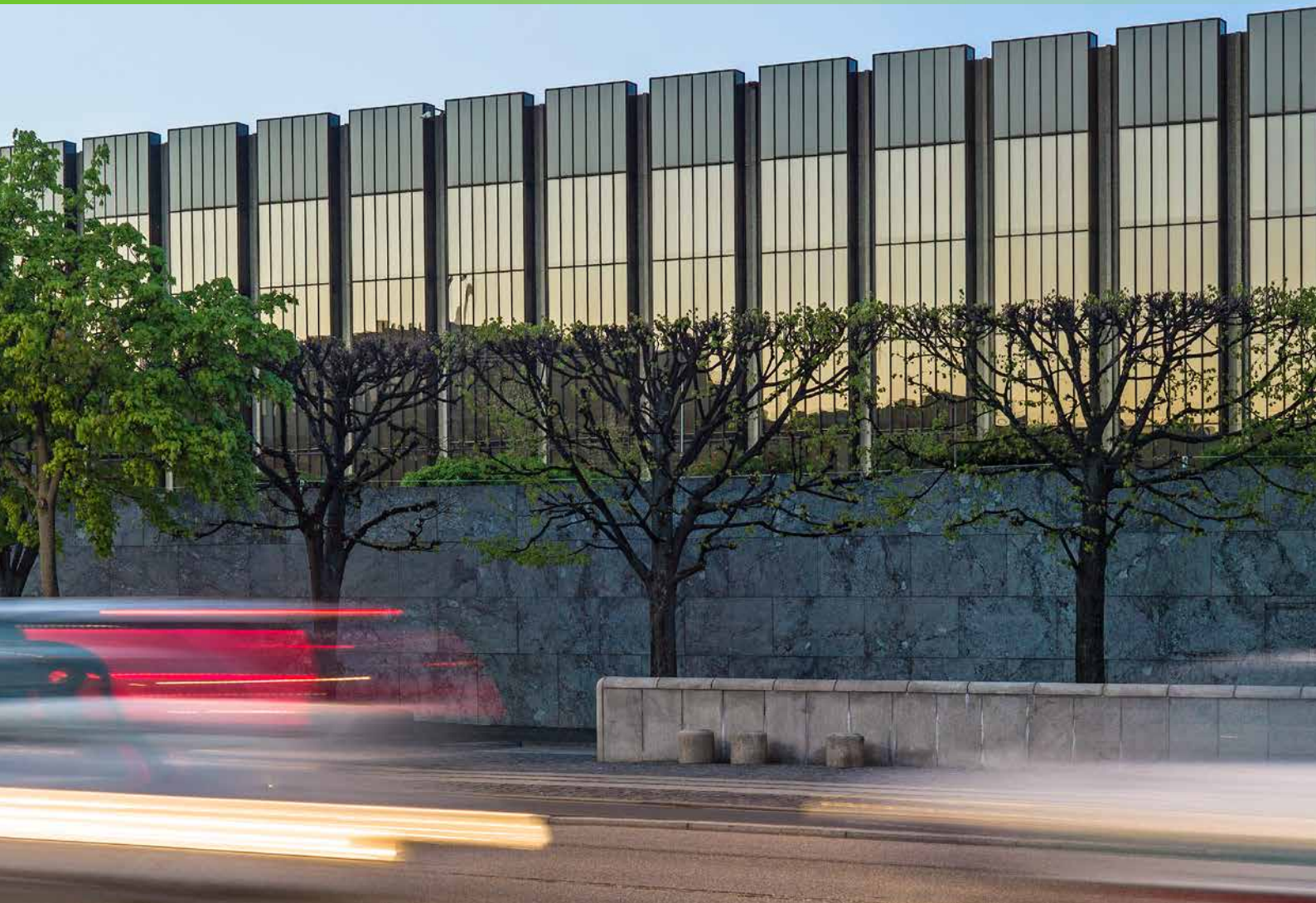


DANMARKS  
NATIONALBANK

---

# KVARTALSOVERSIGT 4. KVARTAL

2014



DANMARKS  
NATIONALBANK



DANMARKS  
NATIONALBANK  
**KVARTALSOVERSIGT**  
**4. KVARTAL**  
**2014**

## KVARTALSOVERSIGT

### 4. KVARTAL 2014

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](http://www.nationalbanken.dk) under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Per Callesen  
Redaktør: Niels Lynggård Hansen  
Redaktionen er afsluttet 3. december 2014.

Information om publikationen kan fås ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank  
Kommunikation  
Havnegade 5  
1093 København K

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

ISSN (Online) 1398-3857

# INDHOLD

7 AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

41 DANSK DELTAGELSE I BANKUNIONEN

## ARTIKLER

51 **SENESTE TENDENSER PÅ PENGEMARKEDET**  
Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling, Jonas Lundgaard Christensen og  
Palle Bach Nielsen Mindested, Bank- og Markedsafdelingen

Aktiviteten på det danske pengemarked er faldet det seneste år, og dermed er tendensen siden finanskrisen fortsat. En vigtig årsag hertil er det stadigt øgede fokus på kredit- og likviditetsrisici, der også afspejler sig i reguleringen af pengeinstitutterne. I artiklen beskrives, hvordan det øgede fokus giver sig udslag i signifikant lavere omsætning og højere renter ultimo året, kvartalet og måneden for usikrede dag til dag-lån. Effekten synes at have fået større betydning i de senere år. Artiklen beskriver desuden det nye likviditetsreguleringsmål Liquidity Coverage Ratio, LCR, som pengeinstitutterne kan have incitament til at øge ved at låne og placere i centralbanken frem for via markedet.

61 **VIRKSOMHEDERNES KAPITALSTRUKTUR, PRODUKTIVITET OG ADGANG TIL FINANSIERING**  
Kim Padkjær Abildgren, Carina Moselund Jensen, Mark Strøm Kristoffersen og  
Andreas Kuchler, Økonomisk Afdeling, Mark Niels Strøger Hansen og Oxana Skakoun,  
Statistisk Afdeling.

Forholdet mellem en virksomheds gæld og egenkapital betegnes ofte som virksomhedens kapitalstruktur. Artiklen belyser sammenhængen mellem virksomhedernes kapitalstruktur og deres lønsomhed, produktivitet og adgang til finansiering. Analysen indikerer, at der ikke er nogen kapitalstruktur, som understøtter virksomhedernes lønsomhed og produktivitet bedre end andre. Derimod giver en høj soliditetsgrad virksomhederne større modstandsdygtighed over for stød til økonomien, større fleksibilitet i valget mellem alternative finansieringskilder og større sikkerhed for at opnå den ønskede finansiering. Analysen indikerer, at svagt polstrede virksomheder får lettere adgang til finansiering fra pengeinstitutter, hvis de ændrer kapitalstrukturen i retning af en højere soliditetsgrad. Det gælder også i landbruget, hvor andelen af svagt polstrede bedrifter har været stigende de seneste år.



# AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

## SAMMENFATNING

Aktiviteten i den globale økonomi vokser langsomt, men med betydelige forskelle på tværs af regioner. Blandt de avancerede økonomier er væksten stærkest i USA og Storbritannien, mens den er svag i Japan og euroområdet, bl.a. som følge af svækket tillid i forlængelse af geopolitiske spændinger. I vækstøkonomierne er fremgangen aftaget lidt. I de kommende år ventes den globale vækst gradvist at tiltage på baggrund af stigende indenlandsk efterspørgsel i de avancerede økonomier. Opsvinget understøttes af, at de nominelle renter er lave, og at olieprisen er faldet fra 110 dollar pr. tønde i begyndelsen af juli til lidt over 70 dollar i begyndelsen af december, ligesom den finanspolitiske konsolidering aftager, og de private formuer er steget.

Mens pengepolitikken i USA forventes gradvist at blive normaliseret, lempes den stadig i euroområdet. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, besluttede i slutningen af oktober at afslutte sine opkøb af stats- og realkreditobligationer. Markedet forventer, at renten vil blive sat op i midten af 2015. Den Europæiske Centralbank, ECB, har derimod iværksat nye opkøbsprogrammer, som skal understøtte kreditgivningen til den private sektor. Baseret på forwardrenterne forventer markederne, at ECB fastholder den pengepolitiske rente på det nuværende niveau frem til 2018.

Den danske økonomi er vokset med 7 pct. siden begyndelsen af 2010, når der fokuseres på de private byerhverv. Fremgangen afspejler sig også på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen er steget siden begyndelsen af 2013. Nationalban-

ken venter en styrkelse af det moderate opsving, som gradvist vil blive mere selvbærende. Grundlaget er på plads i form af et fortsat stort opsparringsoverskud i den private sektor, meget lave renter, øgede disponible indkomster og udsigt til stigende udenlandsk efterspørgsel. Fremgangen kan vise sig at komme hurtigere og kraftigere end skønnet, men den er på den anden side sårbar, skulle den globale økonomi, herunder euroområdet, ikke løfte sig som forventet.

Der ventes en vækst i det reale BNP på 0,8 pct. i år, 1,7 pct. i 2015 og 2,0 pct. i 2016. Væksten kommer fra en stigning i den indenlandske efterspørgsel som følge af især øget privat forbrug og investeringer. Den offentlige efterspørgsel forventes at vokse pænt næste år, men kun svagt i 2016. Den skønnede fremgang i økonomien er stærk nok til, at produktionsgabets, der aktuelt er omkring -2 pct. af BNP, vil være stort set lukket ved udgangen af 2016.

Forbrugerpriserne er kun steget svagt det seneste år. Prisstigningstakten ligger på niveau med euroområdets. Siden midten af 2013 har det generelle billede været, at fald i importpriserne har holdt inflationen nede, mens de indenlandske bestemte priser har trukket op. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, har i nogle år ligget i intervallet 1-2 pct. Faldet i olieprisen siden begyndelsen af juli understøtter BNP-væksten og trækker i retning af en lavere prisstigningstakt det næste år, men svækker samtidig de offentlige finanser.

Underskuddet på de offentlige finanser er de seneste år blevet holdt nede af midlertidige indtægter bl.a. fra fremrykningen af beskatningen

af kapitalpensioner. Det vil også være tilfældet i 2015. At skabe luft til 3-pct.-grænsen kan imidlertid ikke i længden ske ved at basere sig på engangsindtægter.

ECB har den 4. november 2014 overtaget ansvaret for tilsynet med de største kreditinstitutter i euroområdet som led i etableringen af bankunionen. Nationalbanken mener, at Danmark i 2015 bør ansøge om deltagelse i bankunionen. Der er ikke usikkerheder eller udeståender, der berettiger til udskydelse af beslutningen herom. Nationalbanken vurderer endvidere, at bankunionen vil kunne rumme den danske realkreditsektor, som vi kender den.

## INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

### KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

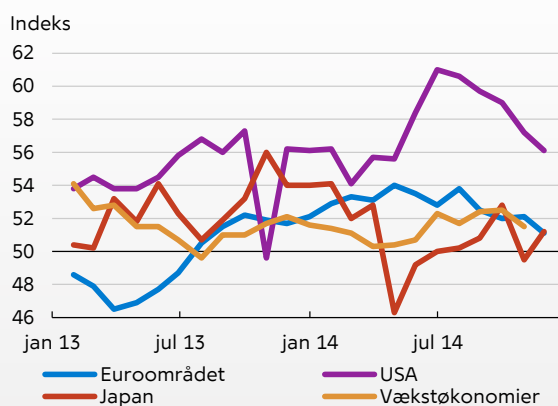
Den globale økonomi vokser, men kun svagt. I euroområdet og Japan lader opsvinget vente på sig, mens USA og til dels Storbritannien er lyspunkter blandt de avancerede økonomier med robust økonomisk fremgang, jf. figur 1 (venstre). Fremgangen i vækstøkonomierne er aftaget i 2014, især fordi væksten i Kina er lavere, og i mindre grad fordi aktiviteten i Brasilien er faldet, jf. figur 1 (højre).

I euroområdet voksede økonomien svagt i 3. kvartal. Den moderate udvikling afspejler bl.a.

svækket tillid som følge af konflikterne i Ukraine og Mellemøsten. I euroområdets største økonomi, Tyskland, var der en lille fremgang, som primært var drevet af et højere privat forbrug, men der var også et positiv bidrag fra nettoeksporten. Til gengæld faldt investeringerne, især i maskiner og transportmidler, men også i bygninger og anlæg. Den lavere investeringslyst kan afspejle, at usikkerheden om afsætningsmulighederne er steget som følge af konflikten i Ukraine. I de fleste andre eurolande steg aktiviteten også, og det var kun

PMI i udvalgte avancerede økonomier og vækstøkonomier

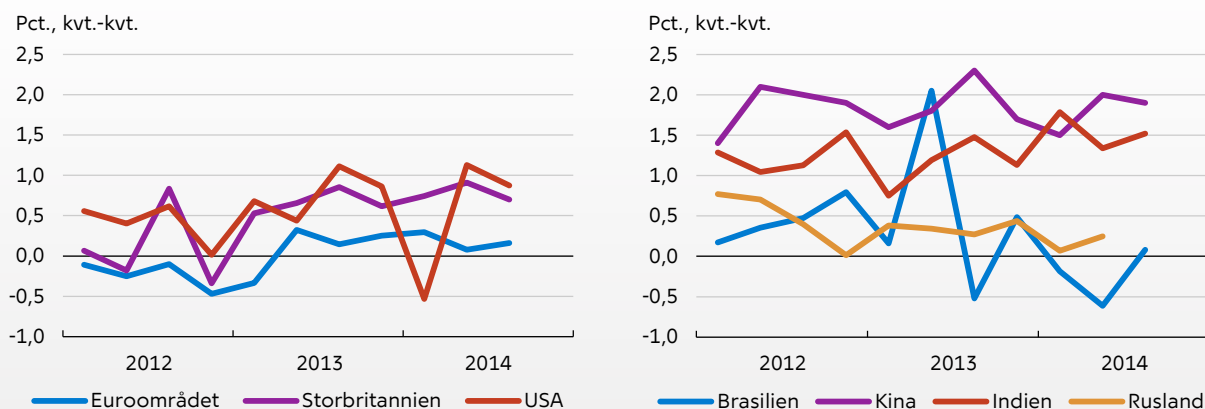
Figur 2



Anm.: Indeksene er det samlede Purchasing Managers' Index, PMI, for fremstilling og service. Værdier over (under) 50 angiver fremgang (tilbagegang) i forhold til sidste måned.  
Kilde: Reuters EcoWin.

BNP-vækst i udvalgte avancerede økonomier (venstre) og vækstøkonomier (højre)

Figur 1



Kilde: Reuters EcoWin.



Italien og Cypern, som havde tilbagegang. Væksten var stærk i Spanien og Grækenland og moderat i Frankrig. Baseret på data for erhvervstilliden, Purchasing Managers' Index, PMI, som normalt er en god indikator for den økonomiske udvikling, ventes en fortsat behersket vækst i euroområdet i 4. kvartal, jf. figur 2.

USA og Storbritannien havde begge robust vækst i 3. kvartal, hovedsagelig fordi den indenlandske efterspørgsel var stærk. Derimod faldt Japans BNP i 3. kvartal for andet kvartal i træk, især fordi investeringsaktiviteten faldt mærkbart. PMI indikerer, at 4. kvartal også vil blive svagt.

