1 havde mærkbare realøkonomiske effekter, jf. bl.a. Gertler og Karadi (2013). De viser gen-

EMPIRISKE ESTIMATER FOR USA AF EFFEKTEN AF OPKØB PÅ LANGFRISTEDE OBLIGATIONER

Tabel 1

Forfattere	Empiri	Metode	Estimeret effekt af opkøb for 600 mia. dollar (\pm 2 standardafvigelse) ¹
Bernanke mfl. (2004)	Før finanskrisen	Event-studie	40 bp. (\pm 60 bp.)
Hancock og Passmore (2011)	QE1, kun realkredit	Tidsrækkeanalyse	30 bp.
Gagnon mfl. (2011)	QE1	Event-studie Tidsrækkeanalyse	30 bp. (\pm 15 bp.) 18 bp. (\pm 7 bp.)
Hamilton og Wu (2011)	QE2	Rentemodel	17 bp.
Swanson (2011)	Før finanskrisen QE2	Event-studie	15 bp. (\pm 10 bp.)

Anm.: I tabellen er estimaterne i litteraturen skaleret, så de angiver, hvad effekten er af opkøb for 600 mia. dollar (svarende til omfanget af QE2). Den statistiske usikkerhed er angivet i parentes efter estimatet for de studier, hvor standardafvigelsen rapporteres.

Kilde: Williams (2011).

nem simulationer, at QE1 løftede BNP med over 2 procentpoint. Den relativt store effekt på realøkonomien skal ses i lyset af, at bankernes udlånsmuligheder i modellen er hæmmet af bankernes svage kapital-situation på grund af prisfaldene på deres beholdning af fx realkreditobligationer. Centralbankens opkøb øger prisen på obligationerne og forbedrer derigennem bankernes kapitalforhold og deres udlånsmuligheder. I modellen får opkøb herved stor positiv effekt på realøkonomien. Analysen omfatter kun Fed's opkøb og ikke de øvrige krisehåndteringstiltag som fx Troubled Asset Relief Program, TARP, hvor det amerikanske finansministerium foretog kapitalindsud direkte i bankerne.

Med hensyn til QE2 finder de fleste event-studier, at opkøbene var med til at reducere renterne på langfristede statsobligationer med 15-20 basispoint, jf. bl.a. Swanson (2011) og Hamilton og Wu (2011). Swanson (2011) finder ydermere, at renten på obligationer med statsgaranti (fx realkreditobligationer udstedt af Fannie Mae og Freddie Mac) faldt med 13 basispoint, dvs. stort set lige så meget som på statspapirerne. Der var også en lille afsmittende effekt på virksomhedsobligationsrenterne på 2-4 basispoint. Effekten af opkøbene under QE2 var mindre end under QE1, hvilket ifølge Swanson (2011) formentlig kan tilskrives, at markedsfunktionaliteten ikke var lige så hæmmet og likviditeten ikke helt så lav som under QE1.

I de fleste studier af QE2 baseret på makroøkonomiske sammenhænge er de anslåede effekter på BNP og inflation betydelige. I Fed's empiriske makroøkonomiske model for USA er det beregnet, at QE2 løftede BNP med 0,6 procentpoint og inflationen med 0,1 procentpoint, jf. Chung mfl. (2012). Der findes dog DSGE-studier, hvor de anslåede realøkonomiske effekter af QE2 er væsentligt mindre, jf. Chen mfl. (2012), hvor effekten er 0,13 procentpoint på BNP og 0,03 procentpoint på inflationen. Resultaterne er påvirket af, at DSGE-modellen bl.a. er karakteriseret ved, at risikopræmierne på de finansielle markeder kun falder lidt, når udbuddet af langfristede statsobligationer mindskes.

Storbritannien

Det er estimeret, at første runde af BoE's opkøbsprogram har reduceret renterne på mellem- og langfristede britiske statsobligationer med ca. 1 procentpoint, jf. Joyce mfl. (2011a). Effekterne på de øvrige markedsrenter er mere usikre.

I samme analyse sammenholdes den forventede og faktiske størrelse af de annoncerede opkøb. Konklusionen er, at statspapirrenterne falder 0,62 basispoint for hver ekstra, uventet, milliard pund, der opkøbes for. Dermed gav uventede opkøb for 200 mia. pund et fald i de langfristede

statsrenter på 125 basispoint, hvor faldet kan dekomponeres i 45 basispoint fra signaleringseffekten og 80 basispoint fra porteføljebalancekanalen.

På baggrund af forskellige metoder er det estimeret, at første runde af det britiske opkøbsprogram løftede BNP med 1,5-2 procentpoint og inflationen med 0,75-1,5 procentpoint, jf. Joyce mfl. (2011b).

Euroområdet

I euroområdet har udvidelserne af lånefaciliteterne bidraget til at sikre, at den pengepolitiske transmissionsmekanisme har kunnet fungere under krisen. Det er sket ved at stabilisere pengemarkedet, jf. ECB (2011). Tilsvarende har opkøbene under SMP-programmet ifølge ECB medvirket til at sikre effektiviteten af den pengepolitiske transmissionsmekanisme, bl.a. ved at begrænse negativt afsmittende effekter fra de kriseramte eurolande under statsgældskrisen.