I Sverige steg aktiviteten, fordi den indenlandske efterspørgsel var stærk. Det afspejler stigende disponible indkomster og lave renter. Samtidig understøttes både det private forbrug og boligbyggeriet af, at boligpriserne stiger.

Væksten i de avancerede økonomier hæmmes aktuelt af svækket erhvervstillid, geopolitiske spændinger og lav produktivitetsvækst. Samtidig er vækstbidraget fra den demografiske udvikling

negativt. En række positive drivkræfter betyder dog, at væksten forventes at tiltage. De nominelle renter er lave, den finanspolitiske konsolidering aftager, og husholdninger og virksomheder har finansielle nettoformuer, der er større end før finanskrisen. Samtidig har den europæiske banksektor styrket sit kapitalgrundlag, og kreditvilkårene i både euroområdet og USA bliver lempet, hvilket forbedrer finansieringsforholdene. Dertil kommer, at oliepriserne er faldet fra omkring 110 dollar pr. tønde i begyndelsen af juli til lidt over 70 dollar i begyndelsen af december, jf. boks 1. Det skyldes både, at produktionen er steget i bl.a. USA, og at væksten i efterspørgslen fra bl.a. euroområdet og Kina er svag. Forbliver olieprisen på det nuværende niveau, vil det isoleret set kunne øge BNP-niveauet i de avancerede økonomier med knap 0,4 procentpoint i 2016 i forhold til de seneste skøn fra de internationale organisationer. De positive effekter af en lavere oliepris bliver i euroområdet dog delvist opvejet af, at euroen siden foråret gradvist er blevet svækket over for

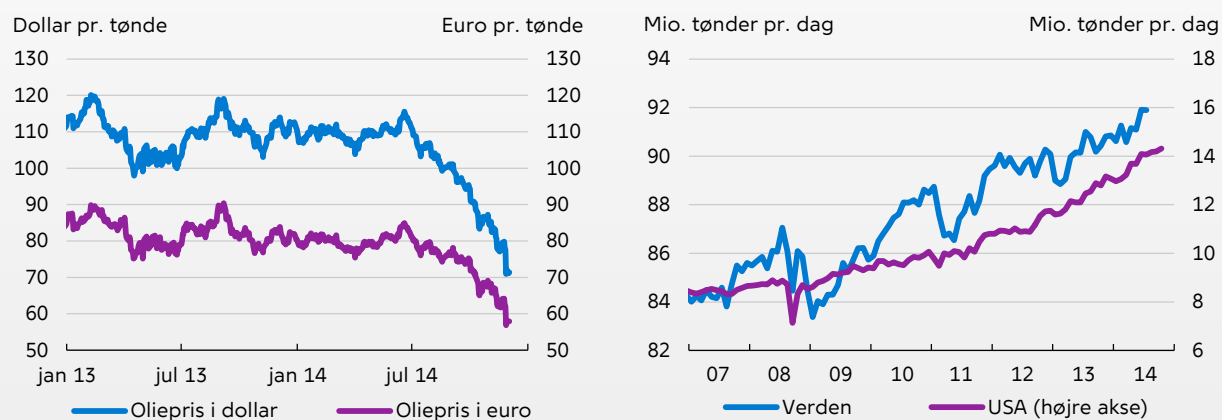
### Årsager til og konsekvenser af den seneste udvikling i olieprisen

Boks 1  
fortsættes næste side

Fra begyndelsen af juli til i begyndelsen af december er olieprisen faldet med ca. 40 dollar pr. tønde, eller mere end 35 pct., jf. figur nedenfor til venstre. Det skyldes en kombination af stigende produktion og svag efterspørgsel. Den globale olieproduktion er steget især som følge af øget produktion i USA, jf. figur nedenfor til højre. I markedet har der siden foråret været en bekymring for, at den globale produktion kunne falde som følge af internationale konflikter, men i hverken Rusland, Irak eller Libyen er produktionen faldet. Markedets

prisfastsættelse af denne risiko er derfor aftaget over de seneste måneder. OPEC, Organization of the Petroleum Exporting Countries, står for omkring 40 pct. af den globale olieproduktion, og organisationens beslutninger har stor betydning for olieprisen. På et møde i Wien den 27. november valgte OPEC at fastholde produktionen uændret på trods af faldende oliepriser. I forlængelse heraf faldt olieprisen med næsten 7 dollar pr. tønde.

### Oliepris (venstre) og olieproduktion (højre)



Anm.: Venstre figur: Brent-oliepris.  
Kilde: Reuters EcoWin.

Samtidig er væksten i efterspørgslen moderat. I bl.a. USA har energiforbruget i de seneste år ligget stabilt på trods af, at den økonomiske aktivitet er steget. I euroområdet faldt energiforbruget i 2010-13, og i Kina er den økonomiske vækst aftaget, hvilket dæmper væksten i energiefterspørgslen.

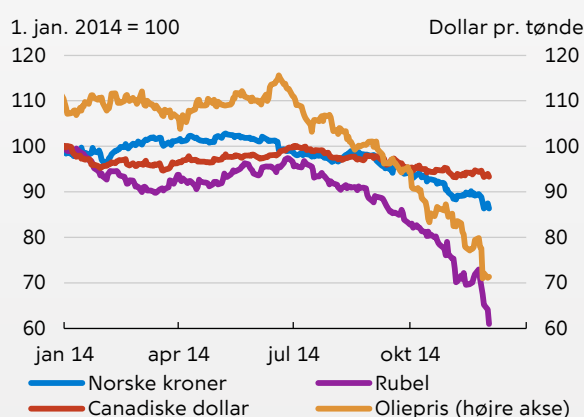
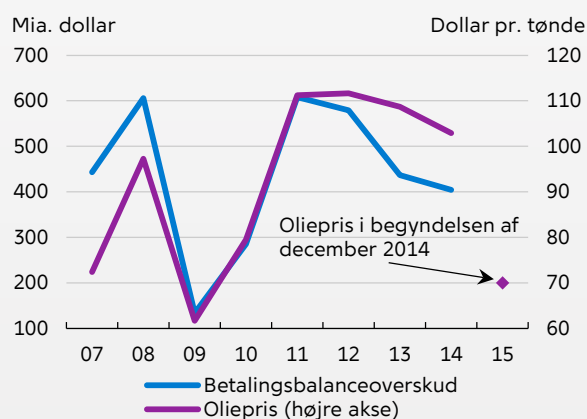
De lave oliepriser forbedrer bytteforholdet for de olieimporterende lande og øger de disponible realindkomster. I 2013 var værdien af nettoimporten af olie og olieprodukter i euroområdet ca. 230 mia. euro. Et fald i olieprisen på 10 pct. vil derfor give en besparelse på 23 mia. euro, hvilket svarer til lidt over 0,2 pct. af BNP.<sup>1</sup> ECB finder, at et permanent fald i olieprisen på 10 pct. øger BNP i euroområdet med 0,2 pct. efter to år. For OECD-landene samlet er effekten tilsvarende.<sup>2</sup> I OECD's seneste prognose offentliggjort medio november antages en oliepris på 85 dollar i 2015-16, så oliepris på 70 dollar vil isoleret set kunne øge BNP-niveauet i de avancerede økonomier med knap 0,4 pct. i 2016 i forhold til prognosen.

For de olieeksporterende lande forholder det sig anderledes. Fra 2008 til 2009 faldt den gennemsnitlige oliepris med omkring 35 dollar, hvilket betød, at betalingsbalanceoverskuddet for de 15 største olieeksporterende lande faldt med ca. 470 mia. dollar, jf. figur nedenfor til venstre. Ved en

oliepris omkring 70 dollar pr. tønde vil disse landes opsparringsoverskud falde kraftigt, og deres offentlige finanser forværres. For nogle olieeksporterende lande, herunder Rusland, vil lavere oliepriser reducere den økonomiske aktivitet. Dårligere russiske vækstudsigter samt geopolitiske spændinger og internationale sanktioner har betydet, at rublen er faldet over for dollar med over 30 pct. siden sommeren, jf. figur nedenfor til højre. Også valutaerne i andre olieeksporterende lande, fx norske kroner og canadiske dollar, er svækket over for amerikanske dollar. På kort sigt ventes en lavere oliepris samlet set at føre til en højere global økonomisk vækst.

Generelt vil faldende oliepriser for olieeksporterende lande føre til et svækket bytteforhold og en svækkelse af landets valuta, mens det omvendte er tilfældet for olieimporterende lande. USA er nettoimportør af olie, så dollaren styrkes typisk, når olieprisen falder, som følge af forbedret amerikansk bytteforhold og dermed bedre vækstudsigter. Dollarkursen kan dog også påvirke olieprisen. Idet olie handles i dollar, vil en svækkelse af dollar gøre olie billigere i fx euro. Det kan styrke efterspørgslen i lande, der ikke benytter dollar, og hermed øge olieprisen.<sup>3</sup>

### Betalingsbalance for olieeksporterende lande og oliepris (venstre) og valutakurs over for dollar og oliepris (højre)



Anm.: Venstre figur: Summen af betalingsbalancen for de 15 lande i verden med størst olieeksport: Saudi-Arabien, Rusland, De Forenede Arabiske Emirater, Kuwait, Irak, Nigeria, Qatar, Iran, Angola, Venezuela, Norge, Algeriet, Canada, Kasakhstan og Libyen. Tal for 2014 er skøn fra IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2014. Højre figur: Valutakurs over for dollar.

Kilde: Reuters EcoWin.

1. Under antagelse af fuldt prisgennemslag og uændret nettoimport.

2. Jf. ECB, *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, september, 2014, og OECD, *Economic Outlook*, november, 2014.

3. Se fx IMF, *Housing and the Business Cycle*, *World Economic Outlook*, april 2008 og Q. Farooq Akram, *Commodity prices, interest rates and the Dollar*, *Energy Economics*, 2009, vol. 31, nr. 6, november.

dollar. På lidt længere sigt vil svækkelsen af euroen imidlertid understøtte euroområdets eksport og dermed væksten.

Det gradvise opsving i de avancerede økonomier har en positiv effekt på den økonomiske

udvikling i vækstøkonomierne. Til gengæld dæmpes fremgangen i de råvareproducerende lande af lavere råvarepriser, herunder på olie. En række olieproducerende lande har dog meget store opsparringsoverskud. Derfor må lavere oliepriser

## BNP-vækst i udvalgte økonomier

Tabel 1

					Ændring i forhold til september	
	2013	2014	2015	2016	2014	2015
USA	2,2	2,2	3,1	3,0	0,1	0,0
Euroområdet	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,0	0,0
Tyskland	0,2	1,5	1,1	1,8	0,0	-0,4
Frankrig	0,4	0,4	0,8	1,5	0,0	-0,2
Italien	-1,9	-0,4	0,2	1,0	0,0	0,1
Spanien	-1,2	1,3	1,7	1,9	...	...
Storbritannien	1,7	3,0	2,7	2,5	-0,1	-0,1
Sverige	1,5	2,1	2,8	3,1	...	...
Japan	1,5	0,4	0,8	1,0	-0,5	-0,3
Kina	7,7	7,3	7,1	6,9	-0,1	-0,2

Anm.: Ændring i forhold til OECD, *Interim Economic Assessment*, september 2014. Rapporten indeholder ikke skøn for Spanien og Sverige.  
Kilde: OECD, *Economic Outlook*, november 2014.

forventes i disse lande især at reducere opsparingen og kun i mindre omfang påvirke væksten.

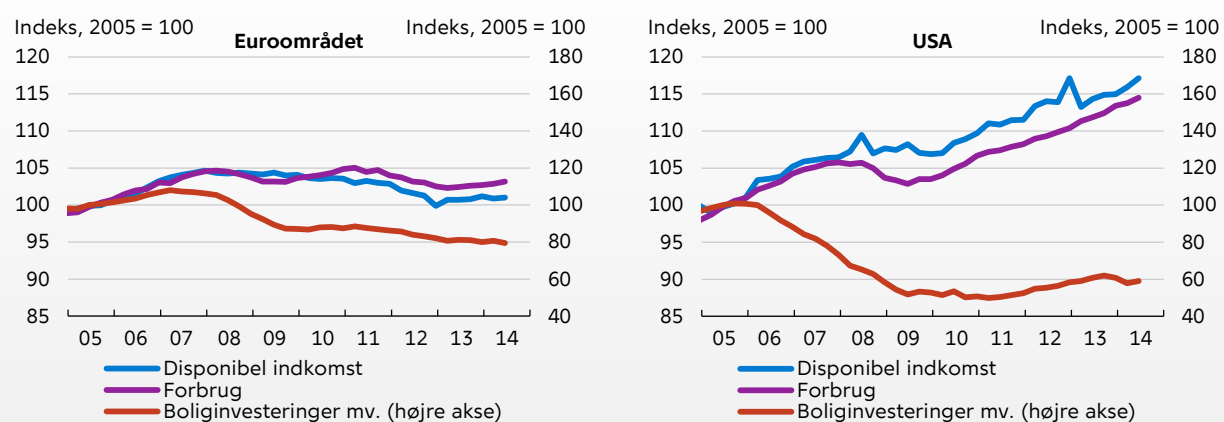
Samlet set er der udsigt til et svagt opsving i verdensøkonomien i 2015 og 2016, jf. tabel 1. I 2015 ventes stigningen i væksten i USA at blive solid, mens den i euroområdet bliver mere gradvis. I Storbritannien og Kina skønnes fremgangen at aftage svagt frem mod 2016, men fra relativt høje niveauer.

## FORBRUG OG INVESTERINGER I EUROOMRÅDET OG USA

I euroområdet faldt det private forbrug fra 2007 til 2012, og siden da er det kun steget svagt. Det afspejler hovedsageligt udviklingen i den disponible indkomst, jf. figur 3 (venstre), der bl.a. har været hæmmet af, at beskæftigelsen i det meste af perioden faldt, og at skatterne steg. Også i USA har det private forbrug fulgt udviklingen i hushold-

## Husholdningernes disponible indkomst, private forbrug og investeringer

Figur 3

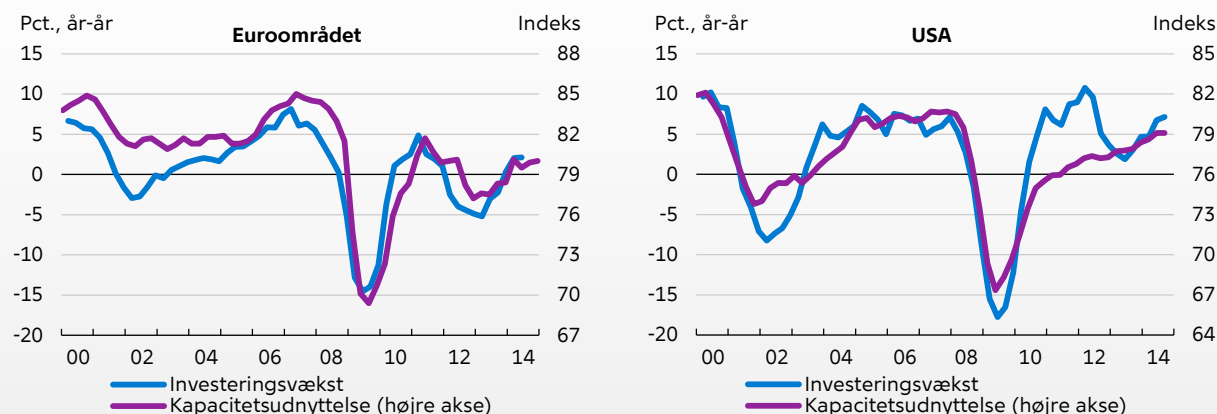


Anm.: Disponibel indkomst og forbrug er deflateret med forbrugerpriserne, mens investeringerne er deflateret med prisindekset for boliginvesteringer.

Kilde: Reuters EcoWin og egne beregninger.

## Investeringsvækst og kapacitetsudnyttelse

Figur 4



Anm.: Venstre figur: Mængder opgjort i kædede værdier for faste bruttoinvesteringer, ekskl. boliger. Højre figur: Mængder opgjort i kædede værdier for private faste bruttoinvesteringer, ekskl. boliger.  
Kilde: Reuters EcoWin og egne beregninger.

ningernes disponible indkomst, jf. figur 3 (højre). Endvidere har husholdningerne i både USA og euroområdet reduceret deres boliginvesteringer betydeligt siden 2007. Det lave investeringsniveau har betydet, at husholdningerne har haft en stor finansiell nettoopsparing og derigennem har kunnet forbedre deres balance, dvs. nedbringe gæld og øge deres finansielle nettoformue. Efterhånden som den disponible indkomst stiger, og behovet for konsolidering aftager, vil husholdningernes investeringer og forbrug vokse stærkere.

Også virksomhederne i USA og euroområdet har reduceret investeringerne kraftigt i forbindelse med krisen. Det afspejler især manglende efterspørgsel og dermed lav udnyttelse af kapitalapparatet. I euroområdet er kapacitetsudnyttelsen fortsat noget under niveauet fra før 2007, jf. figur 4 (venstre), og investeringerne er lave på trods af, at de understøttes af lave renter og forbedret adgang til kredit. I USA er kapacitetsudnyttelsen steget og ligger aktuelt tæt på sit historiske niveau, hvilket har medvirket til, at investeringerne er steget, jf. figur 4 (højre). De internationale organisationer venter, at investeringerne vil tiltage – om end fra et lavt niveau – i de kommende kvartaler, i takt med at efterspørgslen stiger.

## ARBEJDSMARKED OG INFLATION

I USA er antallet af beskæftigede i de første ti måneder af 2014 vokset lige så hurtigt som under toppen af højkonjunktoren i 2005-06. Samtidig er

arbejdsstyrken gennem de senere år vokset langt mindre end tidligere, bl.a. som følge af en aldrende befolkning, flere invalidepensionister, og at antallet af personer under uddannelse er steget. Det betyder, at arbejdsløshedsraten er faldet kraftigt. I oktober var den 5,8 pct. mod 7,2 pct. i oktober 2013.

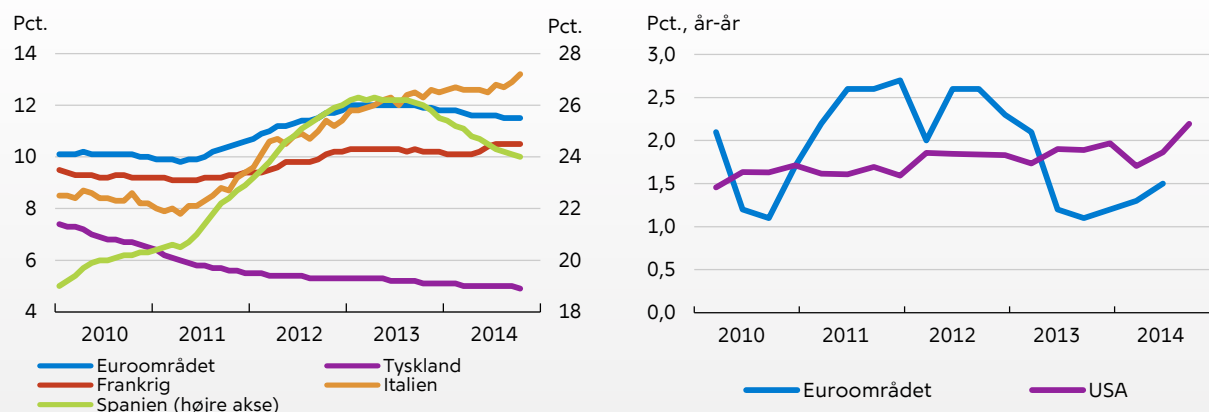
I euroområdet er beskæftigelsen også steget i 2014, og ledigheden er reduceret. I bl.a. Frankrig og Italien er udviklingen på arbejdsmarkedene dog svag, jf. figur 5 (venstre). Ledigheden i Spanien er faldet med omtrent 1,5 procentpoint i år, om end fra et meget højt niveau. Det afspejler, at de internationale konjunkturer er forbedret, og at reformer på arbejdsmarkedet har bidraget til at dæmpe lønudviklingen og dermed forbedret konkurrenceevnen.

Faldet i ledigheden i euroområdet og USA har fundet sted, selv om den økonomiske udvikling har været svag. Det skyldes bl.a., at demografiske forhold reducerer arbejdsstyrken og dermed den strukturelle vækst. Dermed kan ledigheden i de kommende år falde selv ved en historisk set moderat økonomisk fremgang.

Arbejdsløshedsraten i euroområdet er fortsat høj. Derfor er lønpresset stadig begrænset, om end lønstigningerne i den private sektor er steget en anelse de sidste par kvartaler, jf. figur 5 (højre). De er dog stadig på et lavt niveau, og der er forskelle mellem de enkelte eurolande. Fx var stigningstakten i den private sektor i Spanien i 2.

Ledighed (venstre) og lønudvikling (højre)

Figur 5



Anm.: Venstre figur: Ledigheden er opgjort i henhold til definitionen fra International Labour Organization. Højre figur: For euroområdet vises Business economy, Wages and salaries. For USA vises Employment cost index, Wages and salaries, Private industry.  
Kilde: Venstre figur: Eurostat. Højre figur: Reuters EcoWin.

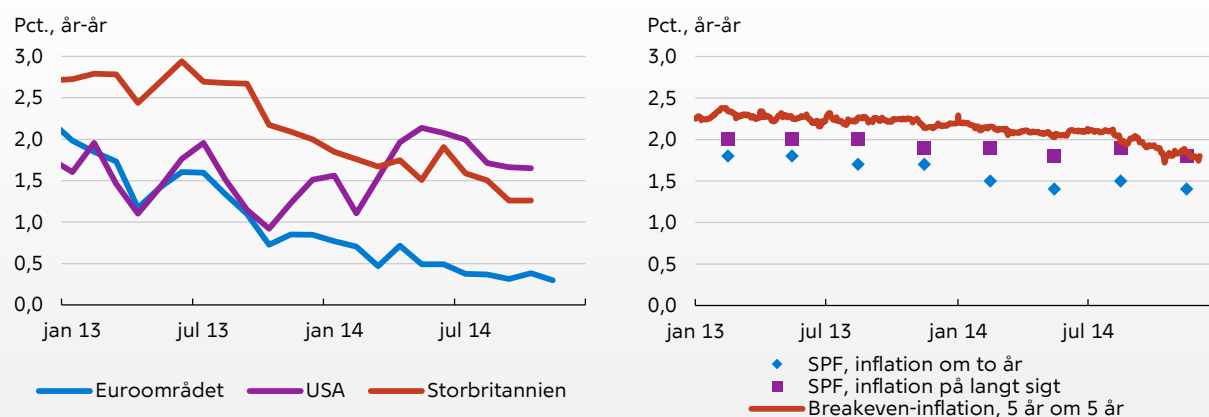
kvartal 0,8 pct. år til år, mens den var over 4 pct. i Østrig. I USA er lønstigningerne i den private sektor tiltaget på det seneste, hvilket afspejler, at mængden af ledig kapacitet på arbejdsmarkedet er faldet.

Stigningstakterne i forbrugerprisindekset i euroområdet er aftaget siden udgangen af 2011 og var 0,3 pct., år til år i november, jf. figur 6 (venstre). Forbrugerpriserne holdes især nede af, at energipriserne falder. Samtidig er både de implicitte markedsbaserede forventninger og de

professionelle prognosemageres forventninger til inflationen på længere sigt faldet siden sommer til under 2 pct., jf. figur 6 (højre). De lave niveauer for både faktisk og forventet inflation har indgået i ECB's overvejelser vedrørende den førte pengepolitik. En vedvarende lav inflation og lave inflationsforventninger kan hæmme væksten, bl.a. fordi det isoleret set giver højere forventede realrenter, dvs. forskellen mellem nominel rente og forventet inflation. Da de pengepolitiske renter er tæt på den nedre nulgrænse, indebærer den

Inflation (venstre) og inflationsforventninger i euroområdet (højre)

Figur 6



Anm.: Venstre figur: I euroområdet og Storbritannien er prisudviklingen er målt ved HICP, i USA er den målt ved CPI. Højre figur: SPF er Survey of Professional Forecasters. Breakeven-inflationen er baseret på inflationsindekserede swaps.  
Kilde: Venstre figur: Reuters EcoWin, Højre figur: Reuters EcoWin og Bloomberg.

aftagende og lave inflation de facto en stramning af pengepolitikken i form af højere realrenter. Det dæmper forbrugs- og investeringslysten. Derudover betyder den lave inflationstakt, at det er vanskeligere at opnå reallønsjusteringer i lande, som har mindre fleksible arbejdsmarkeder.

Også i USA, Japan og Storbritannien er prisstigningstakterne aftaget de seneste måneder, fordi energipriserne er faldet.

## FINANSPOLITIK

I forbindelse med den økonomiske og finansielle krise blev finanspolitikken lempet kraftigt i både USA og euroområdet. Samtidig steg udgifterne til bl.a. arbejdsløshedsunderstøttelse, mens skatteindtægterne faldt. Det betød samlet set, at den offentlige saldo blev kraftigt forværret fra 2007 til 2009, jf. figur 7. Efterfølgende er finanspolitikken strammet, og konjunktursituationen er forbedret. På den baggrund kom det offentlige underskud i euroområdet under 3 pct. af BNP i 2013. Europa-Kommissionen venter, at det vil falde yderligere til ca. 2 pct. af BNP i 2016, fordi konjunkturerne forbedres. I USA skønner Congressional Budget Office, CBO, at det amerikanske budgetunderskud forbliver omkring 3 pct. af BNP i de kommende år på trods af en forventning om fortsat økonomisk fremgang. Det skyldes især, at udgifterne til sundhed stiger.

Som led i EU's nye finanspolitiske regelsæt skal Europa-Kommissionen nu hvert efterår vurdere eurolandenes udkast til finanslov for det følgende år. I den forbindelse vurderer Kommissionen, om landene lever op til deres forpligtelser under stabilitets- og vækstpagten, og Kommissionen kan i sidste ende afvise et budgetforslag. Bl.a. Frankrig og Italien afleverede i oktober budgetudkast, som på forskellig vis indebar, at de afveg fra deres forpligtelser. Frankrig planlagde først at bringe sit budgetunderskud under 3 pct. af BNP i 2017, hvilket er to år senere end fristen i landets nuværende henstilling, mens Italien udskød at opnå sit mellemfristede mål for den strukturelle saldo.

Derfor modtog landene i slutningen af oktober henvendelser fra Kommissionen, hvori de bl.a. blev bedt om at forklare de planlagte afvigelser. Også Malta, Slovenien og Østrig blev bedt om at forklare sig og/eller levere mere information. Efter konsultationer med Kommissionen har bl.a. Frankrig og Italien revideret deres budgetudkast, så finanspolitikken strammes mere i 2015 end først planlagt. Kommissionen ventes i begyndelsen af det nye år at fremsætte eventuelle forslag om nye skridt over for landene under stabilitets- og vækstpagten.

## FINANSIELLE FORHOLD

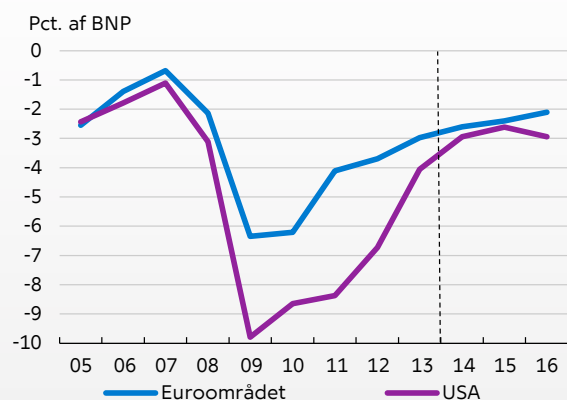
Federal Reserve besluttede sidst i oktober at afslutte sine opkøb af stats- og realkreditobligationer, fordi den amerikanske inflation er steget i takt med, at den økonomiske situation er forbedret. Obligationer, der forfalder, vil blive reinvesteret i perioden frem til første renteforhøjelse. Markedet forventer, at renten vil blive sat op i midten af 2015.

Mens pengepolitikken i USA forventes gradvist at blive normaliseret, lempes den stadig i euroområdet. Bekymring om fortsat lav inflation og svag vækst fik ECB til i begyndelsen af september at annoncere to nye programmer til opkøb af dækkede obligationer og ABS'er, asset-backed securities. Baseret på forwardrenterne forventer markederne, at ECB fastholder den pengepolitiske rente på det nuværende niveau frem til 2018. Der er således en divergens mellem pengepolitikken i euroområdet og i USA, som afspejler forskellen i deres konjunktursituation.

Sveriges Riksbank nedsatte i oktober den pengepolitiske rente, reporenten, til 0 pct. Årsagen var bekymring om vedvarende lav inflation.

**Offentlig saldo i euroområdet og USA**

Figur 7

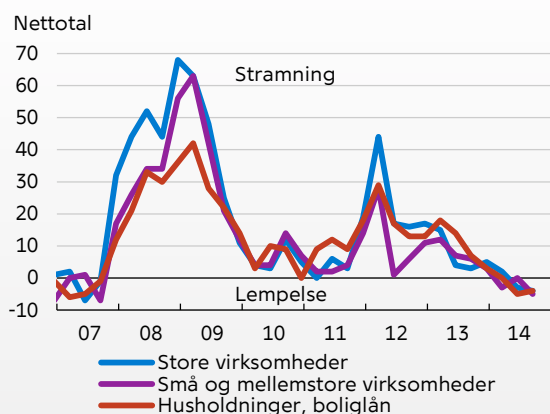


Anm.: Prognosen for euroområdet er fra Europa-Kommissionen, *European Economic Forecast*, efterår 2014, og prognosen fra USA er fra Congressional Budget Office, *Baseline*, August 2014.

Kilde: Reuters EcoWin, Congressional Budget Office og Europa-Kommissionen.

Kreditvilkår i euroområdet

Figur 8



Anm.: Kreditvilkår fra ECB's udlånsundersøgelse, *The euro area bank lending survey*, oktober 2014.

Kilde: Reuters EcoWin.

De årlige ændringer i Riksbankens foretrukne forbrugerprisindeks, KPIF, har været under 1 pct. siden september 2013. Riksbanken har tidligere holdt reporenten oppe for at begrænse husholdningernes gældsætning. I forbindelse med at renten blev sat ned, udtalte Riksbanken, at husholdningernes gæld skal begrænses via

tiltag, som retter sig direkte mod husholdningernes efterspørgsel efter kredit. I begyndelsen af november fremsatte det svenske finanstilsyn, Finansinspektionen, forslag om at indføre krav om afdrag på nye boliglån, når belåningsgraden er over 50 pct.<sup>1</sup>

ECB's og Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds, EBA's, gennemgang og stresstest af den europæiske banksektor (Comprehensive Assessment) viste, at sektoren i løbet af det seneste år har gennemgået en betydelig konsolidering, og at langt hovedparten af bankerne nu er velkapitaliserede.<sup>2</sup> Offentliggørelsen den 26. oktober medførte derfor kun begrænsede markedsreaktioner.