Selv om ECB's ukonventionelle tiltag ikke direkte har haft til hensigt at styrke efterspørgslen i økonomien, har de haft betydelige realøkonomiske effekter, jf. bl.a. Lenza mfl. (2010) og Peersman (2011). Lenza mfl. (2010) konkluderer, at de ukonventionelle tiltag understøttede kreditgivningen til den private sektor, og at arbejdsløsheden ville have været 0,5 procentpoint højere uden dem, jf. Lenza mfl. (2010).

LITTERATUR

Bernanke, Ben, Vincent Reinhart og Brian Sack (2004), Monetary policy alternatives at the zero bound: An empirical assessment, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 48.

Bini Smaghi, Lorenzo (2009), *Conventional and unconventional monetary policy*, tale ved The International Center for Monetary and Banking Studies, Genève, 28. april.

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

Chen, Han, Vasco Curdia og Andrea Ferrero (2012), The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes, *The Economic Journal*, vol. 122.

Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider og John C. Williams (2012), Have we underestimated the likelihood and severity of zero lower bound effects?, *Journal of Money, Credit and Banking*, nr. 44.

Del Negro, Marco, Gauti Eggertson, Andrea Ferrero og Nobuhiro Kiyotaki (2011), The great escape? A quantitative evaluation of the Fed's liquidity facilities, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, nr. 520.

ECB (2011), The ECB's non-standard measures – impact and phasing-out, *Monthly Bulletin*, juli.

Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache og Brian Sack (2011), The financial market effect of the Federal Reserve's large-scale asset purchases, *International Journal of Central Banking*, vol. 7, nr. 1.

Gertler, Mark og Peter Karadi (2013), QE 1 vs. 2 vs. 3 ...: A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool, *International Journal of Central Banking*, vol. 9, nr. 1.

Hamilton, James D. og Jing Cynthia Wu (2011), The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment, *Journal of Money, Credit and Banking*, nr. 44.

Hancock, Diana og Wayne Passmore (2011), Did the Federal Reserve's MBS purchase program lower mortgage rates?, *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, nr. 1.

Joyce, Michael, Ana Lasaosa, Ibrahim Stevens og Matthew Tong (2011a), The financial market impact of quantitative easing, *International Journal of Central Banking*, vol. 7, nr. 3.

Joyce, Michael, Matthew Tong og Robert Woods (2011b), The United Kingdom's quantitative easing policy: Design, operation and impact, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 3. kvartal.

Joyce, Michael, David Miles, Andrew Scott og Dimitri Vayanos (2012), Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction, *The Economic Journal*, nr. 122.

Lenza, Michele, Huw Pill og Lucrezia Reichlin (2010), Monetary policy in exceptional times, *ECB Working Paper Series*, nr. 1253.

Peersman, Gert (2011), Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the Euro area, *ECB Working Paper Series*, nr. 1397.

Swanson, Eric T. (2011), Let's twist again: A high-frequency event-study analysis of operation twist and its implications for QE2, *Brookings Papers on Economic Activity*, forår.

Williams, John (2011), Unconventional monetary policy: Lessons from the past three years, *FRBSF Economic Letter*, nr. 31.

Udgivne Working Papers

Liquidity in Government versus Covered Bond Markets
af Jens Dick-Nielsen, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill 2012 • 83

Samspelet mellem kreditstandarder og kreditefterspørgsel:
En mikroøkonometrisk analyse med brug af data fra Danmark
af Andreas Kuchler 2012 • 82

En mikroøkonometrisk analyse af bankernes afslagsprocenter
på låneansøgninger og kreditværdigheden af bankernes
erhvervskunder
af Kim Abildgren, Peter Askjær og Andreas Kuchler 2012 • 81

The Effects of Fiscal Policy in a Small Open Economy with
a Fixed Exchange Rate: The Case of Denmark
af Søren Hove Ravn og Morten Spange 2012 • 80

Faste og variable omkostninger ved betalinger i Danmark
af Johan Gustav Kaas Jacobsen og Anders Mølgaard Pedersen .. 2012 • 79

Finansiell struktur og de reale effekter af udbudsstød til kredit-
givningen i Danmark 1922-2011
af Kim Abildgren 2012 • 78

Asymmetric Monetary Policy Towards the Stock Market:
A DSGE Approach
af Søren Hove Ravn 2012 • 77

Pressemeddelelser

10. DECEMBER 2012: FISKEKUTTER SOM MOTIV PÅ NY SKIBSMØNT

Nationalbanken udsender 11. december 2012 en ny 20-krone mønt, som har en fiskekutter som motiv. Det er den tolvte og sidste tema-mønt i serien med skibe, der er udvalgt, så de dækker en bred del af dansk søfartshistorie.

Fiskekutteren har gennem årtier haft stor betydning for dansk fiskeris udvikling. De blå/hvide træfiskekuttere blev bygget og vedligeholdt på de små værfter i kystbyerne. Bådene blev oprindeligt bygget på klamp, dvs. uden tegninger og alene på de erfaringer, der var båret fra mester til lærling. Skibsbyggertraditioner har rødder helt tilbage til vikingetiden, og selv om fiskekutterne blev konstrueret efter samme grundprincipper, var der variationer fra egn til egn.