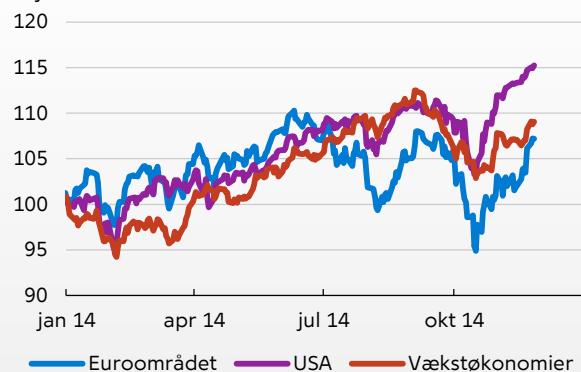
Udlånsvæksten til ikke-finansielle virksomheder i euroområdet er negativ, men nærmer sig nul. Ifølge ECB's udlånsundersøgelse har bankerne lempet kreditstandarden for både virksomheder og husholdninger i løbet af 2014. Det er første gang siden 2007, jf. figur 8, og indikerer, at adgangen til kredit er blevet forbedret.

Ifølge Europa-Kommissionens spørgeskemaundersøgelse om begrænsende faktorer for produktionen udgør adgangen til kredit dog kun en begrænsning for omkring 6 pct. af virksomhederne. Det overvejende problem er ifølge næsten 40 pct. af virksomhederne manglende efterspørgsel.

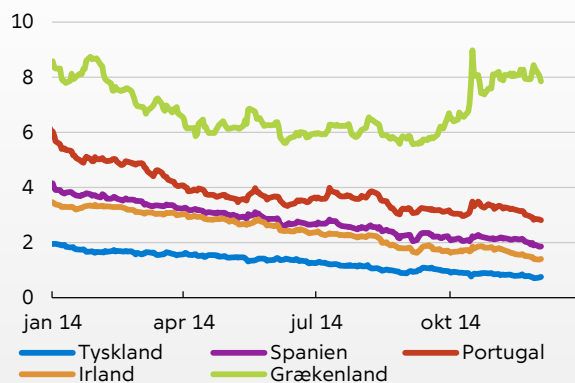
Aktieindeks (venstre) og statsrenter (højre)

Figur 9

2. jan. 2014 = 100



Pct.



Anm.: Figur til venstre: Indekset for euroområdet er STOXX, Broad, for USA Standard & Poors, 500 Composite, og for vækstøkonomierne Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets index.

Kilde: Reuters EcoWin.

1 Finansinspektionen vil i de kommende måneder fastlægge de tekniske detaljer.

2 jf. Danmarks Nationalbank, *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår 2014.



Forbedret adgang til kredit kan derfor ikke alene forventes at medføre en betydelig stigning i hverken investeringer eller beskæftigelse.

Øget usikkerhed i første halvdel af oktober medførte, at volatiliteten steg, og aktiekurserne faldt, jf. figur 9 (venstre). Faldet i aktiekurserne er efterfølgende delvist reverseret, og volatiliteten er aftaget. I euroområdet er aktiekurserne dog under niveauet fra sommeren, hvilket afspejler den svagere konjunkturudvikling.

På statsgældsmarkederne medførte usikkerheden, at renterne i bl.a. Spanien, Grækenland og Irland steg, jf. figur 9 (højre). Også her er udviklingen delvist reverseret. I Grækenland steg renterne på statsobligationer efter politiske udmeldinger om, at man ønsker at undersøge, om det er muligt at træde ud af låneprogrammet fra Den Internationale Valutafond, IMF, før tid.

## PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau lidt stærkere end centralkursen i ERM2, jf. figur 10 (venstre). Kronens kurs over for euro styrkedes i begyndelsen af september, hvor ECB og Nationalbanken nedsatte de pengepolitiske renter. Kronestyrkelsen skal ses i lyset af, at de danske pengemarkedsrenter faldt mindre end i euroområdet. Efterfølgende var der blandt markedsdeltagerne en forventning om en

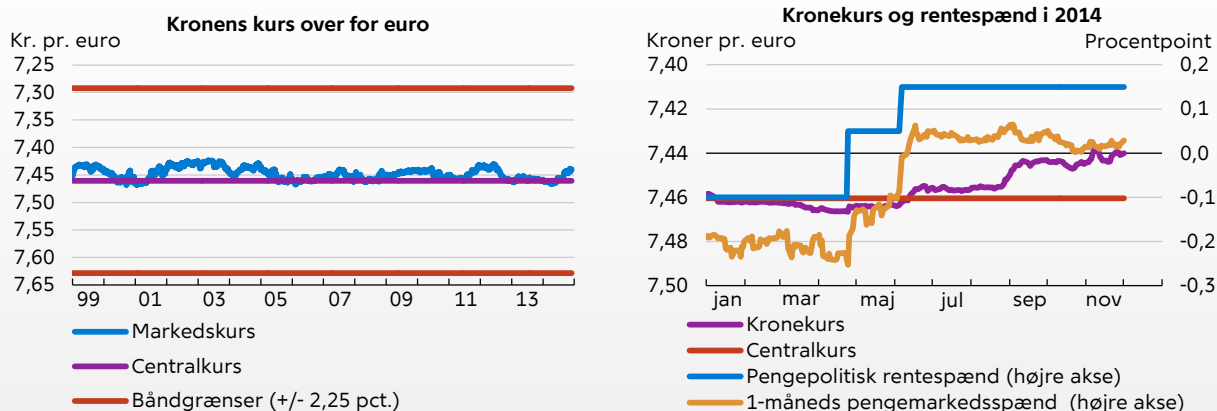
selvstændig rentenedsættelse fra Nationalbanken, hvilket trak rentespændet tilbage mod udgangspunktet og satte en stopper for kronestyrkelsen. Derefter var kronekursen stort set uændret frem til sidste halvdel af oktober, hvor kronen igen styrkedes. I den første uge i november nåede kursen 743,9 kr. pr. 100 euro, hvilket var det stærkeste niveau siden sommeren 2012. Siden faldt kronen lidt tilbage og steg en anelse igen mod slutningen af november, jf. figur 10 (højre).

Fra medio september og frem til slutningen af oktober steg de korte pengemarkedsrenter lidt mere i euroområdet end i Danmark, hvormed pengemarkedsspændet faldt til tæt på 0. ECB annoncerede i forbindelse med rentemødet i november, hvor renterne blev holdt uændrede, at opkøb af dækkede obligationer og asset-backed securities sammen med de langfristede målrettede markedsoperationer, TLTRO'er, forventes at øge ECB's balance væsentligt. I slutningen af november havde ECB købt dækkede obligationer for knap 17,8 mia. euro.

I oktober og november købte Nationalbanken netto valuta for 6,2 mia. kr. i forbindelse med interventioner i valutamarkedet. Valutareserven udgjorde ultimo november 445,5 mia. kr. og er dermed faldet 28,5 mia. kr. siden årsskiftet. Størstedelen af faldet kan tilskrives, at staten netto har indfriet udenlandske lån. Derudover afspejler faldet i valutareserven Nationalbankens netto-interventionssalg af valuta, der dækker over, at

Kronens kurs over for euro og rentespænd mellem Danmark og euroområdet

Figur 10

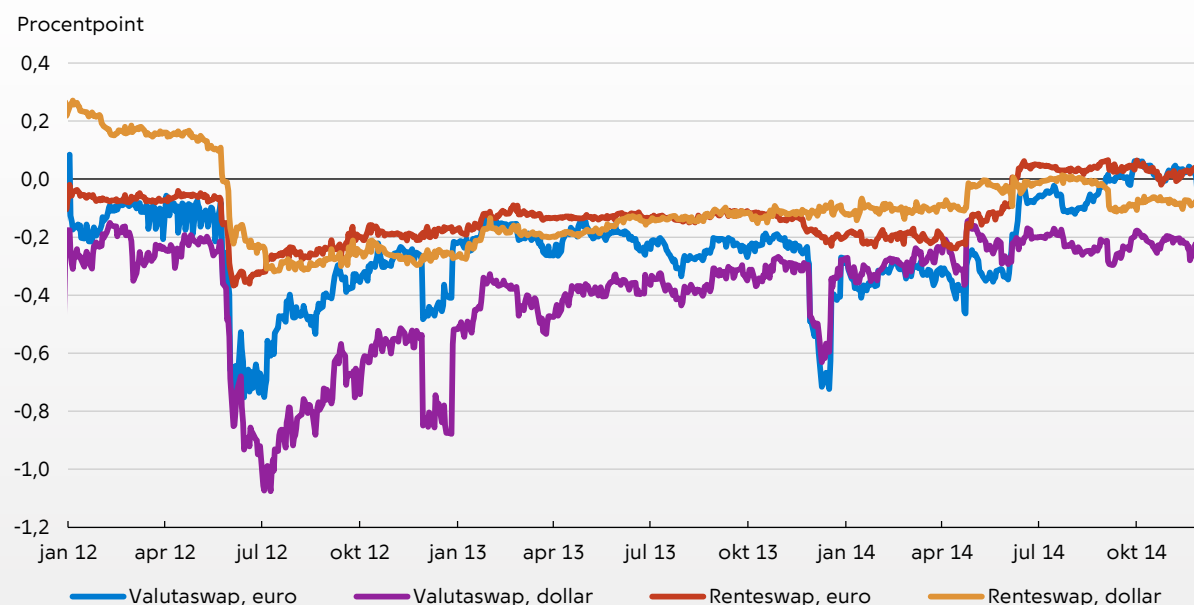


Anm.: Kronekursen er vist på omvendt skala. Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's indlånsrente. Pengemarkedsspændet er forskellen mellem Cita- og Eonia-swaprenten. Seneste observation er 1. december 2014.  
Kilde: ECB, Nordea Analytics og Danmarks Nationalbank.



1-månedets rentespænd mellem Danmark og henholdsvis euroområdet og USA

Figur 11



Anm.: Seneste observation er 2. december 2014.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

Nationalbanken i foråret netto solgte valuta og i efteråret netto købte valuta.

Omsætningen i pengemarkedet er ifølge Nationalbankens årlige pengemarkedsundersøgelse faldet de seneste år. Det skal ses i lyset af det øgede fokus på likviditets- og kreditrisici efter finanskrisen, der også afspejler sig i reguleringen af bankerne og det lave renteniveau. I markedet for usikrede dag til dag-lån er der ultimo året, kvartalet og måneden signifikant lavere omsætning og højere renter. Der er tegn på, at denne effekt har fået større betydning i de seneste år, jf. artiklen om seneste tendenser på pengemarkedet i denne Kvartalsoversigt.

Det implicitte rentespænd mellem kroner og henholdsvis euro og dollar baseret på FX swaps er steget siden begyndelsen af året. Det gælder især for FX swaps med euro, hvor 1-månedets rentespændet i begyndelsen af september blev svagt positivt. Det tilsvarende rentespænd med dollar lå i samme periode på omkring -0,2 procentpoint, jf. figur 11. Dermed er de implicitte rentespænd kommet tættere på niveauet for de øvrige pengemarkedsspænd, og den skævhed, der opstod på FX-markederne som følge af finanskrisen, er for lån i euro forsvundet og for lån i dollar mindsket væsentligt. Skævheden afspejlede, at amerikanske og

europæiske banker og investorer under finanskrisen blev mindre villige til at udlåne dollar og euro. Normaliseringen af rentespændene indikerer, at det igen er blevet lettere for de danske pengeinstitutter at opnå euro- og dollarfinansiering.

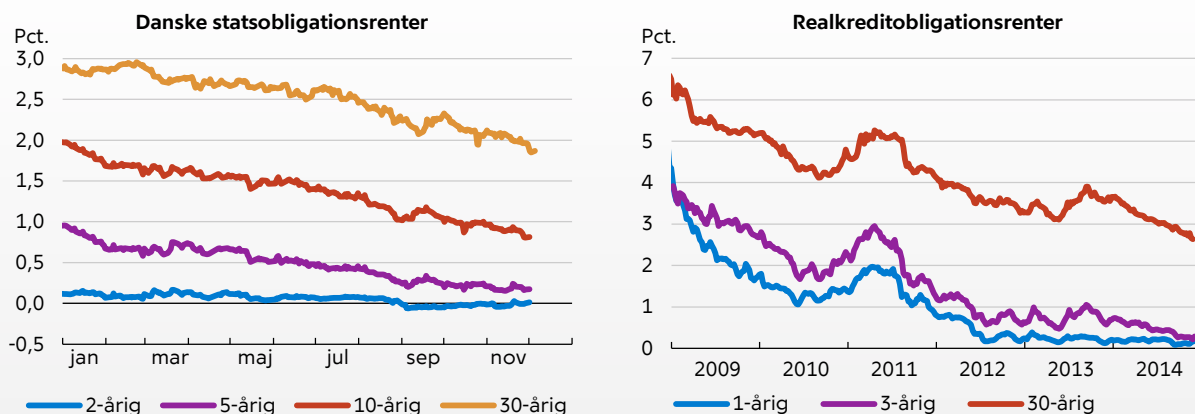
På baggrund af normaliseringen af de finansielle forhold har Nationalbanken besluttet at forenkle sikkerhedsgrundlaget, dvs. de aktiver, de pengepolitiske modparter kan belåne i Nationalbanken. Pr. 1. april 2015 vil junior covered bonds og obligationer udstedt af Skibskreditfonden udgå af Nationalbankens sikkerhedsgrundlag. Herefter vil det permanente sikkerhedsgrundlag alene bestå af papirer udstedt af eller garanteret af den danske stat samt realkreditobligationer. Mængden af belånbare papirer vil efter ændringerne fortsat langt overstige de pengepolitiske modparterers behov i forbindelse med lån i Nationalbanken.

#### UDVIKLINGEN PÅ KAPITALMARKEDET

Udsvingene på de internationale aktie- og obligationsmarkeder i oktober, jf. afsnittet om international økonomi, betød, at de lange danske statsobligationsrenter faldt fra ultimo september til ultimo oktober. Den 10-årige og 30-årige statsrente faldt begge med omkring 0,1 procent-

## Renter på stats- og realkreditobligationer

Figur 12



Anm.: Venstre figur: Dagsobservationer. Parrenter, dvs. beregnede renter med præcis 2, 5, 10 og 30 år til udløb. Seneste observation er 1. december 2014. Højre figur: Ugentlige data. Den 1- og 3-årige realkreditrente er baseret på rentetilpasningsobligationer. Den 30-årige rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Seneste observation er uge 49 2014.

Kilde: Nordea Analytics og Realkreditrådet.

point. I samme periode var renten på de korte statsobligationer stort set uændret, jf. figur 12 (venstre). De lange statsobligationsrenter faldt yderligere i slutningen af november, hvilket skal ses i lyset af markedets forventninger til, at ECB vil begynde opkøb af statsobligationer i 2015. Den danske 10-årige statsobligationsrente var således i begyndelsen af december 0,8 pct. Udviklingen i de danske statsobligationsrenter fulgte stort set udviklingen i de tilsvarende tyske renter.