Kunstneren bag motivet er billedhuggeren Margrete Sørensen, som har skabt et meget smukt og genkendeligt relief af den traditionelle danske fiskekutter.

Mønten har samme størrelse og er af samme materiale som de almindeligt cirkulerende 20-krone mønter. På møntens forside ses Dronning Margrethes portræt.

Den nye temamønt sættes i omløb fra den 11. december. Den kan købes i de fleste pengeinstitutter og i Nationalbankens Hovedkasse.

Mønten kan desuden bestilles på Den Kgl. Mønts hjemmeside, www.kgl-moent.dk.

24. JANUAR 2013: RENTEFORHØJELSE

Med virkning fra 25. januar 2013 sætter Nationalbanken renten på indskudsbeviser og renten på udlån op med 0,10 procentpoint. Diskontoen og foliorenten er uændret.

Renteforhøjelsen sker efter Nationalbankens salg af valuta i markedet. Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 0,30 pct.

Renten på indskudsbeviser: -0,10 pct.

Foliorenten: 0,0 pct.

Diskontoen: 0,0 pct.

14. MARTS 2013: UDTALELSE AF NATIONALBANKDIREKTØR LARS ROHDE I FORBINDELSE MED OFFENTLIGGØRELSE AF RAPPORT FRA UDVALGET OM SYSTEMISK VIGTIGE FINANSIELLE INSTITUTTER I DANMARK

"Udvalgets rapport omhandler et meget vigtigt emneområde for den måde, det finansielle system i Danmark skal indrettes på i fremtiden. Jeg synes, der er tale om et velovervejet forslag.

Vi har i Danmark en god og troværdig afviklingsordning, hvis pengeinstitutter kommer i problemer, således at skatteyderne ikke skal holde for.

Men det er vanskeligt at se noget alternativ til en statslig redning, hvis et af de helt store finansielle institutter skulle komme i vanskeligheder. Det tager udvalgets rapport hånd om.

Det er vigtigt, at udvalget har lagt vægt på at sikre fornødne forsvarsværker omkring systemisk vigtige finansielle institutter, således at de ikke bliver nødlidende. Der er ekstra krav til kapital, likviditet og tilsyn, ligesom der er krav til at udarbejde genopretnings- og afviklingsplaner. Det er på linje med EU-reglerne og de lande, der allerede har taget initiativer, fx Sverige."

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 afrunding være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 13. marts 2013.

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 AKTIEKURSIDEKX

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser				ECB's rente- sats	Gennem- snit	Penge- markeds- rente, 3 må- neders CIBOR	Effektive obligations- renter		Aktie- kurs indeks OMXC2 0 (tidl. KFX), ultimo
	Udlån	Ind- skuds- beviser	Folio	Diskon- to	Pri- mære mar- keds- opera- tioner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig reakre- dit	
2008	3,75	3,75	3,50	3,50	2,50	2008	5,28	4,28	6,08	247,72
2009	1,20	0,95	0,85	1,00	1,00	2009	2,48	3,59	5,53	336,69
2010	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	2010	1,25	2,93	4,68	457,58
2011	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	2011	1,38	2,73	4,72	389,95
2012	0,20	-0,20	0,00	0,00	0,75	2012	0,62	1,40	3,74	496,16
2011 8 jul	1,55	1,20	1,10	1,25	1,50	feb 12	1,00	1,84	4,01	453,77
26 aug	1,55	1,10	1,00	1,25	1,50	mar 12	0,99	1,89	3,97	444,71
16 sep	1,55	1,00	0,90	1,25	1,50	apr 12	0,97	1,71	4,01	458,75
4 nov	1,20	0,65	0,55	1,00	1,25	maj 12	0,90	1,37	3,94	432,26
9 dec	0,80	0,40	0,30	0,75	1,00	jun 12	0,62	1,26	3,61	446,04
16 dec	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	jul 12	0,41	1,10	3,58	484,14
2012 25 maj	0,60	0,20	0,15	0,75	1,00	aug 12	0,31	1,15	3,55	490,06
1 jun	0,45	0,05	0,00	0,25	1,00	sep 12	0,32	1,31	3,60	493,22
6 jul	0,20	-0,20	0,00	0,00	0,75	okt 12	0,33	1,29	3,59	485,28
2013 25 jan	0,30	-0,10	0,00	0,00	0,75	nov 12	0,30	1,11	3,52	490,93
	|	|	|	|	|	dec 12	0,28	1,07	3,45	496,16
13 mar	0,30	-0,10	0,00	0,00	0,75	jan 13	0,31	1,61	3,50	535,73
						feb 13	0,33	1,73	3,34	546,55

¹ Til og med 7. oktober 2008 minimumsbudrente.

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia. kr.						
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
2012	501,6	65,8	163,7	184,1	102,6	66,4	220,3
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
dec 12	504,0	65,8	162,0	184,1	102,6	66,4	220,3
jan 13	495,6	62,7	171,4	161,7	94,3	53,2	202,8
feb 13	483,2	62,0	205,9	128,2	80,0	53,4	154,8

**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
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
2012	146,7	105,4	41,3	31,7	2,4	34,1	0,7	-4,4	71,1	220,3
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
dec 12	25,6	-15,3	40,9	-2,6	-2,8	-5,4	-0,3	-4,2	31,1	220,3
jan 13	4,8	11,8	-7,0	-11,9	3,5	-8,4	-0,3	-1,8	-17,5	202,8
feb 13	-39,6	15,5	-55,1	0,0	8,2	8,2	0,5	-1,7	-48,0	154,8

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.						
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
2012	6.139,1	157,4	3.637,5	42,6	98,8	1.419,0	1.796,6	-375,1
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
nov 12	6.507,5	154,5	3.650,4	44,8	97,9	1.459,4	1.829,4	-333,8
dec 12	6.139,1	157,4	3.637,5	42,6	98,8	1.419,0	1.796,6	-375,1
jan 13	6.139,0	153,2	3.619,4	53,1	99,7	1.451,5	1.810,5	-279,9
		Ændring i forhold til året før, pct.						
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	...
2012 .....	...	5,8	-0,1	-5,5	19,9	-0,8	3,3	...
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	...
nov 12 .....	...	6,5	0,5	-13,0	18,3	0,0	4,1	...
dec 12 .....	...	5,8	-0,1	-5,5	19,9	-0,8	3,3	...
jan 13 .....	...	3,3	-1,4	26,6	16,2	0,2	0,7	...

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.								
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
2012	54,6	796,8	851,4	115,7	19,1	986,2	43,2	181,6	1.211,1
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
nov 12	54,1	797,6	851,7	119,8	18,7	990,2	48,7	181,4	1.220,5
dec 12	54,6	796,8	851,4	115,7	19,1	986,2	43,2	181,6	1.211,1
jan 13	53,6	809,4	863,0	132,1	19,3	1.014,3	37,9	118,5	1.170,8
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2012 .....	...	...	9,2	...	...	5,9	...	...	2,0
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
nov 12 .....	...	...	9,3	...	...	6,2	...	...	4,2
dec 12 .....	...	...	9,2	...	...	5,9	...	...	2,0
jan 13 .....	...	...	10,3	...	...	7,2	...	...	-9,8

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.						
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
2012	4.168,6	835,1	1.169,8	538,4	390,0	1.233,7	1.139,7	1.496,1
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
nov 12	4.460,7	880,2	1.187,1	532,4	403,9	1.174,8	1.204,9	1.471,6
dec 12	4.168,6	835,1	1.169,8	538,4	390,0	1.233,7	1.139,7	1.496,1
jan 13	4.097,1	776,2	1.150,8	527,8	382,2	1.226,8	1.083,0	1.496,0
		Ændring i forhold til året før, pct.						
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
2012 .....	...	-0,7	-4,9	-4,2	-10,2	7,1	8,3	0,8
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
nov 12 .....	...	17,8	-3,4	-4,4	-9,6	5,0	23,3	0,6
dec 12 .....	...	-0,7	-4,9	-4,2	-10,2	7,1	8,3	0,8
jan 13 .....	...	1,7	-8,5	-4,7	-11,4	4,9	3,0	0,3

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.							
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	
2012	4.175,0	673,6	2.454,0	1.811,9	577,9	902,2	657,8	3.301,7	
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	
nov 12	3.830,2	637,8	2.448,0	1.808,3	575,7	599,0	662,6	2.969,7	
dec 12	4.175,0	673,6	2.454,0	1.811,9	577,9	902,2	657,8	3.301,7	
jan 13	3.506,9	595,2	2.450,5	1.814,5	579,2	318,4	591,3	2.710,4	
		Ændring i forhold til året før, pct.							
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
2012 .....	...	11,7	2,4	2,1	3,6	3,7	-0,5	5,3
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
nov 12 .....	...	23,2	2,6	2,3	3,9	43,4	19,4	10,4
dec 12 .....	...	11,7	2,4	2,1	3,6	3,7	-0,5	5,3
jan 13 .....	...	9,5	2,2	2,1	3,7	-1,0	3,9	2,8

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									
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
2012	3.630,8	2.350,3	1.187,3	1.176,8	538,4	598,1	2.454,0	1.811,9	589,2
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	3.654,8	2.341,6	1.223,1	1.213,4	536,4	639,0	2.441,4	1.805,2	584,1
nov 12	3.642,1	2.340,7	1.210,8	1.194,2	532,4	623,2	2.448,0	1.808,3	587,6
dec 12	3.630,8	2.350,3	1.187,3	1.176,8	538,4	598,1	2.454,0	1.811,9	589,2
jan 13	3.608,4	2.342,3	1.176,5	1.157,9	527,8	585,8	2.450,5	1.814,5	590,7
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2012	-0,4	0,5	-2,4	-5,7	-4,2	-7,5	2,4	2,1	3,3
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	0,1	0,7	-0,9	-4,5	-4,5	-4,7	2,6	2,4	3,6
nov 12	0,2	0,7	-0,6	-4,3	-4,4	-4,5	2,6	2,3	3,8
dec 12	-0,4	0,5	-2,4	-5,7	-4,2	-7,5	2,4	2,1	3,3
jan 13	-1,8	0,5	-6,1	-9,3	-4,7	-14,2	2,2	2,1	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