Renten på 1-årige realkreditobligationer nåede medio september et historisk lavt niveau på lige under 0,1 pct. Siden er renten steget og var i begyndelsen af december knap 0,2 pct. Renten på realkreditobligationer med 3-årig rentetilpasning steg også lidt i slutningen af november og var i begyndelsen af december godt 0,3 pct. Den 30-årige realkreditrente har siden årsskiftet været støt faldende. Fra medio september til begyndelsen af december faldt den 30-årige obligationsrente 0,3 procentpoint til 2,6 pct., jf. figur 12 (højre).

Realkreditinstitutterne afholdt i den sidste halvdel af november og begyndelsen af december refinansieringsauktioner for rentetilpasningslån, der skal tilpasses 1. januar 2015. Renterne for 1-, 3- og 5-årige rentetilpasningslån blev henholdsvis 0,2, 0,4 og 0,6 pct., hvilket for de 1-årige var lidt højere end for et år siden og for de 3- og 5-årige noget lavere. Der blev udbudt 1-, 3- og 5-årige obligationer i kroner og euro for omkring hen-

holdsvis 175 og 40 mia. kr., hvilket var betydelig mindre end de seneste år. Det var især de 1-årige kroneobligationer, der blev udstedt færre af, end der udløb, men den lavere refinansieringsgrad gjorde sig samlet set også gældende for obligationer med længere løbetid. Hos et par realkreditinstitutter blev der udstedt flere obligationer med løbetid over et år, end der udløb. Det afspejler, at låntagerne i disse institutter i et vist omfang har valgt at forlænge rentebindingsperioden. Realkreditinstitutternes samlede udstedelser forud for auktionerne peger i retning af, at en del låntagere har valgt at udskifte de variabelt forrentede lån med fastforrentede.

Den sidste uge i oktober blev der opsagt fastforrentede realkreditlån for omkring 85 mia. kr. Det tyder på, at omfanget af konverteringer er det største i ni år. Over halvdelen af de lån, der blev opsagt, var 4 pct.-lån, og godt en fjerdedel var 3 og 3,5 pct.-lån. Vurderet ud fra realkreditinstitutternes seneste obligationsudstedelser er det særligt omfanget af 30-årige 2,5 pct. obligationer, der er forøget. Dermed ser det ud til, at en del boligejere nedkonverterer til en lavere rente, selv om det er en relativt lille besparelse, der opnås i de månedlige ydelser.

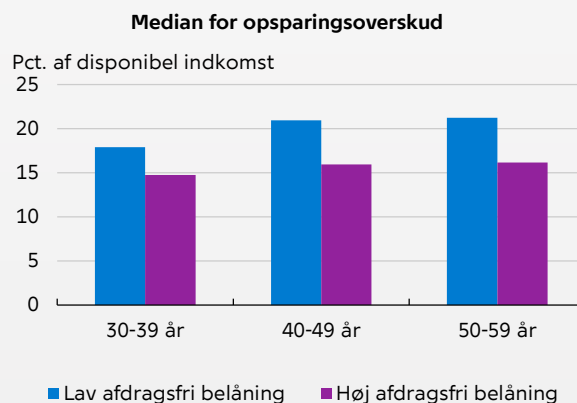
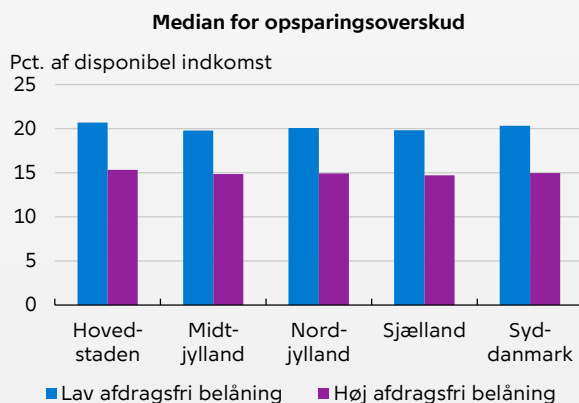
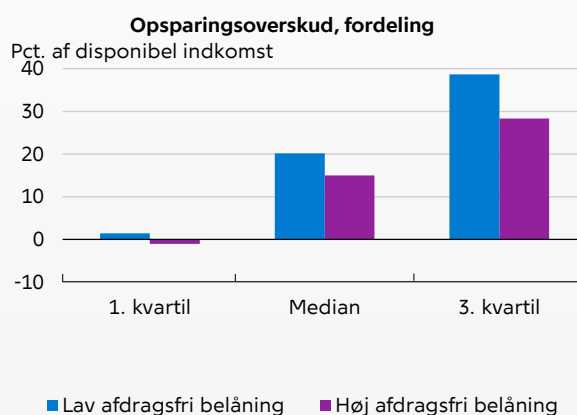
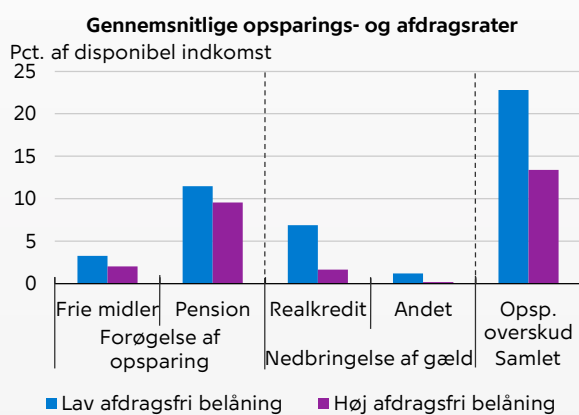
De variabelt forrentede realkreditlån uden afdrag er stadig den mest udbredte låntype blandt lån med pant i ejerboliger og fritidshuse. Ultimo oktober 2014 udgjorde denne låntype 44 pct. I

Lån med afdragsfrihed giver mulighed for nedbringelse af anden gæld og kan anvendes som instrument til udglættning af forbrug over livsforløbet. Der kan dog også være betydelige risici forbundet med afdragsfrie lån med høje belåningsgrader, fx hvis boligpriserne falder, og afdragsfriheden udløber.

Husholdninger med afdragsfrie lån, der overstiger 60 pct. af ejendomsværdien (herefter kaldet høj afdragsfri belåning), har et markant lavere opsparingsoverskud målt i forhold til deres disponible indkomst end de øvrige husholdninger med afdragsfrie lån. Dette er tilfældet, når der både ses på gennemsnitsværdier og på tværs af fordelingen af

husholdninger, jf. figuren nedenfor. Eksempelvis er den gennemsnitlige opsparingsrate (opsparingsoverskud i procent af disponibel indkomst) for husholdninger med lav afdragsfri belåning 23 pct., mens den for de øvrige husholdninger med afdragsfrie lån er 13 pct. Sammensætningen af de to grupper af husholdninger, der sammenlignes i figurene, er ikke ens. Der er eksempelvis en større andel af ældre i gruppen af husholdninger med lav belåningsgrad i afdragsfrie lån end i gruppen med høj belåningsgrad. Forskellen i opsparingsraterne skyldes dog ikke kun forskelle i sammensætningen af grupperne, idet der er tilsvarende forskelle inden for mere homogene grupper baseret på alder og geografi, jf. figuren.

### Opsparings- og afdragsrater for husholdninger med afdragsfrie lån, 2012



Anm.: Opsparingsoverskud er her defineret som summen af opsparing i frie midler og pension samt nedbringelse af gæld. Opsparing i frie midler dækker over indestående i pengeinstitutter, kursværdien af aktier korregeret for den aggregerede udvikling i aktiekurser (for at reducere påvirkningen fra kursudsving), kursværdi af obligationer og pantebreve i depot samt udenlandske aktiver. Pensionsudbetalinger er ikke fraregnet, da pensionsudbetalinger til personer under 60 år ses som forsikringsudbetalinger frem for negativ opsparing. Nedbringelse af gæld er opgjort netto, dvs. optagelse af ny gæld indgår som negativ nedbringelse af gæld. Familier i gruppen "Lav afdragsfri belåning" har belånt op til og med 60 pct. af boligværdien med afdragsfrie lån, mens "Høj afdragsfri belåning" refererer til familier med over 60 pct. af boligværdien belånt med afdragsfrie lån. Bemærk, at der kun refereres til belåningsgraden med afdragsfrie lån, så husholdninger i kategorien "Lav afdragsfri belåning" kan derudover have realkreditlån med afdrag, bankgæld eller anden gæld, således at den samlede belåningsgrad overstiger 60 pct. I datagrundlaget indgår alle danske familier med afdragsfrie lån, fuld skattepligt i Danmark, en årsindkomst efter skat på mindst 25.000 kr. og hvor familiens ældste medlem er yngre end 60 år, bortset fra familier med selvstændige. Familier, der har købt eller solgt fast ejendom i 2012, er dog ikke medtaget. Region refererer til familiens bopæl, mens alder refererer til familiens ældste medlem. Øvrige definitioner, herunder definitionen af en familie, følger Asger Lau Andersen, Anders Møller Christensen, Charlotte Duus og Ri Kaarup, Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2012, Del 2.

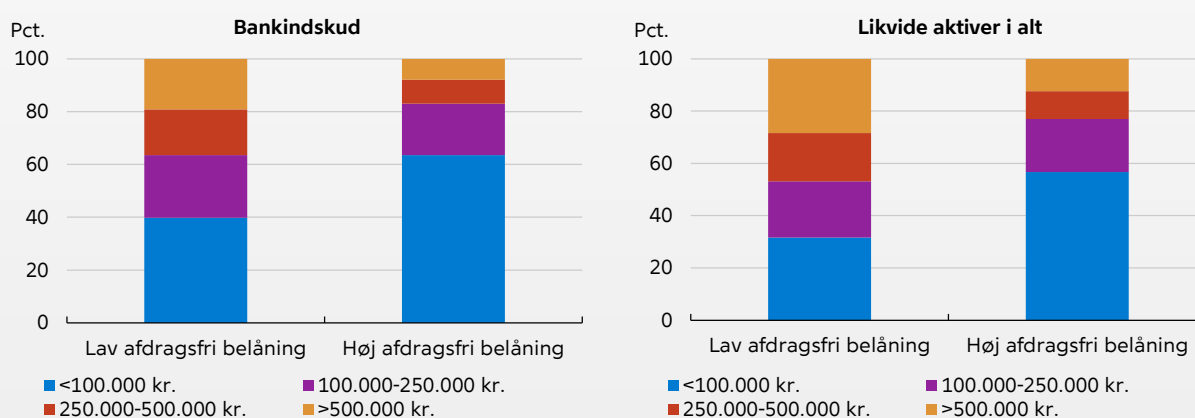
Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata fra Danmarks Statistik og realkreditinstitutterne.

Blandt husholdninger med afdragsfrie realkreditlån holdes 71 pct. af gælden af husholdninger med høj afdragsfri belåning. En markant større del af bruttogælden i gruppen af husholdninger med høj afdragsfri belåning holdes af husholdninger med få likvide aktiver, sammenlignet med gruppen af husholdninger med lav afdragsfri belåning, jf. figuren nedenfor. Eksempelvis holdes 57 pct. af bruttogælden i husholdninger med høj afdragsfri belåning af husholdninger med under 100.000 kr. i likvide aktiver, mens den tilsvarende andel for husholdninger med lav afdragsfri belåning er 32 pct. Som for opsparings- og afdragsrater kan forskellen i beholdningerne af likvide aktiver ikke kun tilskrives sammen-

sætningen af de to grupper, idet der er tilsvarende forskelle inden for mere afgrænsede befolkningsgrupper baseret på alder og geografi (ikke vist i figuren).

Sammenfattende har husholdninger med høj afdragsfri belåning færre likvide aktiver end husholdninger med lav afdragsfri belåning. Desuden anvender husholdninger med høj afdragsfri belåning i gennemsnit en mindre del af indkomsten på opsparing og nedbringelse af gæld end husholdninger med lav afdragsfri belåning. Sidstnævnte gælder også i sammenligning med husholdninger, der betaler afdrag på hele deres realkreditlån.

### Bruttogældsmasse for afdragsfrie lån fordelt efter størrelsen af husholdningernes bankindsud og samlede likvide aktiver, 2012



Anm.: Se anmærkning til foregående figur. De samlede likvide aktiver er opgjort som indestående i pengeinstitutter, kursværdi af obligationsformue, kursværdi af pantebreve i depot samt kursværdi af danske aktier og investeringsbeviser.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata fra Danmarks Statistik og realkreditinstitutterne.

modsætning til afdragsfrie lån sikrer lån med afdrag, at der opbygges en vis afstand til lånegrænserne over tid. Ved afdragsfrie lån bliver låntagere og obligationsejere dermed mere følsomme over for boligprisfald. Husholdninger med afdragsfrie lån, som overstiger 60 pct. af ejendomsværdien, har færre likvide aktiver end husholdninger med lavere afdragsfri belåning, jf. boks 2. Desuden anvender husholdninger med høj afdragsfri belåning i gennemsnit en mindre del af indkomsten på opsparing og nedbringelse af anden gæld end husholdninger med lav afdragsfri belåning.

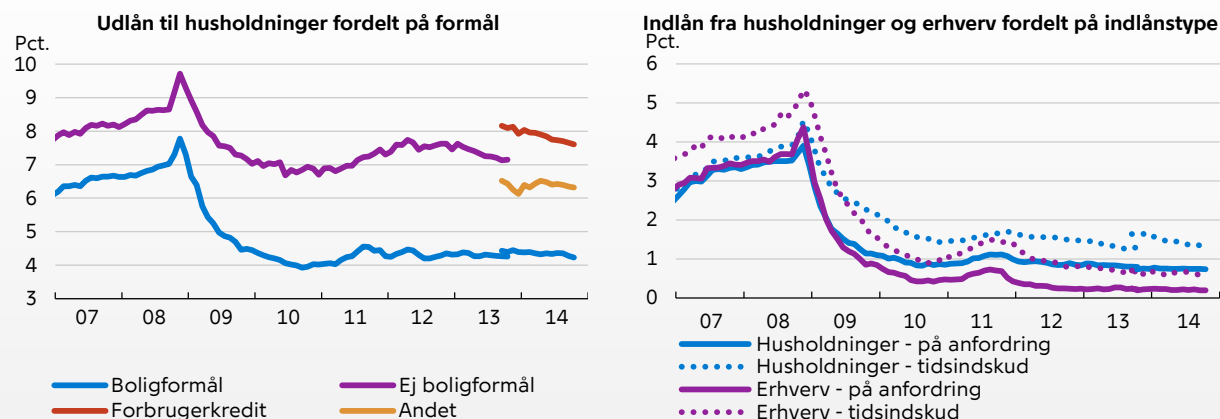
### RENTE- OG KREDITUDVIKLINGEN FOR HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Ved udgangen af oktober var pengeinstitutternes udlånsrente over for husholdninger og

erhverv henholdsvis 5,3 og 3,8 pct., mens indlånsrenterne var 0,9 og 0,3 pct. Udlånsrenterne er faldet marginalt de seneste måneder, og indlånsrenterne har været nogenlunde uændrede. Sammenlignet med for et år siden er udlånsrenterne faldet knap 0,3 procentpoint og indlånsrenterne er faldet 0,03 procentpoint for erhverv og 0,1 for husholdninger. Det vil sige, at pengeinstitutternes rentemarginal over for både husholdninger og erhverv er blevet indsnævret lidt. For husholdningernes vedkommende er det primært renterne på forbrugerkreditter, der er faldet over det seneste år, jf. figur 13 (venstre). Forbrugerkreditter udgør omkring 20 pct. af husholdningernes lån hos pengeinstitutter, mens boliglån, dvs. lån ydet med sikkerhed i bolig, udgør ca. 60 pct.

## Pengeinstitutternes renter på ud- og indlån

Figur 13



Anm.: Månedsgennemsnit af effektive renter på udestående forretninger. Udlån til og indlån fra danske residerter i kroner. Databruddene skyldes, at figurerne fra og med september 2013 er baseret på ny MFI-statistik. I den nye statistik er udlånet til husholdninger opdelt på boligformål, forbrugerkredit og andet, hvor det i den tidligere statistik kun var opdelt på boligformål og ej boligformål. Seneste observation er oktober 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

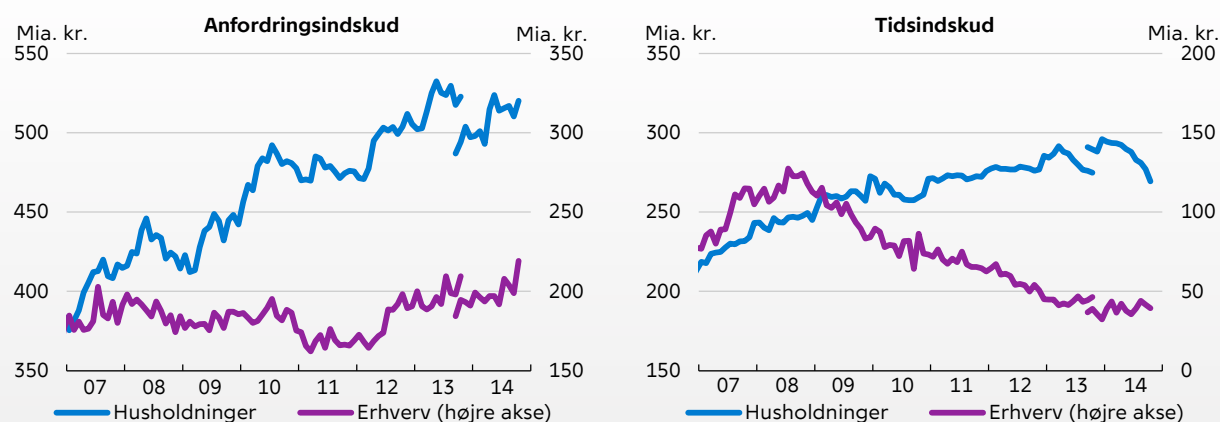
På indlånssiden kan de faldende renter især for husholdninger tilskrives tidsindskud, jf. figur 13 (højre). Over det seneste år har husholdningerne reduceret tidsindskuddene med omkring 20 mia. kr., mens indlån på anfordring er steget omtrent 26 mia. kr. I samme periode har virksomhedernes tidsindskud været stort set uændret, mens indlån på anfordring er steget 24 mia. kr., jf. figur 14.

Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger og erhverv har været nogen-

lunde uændret de senere år, hvor der dog er sket et skift fra pengeinstitutudlån til realkreditudlån, især hvad angår erhvervssektoren. Fra ultimo juli til ultimo oktober i år steg pengeinstitutternes udlån til både husholdninger og erhverv. Udlånet til husholdninger steg knap 5 mia. kr. svarende til lige under 1 pct., mens erhvervsudlånet steg knap 11 mia. kr. svarende til godt 3 pct. I samme periode steg realkreditinstitutternes udlån til husholdninger med godt 2 mia. kr., og udlånet til erhverv steg 9

## Husholdninger og erhvervs indlån fordelt på typer

Figur 14

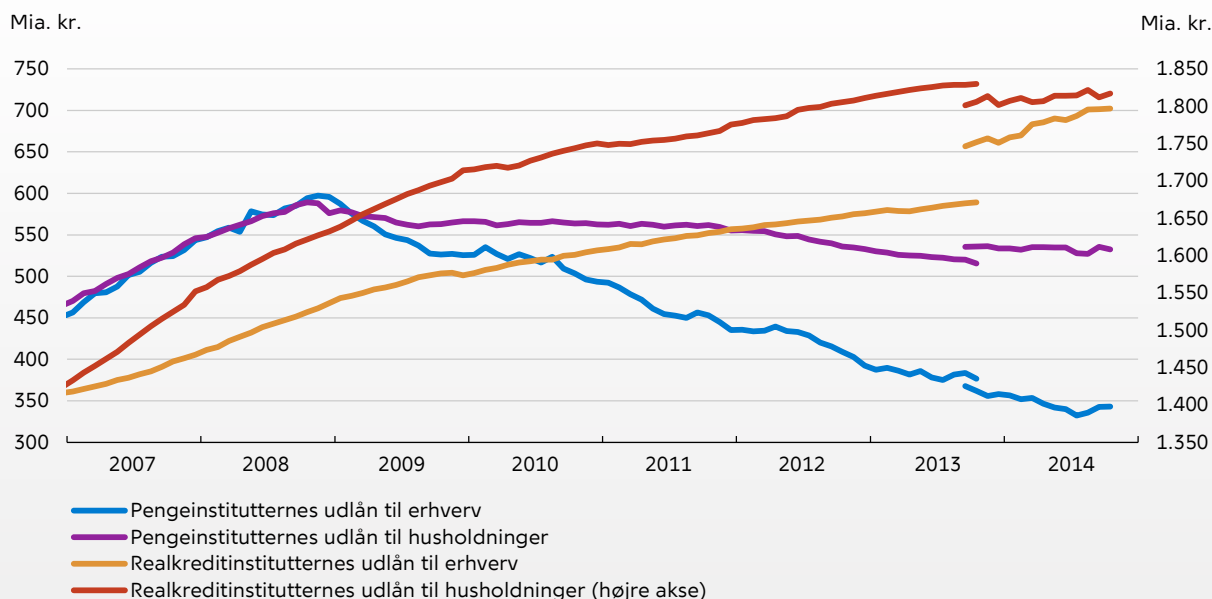


Anm.: Udestående indlån fra danske residerter i alle valutaer. Databruddene skyldes, at figurerne fra og med september 2013 er baseret på ny MFI-statistik. Seneste observation er oktober 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv

Figur 15



Anm.: Sæsonkorrigeret udlån. Databruddene skyldes, at figuren fra og med september 2013 er baseret på ny MFI-statistik. Seneste observation er oktober 2014.

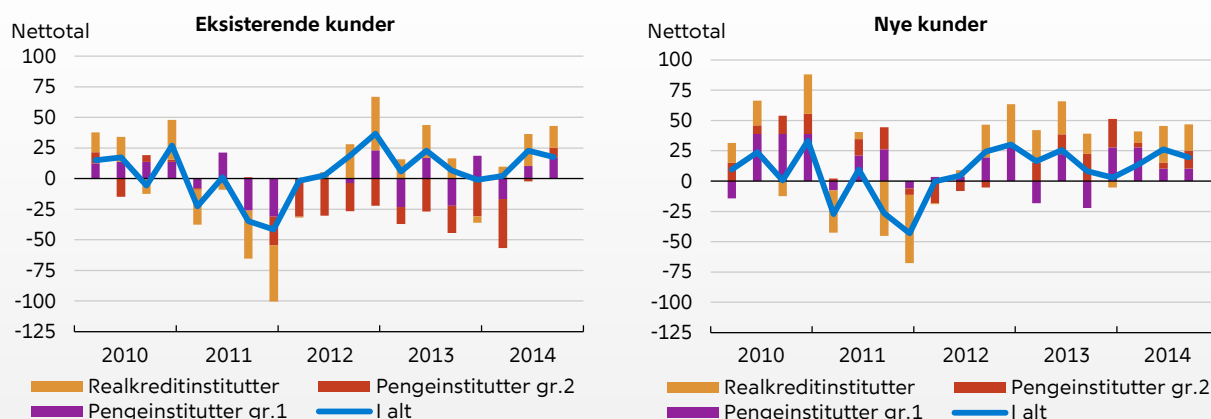
Kilde: Danmarks Nationalbank.

mia. kr., jf. figur 15. De seneste måneders bevægelser i udlånet til husholdninger skal især ses i lyset af udviklingen i realkreditlignende banklån til boligformål. Efter fusionen mellem Jyske Bank og BRF-kredit er en del boliglån, formidlet af Jyske Bank,

flyttet fra Totalcredit til Jyske Bank og BRFkredit. Som hidtil vil den del af de realkreditlignende banklån, der er finansieret af obligationsudstedelser i BRFkredit, på et senere tidspunkt blive flyttet fra bankens til realkreditinstituttets balance.

Efterspørgslen efter lån fra private<sup>1</sup>

Figur 16



Anm.: Nettotallet kan ligge mellem -100 og 100. Et negativt nettotal betyder, at kreditcheferne i de adspurgte institutter samlet set har angivet, at efterspørgslen er faldet i forhold til kvartalet før. Omvendt angiver et positivt nettotal, at efterspørgslen er steget. Grupperingen af pengeinstitutterne følger Finanstilsynets størrelsesgruppering for 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

1. Private dækker over husholdninger ekskl. landbrug.

Ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse for 3. kvartal 2014 steg efterspørgslen efter lån fra husholdninger, både fra eksisterende og nye kunder, jf. figur 16. Det er første gang siden udgangen af 2010, at realkreditinstitutter såvel som store og mellemstore pengeinstitutter, defineret som institutter i Finanstilsynets gruppe 1 og 2, alle har oplevet stigende efterspørgsel fra eksisterende privatkunder, jf. figur 16 (venstre). Låneefterspørgslen fra erhvervskunder faldt derimod. Med hensyn til nye erhvervskunder var det kun realkreditinstitutterne, der oplevede lavere efterspørgsel.

Fra 2. til 3. kvartal var kreditstandarderne over for både husholdninger og erhverv nogenlunde uændrede. Der er dog en tendens til, at de mellemstore pengeinstitutter har lempet kreditstandarderne, primært over for husholdninger. De store pengeinstitutter har også lempet lidt over for erhverv. Lempelserne er sket med henvisning til konkurrenternes adfærd og kommer til udtryk gennem ændringer i priserne på lån, og over for erhverv også gennem lempede krav til sikkerhedsstillelse.

## DANSK ØKONOMI

Der var fortsat fremgang i dansk økonomi i 3. kvartal, hvor BNP voksede 0,5 pct., jf. tabel 2<sup>3</sup>. Det er femte kvartal i træk, at aktiviteten stiger. For årets første tre kvartaler samlet var den årlige vækst i BNP 0,8 pct. De største positive bidrag kom fra servicebrancherne, mens især råstofudvinding bidrog negativt til udviklingen. Der var pæn vækst i de faste bruttoinvesteringer, mens det private forbrug faldt 0,6 pct. i 3. kvartal. Det offentlige forbrug lå fladt.

BNP har stort set ligget fladt siden 2010. Betragtes de private byerhverv, har der derimod været en stigning på 7 pct. siden begyndelsen af 2010, jf. figur 17, venstre. Med de private byerhverv renses aktivitetsudviklingen for den faldende produktion af olie og gas i Nordsøen, ligesom udviklingen i den offentlige sektor, landbruget og boligbenyttelse udelades. Beskæftigelsesudviklingen har været stærk set i forhold til BNP-væksten,

men bedre i overensstemmelse med bruttoværditilvæksten i de private byerhverv.

Produktiviteten målt som realt BVT pr. hoved har været vigende de senere år, jf. figur 17, højre. Måles der derimod i forhold til antallet af præsterede timer, og ser man bort fra den vigende råstofudvinding, tegner der sig et markant bedre billede. Dette er på mange måder mere retvisende, da råstofudvinding er en atypisk industri med et lille beskæftigelsesindhold og med en stærkt faldende produktion pr. præsteret time over de senere år, i takt med at udvindingen er reduceret.

Det private forbrug lå stort set fladt i årets første tre kvartaler sammenlignet med samme periode året før. Det private forbrug har de seneste kvartaler udgjort en aftagende del af husholdningernes disponible indkomst, korrigeret for de fremrykkede skattebetalinger knyttet til omlægningen af kapitalpensioner, og forbrugskvoten ligger aktuelt på et lavt niveau. Dermed er forbruget ikke fulgt med den bredt funderede stigning, der siden midten af 2012 har været i husholdningernes formue, en stigning der som følge af fremgang i boligpriserne ventes at fortsætte de kommende år. Samtidig vil den fortsatte beskæftigelsesfremgang sammen med stigende realløn øge husholdningernes disponible indkomst. På den baggrund ventes et støt stigende forbrug, hvorved forbrugskvoten underliggende løftes, uden dog at nå det historiske gennemsnit ved udgangen af prognoseperioden i 2016.

Virksomhedernes investeringer i materiel eksklusive skibe har ikke løftet sig mærkbart i forhold til værditilvæksten i byerhvervene. Investeringskvoten ligger fortsat under gennemsnittet over de seneste 20 år, uden dog at være meget lav. Kapacitetsudnyttelsen i industrien er imidlertid steget det seneste halvandet år og er nu tæt på det normale. På den baggrund ventes en lille stigning i investeringskvoten i prognosen.

Opførelsen af nye boliger ligger markant under niveauet forud for finanskrisen. I de seneste år har reparations- og vedligeholdelsesarbejder på eksisterende ejendomme holdt hånden under byggeriet. I fremskrivningen ventes en behersket fremgang i boliginvesteringerne i lyset af det meget lave renteniveau og fortsat stigende boligpriser. Erhvervenes bygningsinvesteringer har ligget lavt siden 2010, og bygningskapitalen er faldet i forhold til produktionen. Fremadrettet skønnes erhvervenes bygningsinvesteringer at vokse i takt

3 Analysen af og prognosen for dansk økonomi i denne Kvartalsoversigt er baseret på det nye nationalregnskab (ESA2010). I den forbindelse er opgørelsen af beskæftigede ændret til også at omfatte personer på orlov mv.