	Indeks-lån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i	Afdragsfri
							valuta	lån ¹
Ultimo	Mia. kr.							
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	
2012	56,3	616,3	1.783,3	1.246,9	2.455,9	195,8	805,3	
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	
nov 12	58,2	610,3	1.782,5	1.248,0	2.450,9	205,2	807,9	
dec 12	56,3	616,3	1.783,3	1.246,9	2.455,9	195,8	805,3	
jan 13	56,4	614,3	1.781,2	1.204,6	2.451,9	193,6	799,9	

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. 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	4,1	5,6	4,6	1,5	1,1	1,3	0,8	1,0
1. kv. 12	3,8	5,6	4,5	1,0	0,9	1,2	0,6	0,6
2. kv. 12	3,8	5,7	4,5	1,0	0,9	1,1	0,5	0,5
3. kv. 12	3,5	5,5	4,2	0,6	0,7	1,1	0,4	0,2
4. kv. 12	3,5	5,5	4,1	0,5	0,7	1,1	0,4	0,2
1. kv. 13 .....	...	...	...	...	...	...	...	...
jan 12	3,8	5,5	4,5	1,1	0,9	1,2	0,6	0,7
feb 12	3,8	5,6	4,6	1,0	0,9	1,2	0,6	0,7
mar 12	3,9	5,7	4,5	1,0	0,9	1,2	0,6	0,6
apr 12	3,8	5,8	4,6	1,1	0,9	1,2	0,5	0,5
maj 12	3,8	5,7	4,5	1,0	0,9	1,2	0,5	0,6
jun 12	3,6	5,5	4,4	0,9	0,8	1,1	0,5	0,5
jul 12	3,5	5,5	4,3	0,7	0,8	1,1	0,4	0,3
aug 12	3,5	5,5	4,2	0,6	0,7	1,1	0,4	0,2
sep 12	3,5	5,5	4,1	0,5	0,7	1,1	0,4	0,2
okt 12	3,5	5,6	4,1	0,5	0,7	1,1	0,4	0,1
nov 12	3,6	5,6	4,2	0,5	0,7	1,1	0,4	0,2
dec 12	3,4	5,5	4,0	0,5	0,7	1,1	0,4	0,2
jan 13	3,5	5,5	4,1	0,5	0,7	1,1	0,3	0,2

NATIONALBANKENS UDLÅNSUNDERSØGELSE

Tabel 11

	Ændring i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik			
	Erhvervsudlån		Udlån til private	
	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal
	Nettotal			
1. kv. 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
4. kv. 12	-4,1	-3,1	-9,4	-3,9

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 pensions- kasser	Øvrige	Udland
Ultimo							
				Mia. kr.			
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
2012	1.675,5	995,2	449,9	344,3	812,2	375,5	33,0
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	1.727,3	972,3	424,6	335,6	779,3	370,1	30,9
nov 12	1.755,1	987,7	433,2	340,4	797,5	373,7	32,1
dec 12	1.675,5	995,2	449,9	344,3	812,2	375,6	33,0
jan 13	1.676,2	977,1	464,7	346,9	813,1	371,2	34,6

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.							
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
2012	3.544,9	757,4	525,9	290,6	2.849,4	454,6	722,0	609,2
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
nov 12	3.336,6	758,7	536,8	293,0	2.631,7	452,5	715,9	601,2
dec 12	3.544,9	757,4	525,9	290,6	2.849,4	454,6	722,0	609,2
jan 13	2.899,6	788,6	530,6	276,8	2.206,9	500,5	760,3	661,5

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 investeringsforeninger mv.	Opsparing i livsforsikrings- og pensionsordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiell nettoformue	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	934	165	1.001	1.924	4.023	2.518	1.506	4.023
2010	964	148	1.218	2.128	4.458	2.632	1.826	4.458
2011	950	136	1.045	2.379	4.510	2.698	1.812	4.510
3. kv. 11	928	140	1.029	2.328	4.427	2.655	1.772	4.427
4. kv. 11	950	136	1.045	2.379	4.510	2.698	1.812	4.510
1. kv. 12	942	137	1.142	2.430	4.652	2.724	1.927	4.652
2. kv. 12	974	123	1.090	2.493	4.681	2.744	1.937	4.681
3. kv. 12	969	115	1.136	2.556	4.776	2.748	2.028	4.776

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 15

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsfor- eninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell nettoformue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia. kr.								
2007	914	134	2.923	3.971	1.764	118	4.284	-2.195	3.971
2008	1.052	110	1.788	2.950	1.970	108	2.518	-1.645	2.950
2009	1.017	108	2.260	3.385	1.921	136	3.065	-1.737	3.385
2010	1.047	124	2.912	4.083	1.888	143	3.983	-1.931	4.083
2011	1.139	110	2.469	3.718	1.855	159	3.266	-1.562	3.718
3. kv. 11	1.048	119	2.484	3.650	1.838	155	3.279	-1.622	3.650
4. kv. 11	1.139	110	2.469	3.718	1.855	159	3.266	-1.562	3.718
1. kv. 12	1.114	128	2.734	3.977	1.855	175	3.637	-1.690	3.977
2. kv. 12	1.112	115	2.606	3.832	1.875	166	3.441	-1.650	3.832
3. kv. 12	1.114	122	2.670	3.906	1.830	185	3.532	-1.641	3.906