**Centrale økonomiske størrelser**

Tabel 2

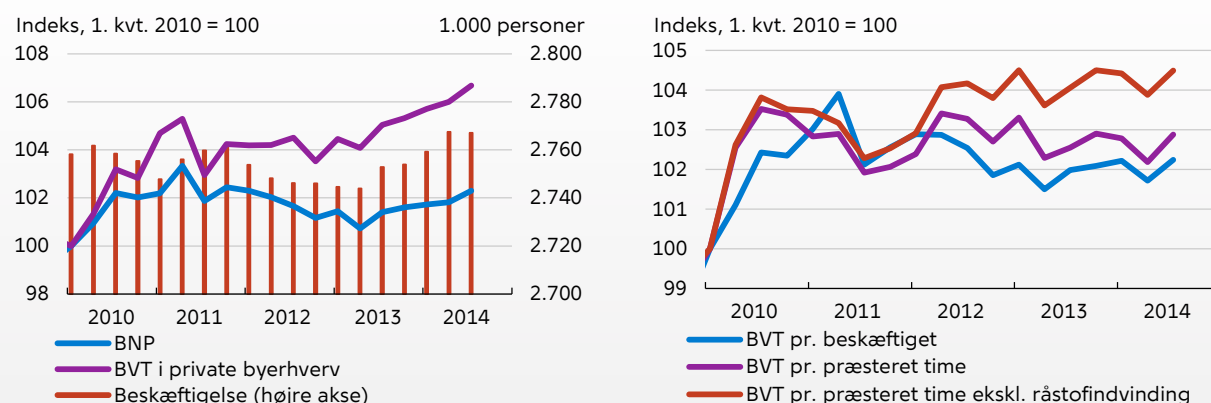
Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2014						
	2013	2014	2015	2016	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.
BNP	-0,5	0,8	1,7	2,0	0,1	0,1	0,5
Privat forbrug <sup>1</sup>	0,0	-0,1	1,8	2,0	0,2	0,4	-0,6
Offentligt forbrug	-0,5	0,9	1,4	0,1	0,2	0,0	0,1
Boliginvesteringer	-5,0	5,5	2,1	2,2	1,3	-1,1	0,3
Offentlige investeringer	0,3	3,1	0,6	-1,0	3,7	3,8	-0,4
Erhvervsinvesteringer	3,7	2,3	4,5	5,6	1,9	0,8	2,0
Lagerinvesteringer mv. <sup>2</sup>	-0,2	0,4	-0,1	0,1	0,8	0,1	0,5
Eksport	0,8	2,3	1,7	3,0	1,1	-1,2	-0,2
Industrieksport	2,0	1,6	4,5	4,1	-0,1	-2,5	2,2
Import	1,5	3,5	1,9	3,0	3,7	-0,4	-0,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.749	2.767	2.792	2.820	2.759	2.768	2.767
Ledighed, brutto, 1.000 personer	153	135	124	117	140	134	134
Ledighed, netto, 1.000 personer	118	107	99	94	110	105	106
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,2	6,4	6,6	6,6	5,9	5,7	7,5
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,1	1,7	-2,4	-2,7	-1,9	-0,5	4,4
Kontantpriser, pct. år-år	2,7	2,8	2,9	3,4	2,6	3,3	2,9
Forbrugerpriser, HICP, pct. år-år	0,5	0,3	0,8	1,7	0,4	0,4	0,3
Timeløn, pct. år-år	1,6	1,4	2,3	2,7	1,5	1,3	1,3

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

**BNP og BVT i private byerhverv (venstre) og produktivitet (højre)**

Figur 17



Anm.: BNP er i faste priser. BVT angiver bruttoværditilvækst i faste priser i de private byerhverv. Heri indgår ikke energiudvinding, offentlig sektor, landbrug samt boligbenyttelse. Forskellen mellem BNP og BVT er minimal og udgøres af produktionsskatter minus -subsider. Beschäftigelsestallene er inklusive orlov.

Kilde: Danmarks Statistik.



med fremgangen i værditilvæksten i byerhvervene. Generelt ventes erhvervsinvesteringerne at bidrage positivt til væksten.

Olieprisen er siden begyndelsen af juli faldet 40 dollar til lidt over 70 dollar pr. tønde i begyndelsen af december. Den lavere pris på energi understøtter væksten i dansk økonomi, samtidig med at det holder prisstigningstakten nede, men forringer saldoen på de offentlige finanser, jf. boks 3.

Vareeksporten målt i værdi har ligget fladt gennem 2014. Med udsigterne for den internationale

økonomi ventes eksportmarkedsvæksten at stige gennem prognoseperioden, jf. appendiks 1. Det leder sammen med en omtrent uændret lønkonkurrenceevne til en vækst i industrieksporten i reale termer på omkring 4-5 pct. om året i 2015 og 2016.

Sammenfattende afspejler prognosen en styrkelse af det moderate opsving, hvor fremgang i den private indenlandske efterspørgsel efterhånden vil gøre konjunkturopgangen mere selv bærende. Grundlaget er på plads, fordi der er

### Effekter på dansk økonomi af faldet i olieprisen

Prisen på råolie er faldet fra 110 dollar pr. tønde til lidt over 70 dollar pr. tønde, dvs. med ca. 35 pct. fra begyndelsen af juli til begyndelsen af december, jf. boks 1. Styrkelsen af dollaren i samme periode gør prisfaldet i kroner lidt mindre. Det forventede fald aftager i 2015 og 2016, jf. figur, venstre. Reduktionen af olieprisen har betydning for en række centrale størrelser i dansk økonomi som betalingsbalance, BNP-vækst, forbrugerpriser og statens saldo.

Betalingsbalancen påvirkes gennem flere kanaler. Efter en række år som nettoeksportør af energi er Danmark i dag nettoimportør. En væsentlig del af importen af energi kommer fra bunkring til Danmarks store handelsflåde. Som nettoimportør af energi forbedres Danmarks bytteforhold, når energipriserne falder. Det øger overskuddet på betalingsbalancen. Heri er indregnet, at fald i olieprisen slår ud i et fald i fragtraterne. Danske virksomheder producerer mere energieffektivt end de udenlandske konkurrenter<sup>1</sup>. Disse har derfor større fordel af prisfaldet på energi, dvs. den danske konkurrenceevne forværrer en smule.

Ud over de nævnte priseffekter kommer en række mængdeeffekter på betalingsbalancens vare- og tjene-

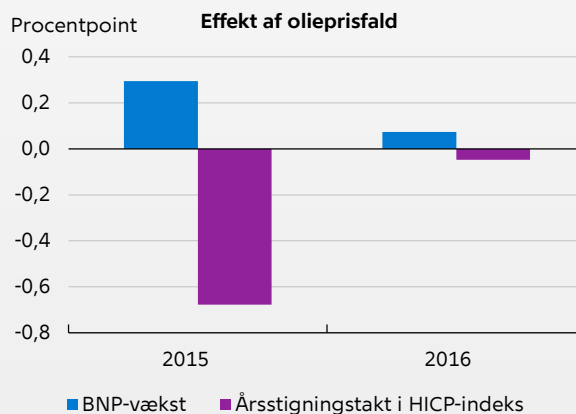
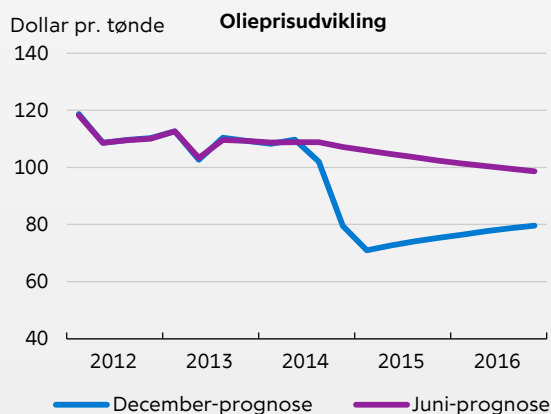
steposter som følge af olieprisfaldets virkning på såvel eksportmarkedsvækst som indenlandsk efterspørgsel. På Danmarks største eksportmarkeder som euroområdet, Sverige, Storbritannien, USA m.fl. styrkes væksten og dermed danske virksomheders afsætningsmuligheder. Herhjemme vil olieprisfaldet øge husholdningernes reale disponible indkomster, hvilket trækker i retning af øget forbrug og dermed højere produktion og import.

Størstedelen af udvindingen af olie og gas i den danske del af Nordsøen sker i udenlandske selskaber. Når overskuddet fra udvindingen falder, reduceres samtidig udbytterne til udlandet, hvilket forbedrer betalingsbalancens løbende poster. Beregninger på Nationalbankens makroøkonomiske model viser, at den samlede effekt af olieprisfaldet i forhold til juni-prognosen er en forbedring af betalingsbalancens løbende poster på 13 mia. kr. i 2015. Den danske betalingsbalance er mindre følsom over for udsving i olieprisen end i lande, der ikke producerer olie, såvel som i olieproducerende lande.

Boks 3

fortsættes næste side

### Estimeret effekt af olieprisfaldet



Kilde: Danmarks Nationalbank.

1. Se artiklen Energieffektivitet og konkurrenceevne i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2014.

BNP-væksten øges i størrelsesordenen 0,3 procentpoint i 2015 og 0,1 procentpoint i 2016 først og fremmest som følge af stigning i husholdningernes reale disponible indkomster og dermed større privat forbrug og efterspørgsel på eksportmarkederne, jf. figur, højre. Beskæftigelsen skønnes at stige med omkring 5.000 personer næste år og 2.500 personer i 2016. Der er i beregningen antaget et uændret renteniveau.

Faldet i olieprisen slår igennem på energipriserne. Gennemslaget er størst på olieprodukter og med forsinkelse gaspriser. For kul og el er gennemslaget mindre. Alt i alt skønnes olieprisfaldet at reducere stigningstakten i forbrugerpriserne med i størrelsesordenen 0,7 procentpoint i 2015, mens der stort set ingen effekt er i 2016. Kerneinflationen, hvor energi og fødevarer holdes ude, påvirkes ikke i første omgang. Om der kommer et mere permanent fald i stigningstakten i forbrugerpriserne afhænger af, om prisfaldet på energi slår ud i lavere inflationsforventninger og en lavere lønstigningstakt, såkaldte anden-runde effekter.

Staten fik i 2013 et provenu på 22 mia. kr. fra beskatningen af aktiviteterne i Nordsøen først og fremmest gennem

kulbrinte- og selskabsskatter. Med den øgede statslige deltagelse i olie- og gasproduktionen gennem ejerandelen på 20 pct. i Dansk Undergrunds Konsortium, DUC, samt deltagelse i alle nye borelicenser udstedt efter 1. januar 2014 er statsfinanserne blevet mere følsomme over for udsving i olieprisen. Marginalskatten på overskuddet ved nordsøproduktionen skønnes af Energistyrelsen til at være 64 pct. for den del af udvindingen, hvor der ikke er statslig deltagelse, og 71 pct. med statslig deltagelse. Det direkte provenutab af den lavere oliepris skønnes til 8 mia. kr. i 2015 og 6 mia. i 2016. Indregnes de indirekte effekter bliver forværringen af statens saldo på 5 mia. kr. i 2015. I takt med den af olieprisfaldet genererede stigende aktivitet og fald i ledigheden øges også provenuet fra øvrige skatter og afgifter.

Alt i alt har en lavere pris på råolie en positiv effekt på den danske økonomi, men mindre end i lande uden stor egenproduktion. Især statsfinanserne rammes i højere grad af den direkte priseffekt.

1. Se artiklen Energieffektivitet og konkurrenceevne i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2014.

et stort opsparringsoverskud i den private sektor, meget lave renter, øgede disponible indkomster og udsigt til stigende udenlandsk efterspørgsel. Samtidig udvikler beskæftigelsen sig positivt. På den baggrund ventes en vækst i det reale BNP på 0,8 pct. i år, 1,7 pct. i 2015 og 2,0 pct. i 2016. Væksten kommer fra en fremgang i den indenlandske efterspørgsel, fordi især privat forbrug og investeringer stiger. Den offentlige efterspørgsel forventes at stige pænt i år, men kun svagt i 2016. Den skønnede fremgang i økonomien er stærk nok til, at produktionsgabet, der aktuelt er omkring -2 pct. af BNP, vil være stort set lukket ved udgangen af 2016.

Risiciene for prognosen knytter sig især til udviklingen i udlandet, herunder i euroområdet, samt effekterne af de fortsat meget lave renter på opsparings- og investeringsadfærden. Bekymringen om tilstanden i euroområdet er tiltaget, og opsvinget herhjemme vil næppe vise sig at være robust over for en dårligere end ventet aktivitetsudvikling hos vores handelspartnere. For prisudviklingen er det en nedadrettet risiko, at den svage udvikling i priserne på energi, fødevarer og importerede varer fortsætter og på et tidspunkt smitter af på inflationsforventningerne og den indenlandsk markedsbestemte del af prisudviklingen. Uanset det ekstraordinært lave renteniveau

opretholder den private sektor et betydeligt opsparringsoverskud. En nedbringelse heraf kan potentielt give et kraftigt løft i den indenlandske efterspørgsel, så væksten bliver stærkere end skønnet. Samtidig bidrager de meget lave renter til at understøtte den stærke prisudvikling på dele af boligmarkedet.

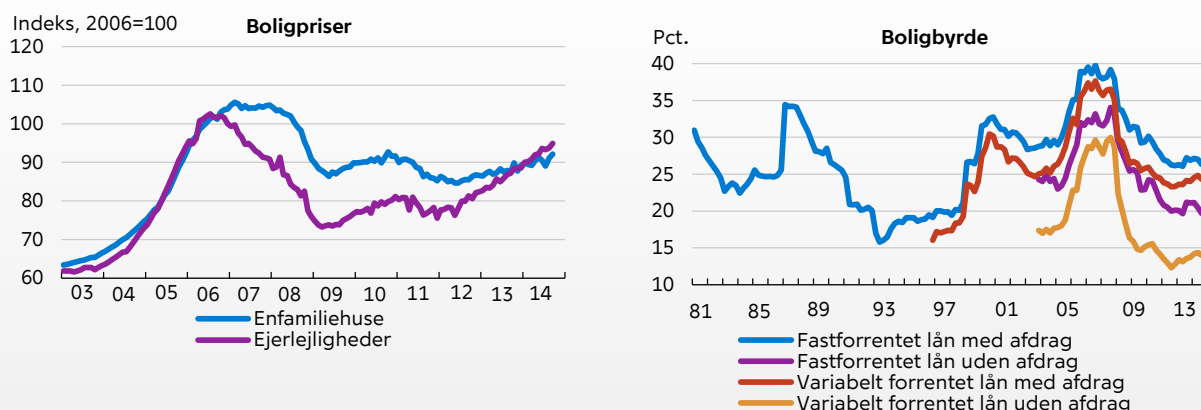
### BOLIGMARKEDET

På boligmarkedet er omsætningen voksende, og boligpriserne stiger på landsplan. Salgsprisen for enfamiliehuse lå i 3. kvartal 3,5 pct. over niveauet et år tidligere, mens stigningen for ejerlejligheder var 8,4 pct., jf. figur 18, venstre. Der er imidlertid fortsat store regionale forskelle. I hovedstadsområdet har priserne været stigende siden slutningen af 2012, mens de i store dele af det øvrige land uden for de store byer er stagneret eller har været svagt stigende. Der er tegn på, at prisstigningerne i de store byområder er ved at sprede sig til andre dele af landet.

Udbuddet af enfamilie- og rækkehuse har ligget stort set fladt de seneste to år, men ligger stadig på et højt niveau. Udbuddet af ejerlejligheder er faldet. Omsætningen er steget, og mens handelsaktiviteten for ejerlejligheder nærmer sig niveauet fra før finanskrisen, ligger den fortsat 25 pct. under for huse. Det betydelige udbud og den

## Boligpriser og boligbyrde

Figur 18



Anm.: Venstre figur: Før 2005 er kvartalstal fordelt på måneder. Højre figur: Boligbyrden angiver finansieringsomkostningerne inklusive bidrags-satser, kursskæringer og boligskatte ved køb af et enfamiliehus på 140 kvm. som andel af den disponible indkomst

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

moderate omsætning af enfamiliehuse betyder, at liggetiden er betydelig. For enfamiliehuse er liggetiden lige under 300 dage, mens den for ejerlejligheder er faldet til under 200 dage, kortest i København.

Prisafslaget, dvs. forskellen mellem første udbudspris og endelig salgspris, er de seneste år faldet for huse og ligger nu på omkring 10 pct. I samme periode er prisafslagene ved salg af ejerlejligheder næsten halveret og udgør nu 5,5 pct. De faldende prisafslag er en indikation af, at der er kommet bedre overensstemmelse mellem købers og sælgers syn på boligmarkedet.