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.						
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
2012	39,8	42,4	82,2	47,6	-34,4	95,4
feb 11 - jan 12	52,1	39,9	92,0	36,6	-31,9	96,7
feb 12 - jan 13	40,8	42,4	83,1	48,8	-34,5	97,5
jan 12	1,6	1,9	3,5	3,2	-4,1	2,7
feb 12	3,4	2,1	5,4	3,1	-4,0	4,6
mar 12	3,6	0,9	4,5	-1,8	-3,7	-1,0
apr 12	2,7	3,6	6,3	2,9	-2,4	6,8
maj 12	4,0	3,0	7,0	5,5	-2,4	10,2
jun 12	5,1	4,7	9,8	5,9	-2,4	13,3
jul 12	5,8	2,9	8,7	4,5	-2,4	10,8
aug 12	3,4	6,5	9,9	3,5	-2,6	10,8
sep 12	3,2	5,0	8,3	5,0	-2,5	10,7
okt 12	3,5	4,5	8,0	5,2	-2,8	10,4
nov 12	5,4	3,0	8,4	4,8	-2,7	10,5
dec 12	-1,9	4,3	2,4	5,9	-2,5	5,8
jan 13	2,5	1,9	4,5	4,4	-4,2	4,7

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Fordrengs- erhverv- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
		Mia. kr.					
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
2012	96,7	-30,3	6,1	-90,2	23,4	5,4	11,1
feb 11 - jan 12	101,4	-71,5	76,3	-24,4	30,2	-57,5	54,9
feb 12 - jan 13	98,8	-46,2	10,1	-22,9	-70,1	36,1	5,8
jan 12	2,8	-4,0	-4,3	-30,5	40,5	-4,4	0,0
feb 12	4,7	-14,0	-3,3	36,1	-41,7	25,3	7,2
mar 12	-0,9	0,6	-5,1	-33,2	24,5	0,5	-13,6
apr 12	6,9	1,6	-4,1	-10,0	-50,1	54,3	-1,5
maj 12	10,3	-18,2	3,3	-38,3	75,1	-11,9	20,2
jun 12	13,4	13,9	6,4	-24,5	17,6	-19,4	7,4
jul 12	10,9	-6,3	9,3	2,9	-11,7	-6,7	-1,6
aug 12	10,9	-0,4	-6,3	2,6	5,1	-12,3	-0,4
sep 12	10,8	1,4	-1,4	9,1	-23,2	3,0	-0,2
okt 12	10,5	-5,0	3,8	22,7	-35,2	4,9	1,8
nov 12	10,6	-10,6	0,4	-32,8	7,4	24,8	-0,3
dec 12	5,9	10,7	7,4	5,8	15,0	-52,8	-8,0
jan 13	4,8	-19,9	-0,3	36,7	-52,9	26,4	-5,2

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.					
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
2012	92,1	-52,8	27,4	-89,1	-67,8	-90,2
jan 12	4,6	7,4	0,5	-33,9	-9,0	-30,5
feb 12	-1,3	0,6	7,8	25,9	3,1	36,1
mar 12	-15,5	0,1	5,8	-10,8	-12,8	-33,2
apr 12	-8,9	5,9	-6,8	1,9	-2,2	-10,0
maj 12	25,4	-45,0	3,5	-15,8	-6,4	-38,3
jun 12	43,0	-55,3	-1,4	-11,7	0,9	-24,5
jul 12	10,6	3,1	2,6	-10,8	-2,6	2,9
aug 12	14,9	6,1	-0,1	-12,4	-5,8	2,6
sep 12	21,4	0,1	1,0	-6,0	-7,4	9,1
okt 12	32,8	3,8	1,1	-4,0	-11,1	22,7
nov 12	-25,9	22,5	7,4	-34,3	-2,5	-32,8
dec 12	-8,9	-2,1	6,0	22,9	-12,1	5,8
jan 13	28,6	20,1	1,1	6,2	-19,3	36,7

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	822	407	762	1.057	37	47	997	33	432	4.594
2011	842	474	733	1.041	120	50	938	35	492	4.724
3. kv. 11	827	463	688	979	132	49	968	33	497	4.636
4. kv. 11	842	474	733	1.041	120	50	938	35	492	4.724
1. kv. 12	892	462	794	1.061	121	52	999	34	487	4.903
2. kv. 12	924	455	792	1.087	134	56	1.050	35	519	5.052
3. kv. 12	957	445	845	1.139	127	55	995	36	522	5.120
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	492	293	521	1.436	•	41	1.539	40	5	4.367
2011	504	302	451	1.467	•	43	1.422	44	5	4.238
3. kv. 11	504	304	401	1.510	•	40	1.389	43	3	4.195
4. kv. 11	504	302	451	1.467	•	43	1.422	44	5	4.238
1. kv. 12	508	298	531	1.458	•	42	1.515	45	2	4.399
2. kv. 12	529	303	538	1.455	•	40	1.604	46	4	4.518
3. kv. 12	541	298	593	1.514	•	40	1.494	48	2	4.531
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	330	113	241	-379	37	6	-542	-7	428	227
2011	338	172	282	-426	120	7	-484	-9	487	486
3. kv. 11	323	159	287	-531	132	10	-421	-11	494	441
4. kv. 11	338	172	282	-426	120	7	-484	-9	487	486
1. kv. 12	383	165	263	-397	121	10	-517	-11	485	503
2. kv. 12	395	153	253	-368	134	16	-554	-11	515	534
3. kv. 12	416	146	251	-375	127	14	-499	-12	520	589

Anm.: Som hovedprincip for opgørelsen er der anvendt markedsværdi.

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 20

	Bruttonationalprodukt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offentligt konsum	Faste bruttoinvesteringer	Lagerforøgelser	I alt		
2008	1.753,2	840,0	465,4	371,7	20,4	1.697,5	959,6	904,0
2009	1.664,8	822,1	495,9	303,5	-21,7	1.599,8	793,1	728,2
2010	1.761,1	857,6	509,8	300,1	-4,7	1.662,8	887,0	788,7
2011	1.791,5	874,5	508,1	311,7	3,6	1.698,0	956,8	863,3
2012	1.816,7	899,8	521,6	320,3	-5,6	1.736,0	993,5	912,8
4. kv. 11	457,8	228,3	128,8	83,8	-5,6	435,4	243,3	220,9
1. kv. 12	442,0	221,4	126,4	77,0	4,3	429,0	238,4	225,3
2. kv. 12	455,2	225,1	129,5	80,0	-2,1	432,5	251,9	229,1
3. kv. 12	456,1	219,7	130,7	78,5	0,7	429,6	255,3	228,8
4. kv. 12	463,3	233,7	135,0	84,7	-8,4	445,0	247,9	229,6
Realvækst i forhold til året før, pct.								
2008	-0,8	-0,3	1,9	-4,1	...	-0,9	3,3	3,3
2009	-5,7	-3,6	2,1	-15,9	...	-7,0	-9,5	-12,3
2010	1,6	1,7	0,4	-2,4	...	1,6	3,0	3,2
2011	1,1	-0,5	-1,5	2,8	...	0,3	6,5	5,6
2012	-0,6	0,5	0,5	1,2	...	0,1	1,1	2,7
4. kv. 11	0,3	-0,4	-1,8	4,0	...	-0,4	4,4	3,5
1. kv. 12	0,1	0,8	-0,9	6,5	...	1,7	0,5	3,9
2. kv. 12	-1,3	0,5	-0,9	-0,4	...	-1,3	3,2	3,7
3. kv. 12	0,0	0,8	1,5	-0,1	...	0,1	1,6	2,0
4. kv. 12	-1,0	0,0	2,0	-0,5	...	-0,1	-0,8	1,1
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
4. kv. 11	0,0	1,4	-0,3	0,3	...	0,3	0,7	-0,1
1. kv. 12	0,1	0,0	0,3	1,5	...	0,7	-0,2	1,8
2. kv. 12	-1,0	0,0	0,5	-2,8	...	-1,4	2,0	0,5
3. kv. 12	0,8	-0,2	1,0	0,8	...	0,7	-0,8	-0,1
4. kv. 12	-0,9	-0,1	0,3	0,3	...	-0,1	-1,6	-0,9

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	10,3	18,4	71,3	8,5	4,1	58,7	53,4	16,2	37,2	
Vækst i forhold til året før, pct.										
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
2012	2,4	2,9	5,1	1,6	2,6	2,3	1,4	1,2	1,1	1,2
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
4. kv. 12	2,1	1,6	4,4	1,6	2,6	2,4	1,5	1,2	1,1	1,2

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2013.

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 58,7 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,4 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
2008	2,7	1,9	106,7	103,3	2.840	150.666	-7,7	-7	-16	3
2009	4,8	3,6	88,2	99,4	4.140	112.251	-5,0	-14	-44	-13
2010	6,1	4,3	90,6	97,9	5.222	153.615	1,8	3	-35	4
2011	6,0	4,1	94,9	95,6	5.025	169.795	-1,9	4	-20	4
2012	6,1	4,5	95,7	93,3	5.130	168.857	-2,4	2	-18	-5
Sæsonkorrigeret										
feb 12 ...	6,0	4,2	95,3	93,7	481	17.481	-4,1	8	-21	-3
mar 12 ...	6,0	4,2	94,7	94,2	490	12.278	1,7	2	-13	-7
apr 12 ...	6,0	4,3	94,7	93,3	398	12.715	-2,2	3	-17	-6
maj 12 ...	6,1	4,4	93,9	93,6	414	13.555	-2,6	0	-22	-6
jun 12 ...	6,2	4,5	95,3	93,1	445	12.089	-2,5	0	-21	-9
jul 12 ...	6,2	4,6	99,2	92,9	437	17.249	-1,8	5	-24	-6
aug 12 ...	6,1	4,6	99,0	92,6	437	13.721	-1,6	1	-19	-6
sep 12 ...	6,1	4,6	94,6	93,2	407	14.194	-2,4	0	-18	-7
okt 12 ...	6,2	4,7	95,5	92,5	417	14.321	-3,5	-6	-14	-6
nov 12 ...	6,1	4,7	96,0	93,0	446	15.206	-1,3	2	-14	-4
dec 12 ...	6,1	4,7	92,6	92,8	362	12.384	-1,2	-1	-16	-3
jan 13 ...	6,0	4,7	99,3	92,1	414	14.379	-2,3	5	-20	-3
feb 13 ...	...	...	...	...	361	13.677	-1,3	2	-23	-7

¹ Inklusive aktiverede.² Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 23

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendomspriser (enfamiliehuse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
2008	2.952	2.114	158,1	158,5	142,5	100,1
2009	2.883	2.024	162,9	163,2	144,6	88,1
2010	2.817	1.948	166,6	167,4	148,8	90,5
2011	2.806	1.949	169,6	171,3	152,5	88,0
2012	2.793	1.946	172,3	174,4	156,4	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 11	2.800	1.950	170,8	173,0	153,8	84,8
1. kv. 12	2.796	1.948	171,6	173,5	154,9	84,5
2. kv. 12	2.792	1.946	171,8	174,2	156,2	85,2
3. kv. 12	2.790	1.944	172,5	174,8	156,9	85,1
4. kv. 12	2.793	1.945	173,2	176,0	157,5	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2008	1,7	2,6	4,4	4,2	3,3	-4,5
2009	-2,3	-4,2	3,0	2,9	1,5	-12,0
2010	-2,3	-3,7	2,3	2,6	2,9	2,8
2011	-0,4	0,1	1,8	2,3	2,4	-2,8
2012	-0,5	-0,2	1,6	1,8	2,6	...
4. kv. 11	-0,4	0,1	1,9	2,5	2,5	-6,7
1. kv. 12	-0,3	0,3	1,8	2,0	2,5	-5,5
2. kv. 12	-0,6	-0,3	1,6	2,0	2,7	-5,8
3. kv. 12	-0,7	-0,6	1,5	1,6	2,6	-2,7
4. kv. 12	-0,3	-0,3	1,4	1,7	2,4	...

VALUTAKURSER

Tabel 24

	EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
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
2012	744,38	579,72	918,37	85,62	99,62	617,57	7,2793
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
dec 12	746,03	569,13	918,95	86,19	101,51	616,89	6,8249
jan 13	746,14	561,59	896,36	86,55	101,08	607,31	6,3089
feb 13	745,98	558,49	864,95	87,68	100,50	606,61	5,9982

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				
2008	105,8	259,0	246,9	111,1	117,1	107,8
2009	107,8	262,4	247,4	114,8	121,5	108,1
2010	104,0	268,4	251,6	111,6	117,0	109,8
2011	103,6	275,8	258,4	111,1	116,3	112,8
2012	100,6	282,5	263,7	109,0	112,9	115,7
feb 12	101,7	281,5	262,0	110,4	...	114,1
mar 12	101,9	282,8	263,4	110,5	114,3	115,5
apr 12	101,7	282,8	264,0	110,0	...	116,0
maj 12	101,1	282,8	263,9	109,7	...	115,9
jun 12	100,5	282,4	263,4	109,2	113,3	115,8
jul 12	99,3	282,4	263,3	107,9	...	115,1
aug 12	98,9	283,3	264,1	107,3	...	115,6
sep 12	99,9	283,9	264,9	108,3	111,2	116,4
okt 12	100,3	283,7	265,3	108,4	...	116,7
nov 12	100,0	283,5	264,9	108,3	...	116,5
dec 12	100,7	282,6	265,3	108,4	112,6	116,9
jan 13	101,5	281,5	264,7	109,1	...	115,7
feb 13	102,1	...	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
2008	2,5	3,4	3,4	2,6	3,5	3,3
2009	1,9	1,3	0,2	3,4	3,7	0,3
2010	-3,6	2,3	1,7	-2,8	-3,7	1,6
2011	-0,3	2,8	2,7	-0,4	-0,6	2,7
2012	-2,9	2,4	2,1	-1,9	-2,9	2,5
feb 12	-1,1	2,8	2,5	-0,3	...	2,7
mar 12	-1,8	2,7	2,4	-0,8	-1,2	2,7
apr 12	-2,9	2,3	2,2	-1,9	...	2,6
maj 12	-3,0	2,1	2,0	-1,9	...	2,4
jun 12	-3,8	2,2	1,9	-2,4	-3,0	2,4
jul 12	-4,6	2,3	1,9	-3,2	...	2,4
aug 12	-5,1	2,6	2,0	-3,6	...	2,6
sep 12	-3,4	2,5	2,0	-2,5	-4,5	2,6
okt 12	-3,1	2,3	2,1	-2,5	...	2,5
nov 12	-3,2	2,3	1,8	-2,4	...	2,2
dec 12	-1,7	2,0	1,8	-1,5	-3,1	2,2
jan 13	0,1	1,3	1,6	-0,3	...	2,0
feb 13	0,3	...	...	...	...	...

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.