Huspriserne på landsplan ventes at stige omkring 3 pct. de kommende år, bl.a. på grund af, at renteniveauet er meget lavt, og af fremgang i de disponible indkomster. Boligbyrden, dvs. omkostningerne ved at købe en bolig som andel af den gennemsnitlige disponible indkomst, ligger under sit gennemsnit over de sidste par årtier, når finansieringen sker med et fastforrentet lån med afdrag, jf. figur 18, højre. Hvis der finansieres med rentetilpasningslån, er niveauet lavere, men der har været en lille stigning de seneste par år.

### UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

I 3. kvartal faldt værdien af vareeksporten eksklusive skibe og fly mv. 1,1 pct. og importen 0,9 pct., når der korrigeres for normale sæsonudsving. Faldet i såvel eksport som import kan i høj grad tilskrives nedgang i værdien af handel med brændsels- og smørstoffer. Det må ses i lyset

af det markante fald i verdensmarkedsprisen på olie, ligesom energiekporten i mængder også er aftagende. Industrieksporten i værdi har bevæget sig omkring et uændret niveau det seneste år. Det samme gælder landbrugseksporten. Overskuddet på handelsbalancen ligger uændret omkring 5-7 mia. kr. pr. måned, som det har været tilfældet i snart en del år.

Eksporten til EU-landene faldt i 3. kvartal med et par procent. Over det seneste år er eksporten til Kina steget med næsten 16 pct. trukket af især lægemidler og minkskind, mens eksporten til Rusland er faldet med 18 pct. Faldet må ses i lyset af Ruslands importstop for visse fødevarer, herunder svinekød, fra bl.a. Danmark. Det har presset priserne på verdensmarkedet og skabt problemer for landbruget, jf. boks 4. Eksporten til Rusland udgjorde i 3. kvartal 1,5 pct. af Danmarks samlede eksport, mens Kina er rykket op som Danmarks næststørste samhandelspartner efter Tyskland, jf. afsnittet neden for om nye vægte til det effektive kronekursindeks.

I de seneste 12 måneder til og med september har der været et overskud på betalingsbalancens løbende poster på 130 mia. kr., jf. figur 19, svarende til næsten 7 pct. af BNP. Sammenholdt med de forudgående 12 måneder er overskuddet vokset med knap 10 mia. kr., især drevet af øget eksport af søfragt. Balancerne for løn og formueindkomst og løbende overførsler er forbedret med henholdsvis 2,6 og 2,7 mia. kr. Det større overskud på formueindkomst, netto, skal ses i lyset af, at

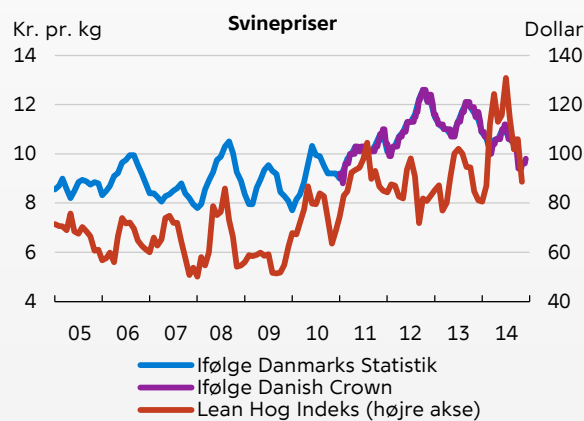
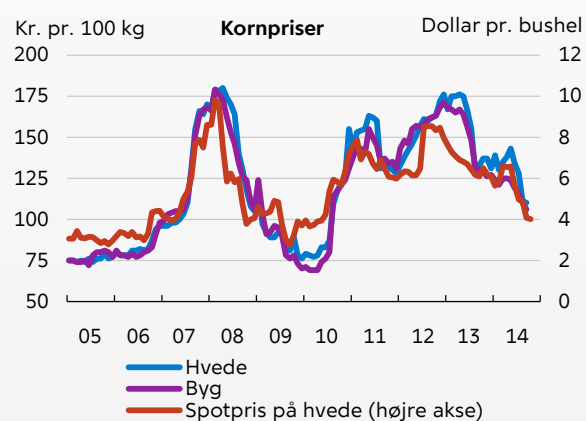
Dansk landbrug har i perioden 2005-08 været igennem en periode med en prisbølge på jord, der var endnu kraftigere, end det var tilfældet på boligmarkedet. De stigende jordpriser blev ikke udnyttet til konsolidering, men derimod i høj grad som pant til yderligere gældsætning, også i forbindelse med generationsskifte. En del landmænd solgte deres bedrifter i perioden med ekstraordinært høje jordpriser, hvorved der blev trukket egenkapital ud af erhvervet.

Jordpriserne er næsten halveret siden 2008, og dermed står mange landmænd tilbage med høj, ofte variabelt forrentet, gæld og udhulet egenkapital. Det har bragt mange landbrug i en sårbar position med lille modstandskraft over for pris- og renteusving. Det er særligt uheldigt, da land-

brugsprodukter historisk set har været kendetegnet ved betydelige prisudsving, så perioder med prisfald må forventes. Det kræver et godt kapitalberedskab i den enkelte bedrift.

Det skrøbelige fundament bag mange bedrifter er blevet sløret af, at landbrugserhvervet i 2010-13 oplevede nogle år med gode priser og et stigende bytteforhold, samtidig med at finansieringen af bedriften kunne ske til en historisk lav rente. Forskellen mellem de enkelte bedrifters økonomiske og finansielle situation er betydelig, men trods gode priser, et stigende bytteforhold og en rente tæt på nul var egenkapitalforrentningen i mange bedrifter utilfredsstillende. Det afspejler fundamentale strukturelle problemer i landbrugserhvervet.

### Landbrugets afregningspriser



Anm.: Venstre figur: Spotpris på hvede er den amerikanske pris på hvede, der er baseret på wabash soft white hvede. Højre figur: Lean Hog-indekset er et vægtet gennemsnit af priserne på amerikanske slagtesvin.

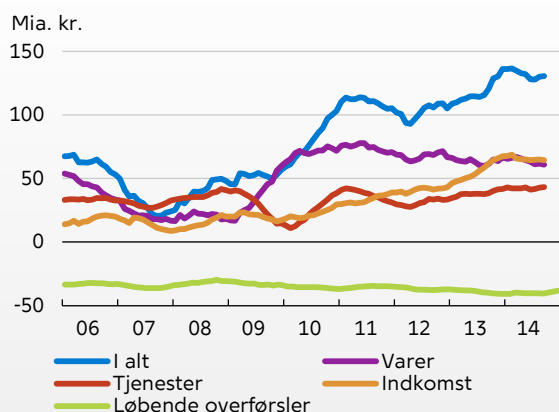
Kilde: Danmarks Statistik, Reuters EcoWin og Landbrug og Fødevarer.

I foråret 2014 vendte prisudviklingen. Siden maj er den amerikanske hvedepris faldet ca. 40 pct. Prisen har generelt været faldende siden midten af 2012, jf. figur, venstre. Preset på kornprisen kan afspejle store lagre og god høst. Det globale prisfald i kornpriserne genfindes i de danske priser. Det er sammen med udviklingen i prisen på minkskind en af de primære forklaringer på, at landbrugets bytteforhold den seneste tid er forværret. Også prisen på svinekød er faldet, men fra et højt niveau, jf. figur, højre. Det samme gælder mælkeprisen, der i foråret 2014 nåede et toppunkt, men siden er faldet. Noget af forklaringen på de faldende svinekøds- og mælkepriser kan være Ruslands boykot

af vestlige landbrugsprodukter som modreaktion på de vestlige landes sanktioner mod Rusland som følge af krisen i Ukraine. Boykotten alene er næppe hele forklaringen, men den kan have forstærket et prisfald. De lavere afregningspriser vil fortsætte, indtil udbuddet har tilpasset sig den nye efterspørgselssituation. Det afgørende er imidlertid, at de prisfald, der har fundet sted, ikke er større end set mange gange tidligere, og de er sket fra høje niveauer. Produktion til markeder med så svingende priser som på landbrugsprodukter kræver, at bedrifterne er velkonsoliderede, så de er i stand til at modstå sådanne prisudsving.

1. For en analyse af landbrugets finansielle situation, se artiklen Dansk Landbrug i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2014.

Betalingsbalancens hovedposter, netto Figur 19



Anm.: 12 måneders glidende sum.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Danmarks nettoformue over for udlandet nu er næsten 40 pct. af BNP og fortsat stigende. I prognosen forventes et stigende overskud på betalingsbalancens løbende poster.

## ARBEJDSMARKEDET

Nationalregnskabet<sup>4</sup> viser en fremgang i beskæftigelsen på ca. 22.000 personer siden 1. kvartal 2013, jf. figur 20, venstre. Ifølge statistikken for løn-

modtagere har der været en stigning i beskæftigelsen på ca. 19.000 fuldtidspersoner over perioden. Fremgangen har fundet sted i den private sektor.

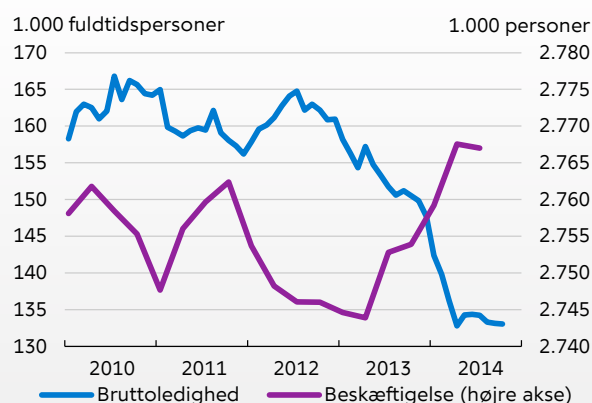
Ledigheden har ligget fladt siden foråret. Bruttoledigheden var i oktober 133.000 fuldtidspersoner svarende til 5,0 pct. af arbejdsstyrken.

Fremadrettet viser indikatorerne for arbejdsmarkedet stigende efterspørgsel efter arbejdskraft. Antallet af nye jobannoncer på internettet er gået op det seneste halvandet år og er nu på det højeste niveau siden 2010, jf. figur 20, højre. Også andelen af ledige job i den private sektor er steget. Ifølge statistikken var der tæt på 25.000 ledige stillinger i 2. kvartal 2014. I industrien, byggeriet og detailhandelen er beskæftigelsesforventningerne tæt på neutral, mens de er negative i serviceerhvervene.

Ifølge Nationalbankens opgørelse er produktionsgabets aktuel omkring -2 pct. af BNP. Det negative produktionsgab viser, hvor meget BNP kan stige, uden at der kommer pres i økonomien. Hovedrevisionen af nationalregnskabet har dermed ikke påvirket vurderingen af den ledige kapacitet i økonomien nævneværdigt. Arbejdsmarkedsgabet, der beskriver, hvor meget beskæftigelsen ligger under sit strukturelle niveau, skønnes aktuelt til omkring 45.000 personer. Heraf udgør ledigheds-gabet ca. 10.000 personer.

Udvikling på arbejdsmarkedet

Figur 20



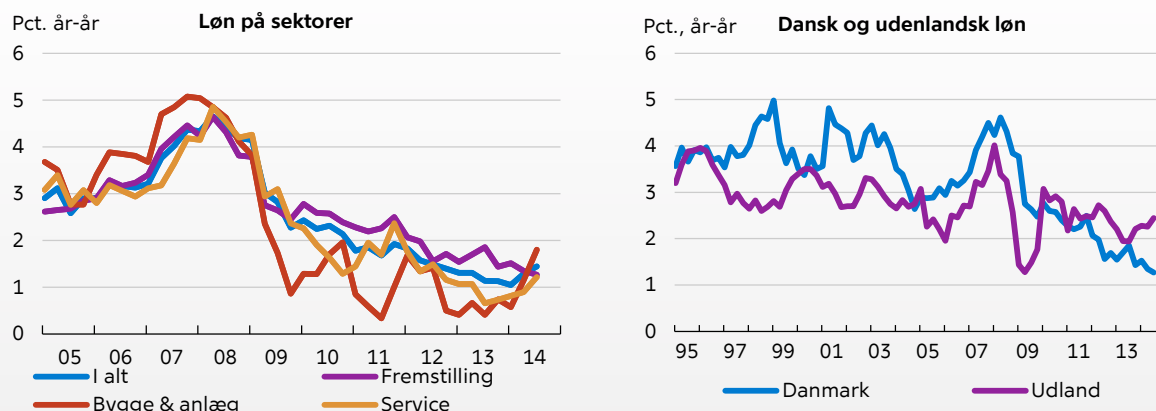
Anm.: Højre figur: Jobindex, sæsonkorigeret.  
Kilde: Danmarks Statistik og Jobindex.



4 Revisionen af nationalregnskabet er beskrevet i boks 5 i Aktuelle Økonomiske og Monetære Tendenser i Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2014.

## Lønstigningstakt

Figur 21



Anm.: Højre figur: Lønstigningstakt i fremstillingserhverv. Seneste observation er 3. kvartal 2014. For en række lande er der kun oplysninger frem til 2. kvartal. Det gælder bl.a. for Tyskland. Observationen er så gentaget i 3. kvartal. Lønstigningerne i udlandet er vægtet sammen med vægtene til de 25 lande i det reale kronekursindeks.  
Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger.

## LØN

For den private sektor viser opgørelserne samstemmende, at lønningerne stiger moderat, men stigningstakten er øget lidt de seneste kvartaler, jf. figur 21, venstre. I 3. kvartal viste Danmarks Statistiks lønindeks for den private sektor under ét en stigning på 1,4 pct. I fremstillingssektoren voksede lønnen i 3. kvartal med 1,2 pct. år til år, jf. figur 21, højre, mens lønstigningstakten i byggeriet var 1,9 pct.

Ifølge Dansk Arbejdsgiverforening steg lønnen inden for fremstillingsvirksomhed 1,9 pct. i 3. kvartal, og dermed en del mere end i Danmarks Statistiks opgørelse. I DA-statistikken tages der højde for sammensætningseffekter. Grundlæggende er der tale om to forskellige statistikker med forskellig population, databehandling og metode.

Stigningen i de danske timelønninger i fremstillingserhverv har de seneste år ligget under et vægtet gennemsnit af lønstigningerne hos de udenlandske konkurrenter. Det var også tilfældet i 3. kvartal.

Lønstigningerne på det offentlige område har i den forløbne del af 2014 ligget noget højere end i 2013. Stigningstakten i det seneste kvartal er dog dæmpet for stat og regioner, men tiltaget for kommunerne. Lønnen for ansatte i regioner og staten var i 3. kvartal 0,8 pct. højere end i samme kvartal året før. I 2. kvartal var årsstigningen 1,5 pct. I kommunerne var der tale om en stigning på 1,1 pct. i 3. kvartal, hvilket var lidt højere end kvar-

talet før. Den såkaldte reguleringsordning medfører, at de offentlige ansatte med en vis forsinkelse opnår en lønstigning, som er parallel til den private sektor. Overenskomsterne i den offentlige sektor udløber i foråret 2015.

Fremadrettet ventes en lidt højere lønstigningstakt i den private sektor som følge af dels de aftalte forløb i overenskomsterne dels en forbedret konjunktursituation, som kan resultere i lidt større lokalt forhandlede lønstigninger. Der ventes en lønstigning på 2,3 pct. i 2015 og 2,7 pct. i 2016.

## PRISER

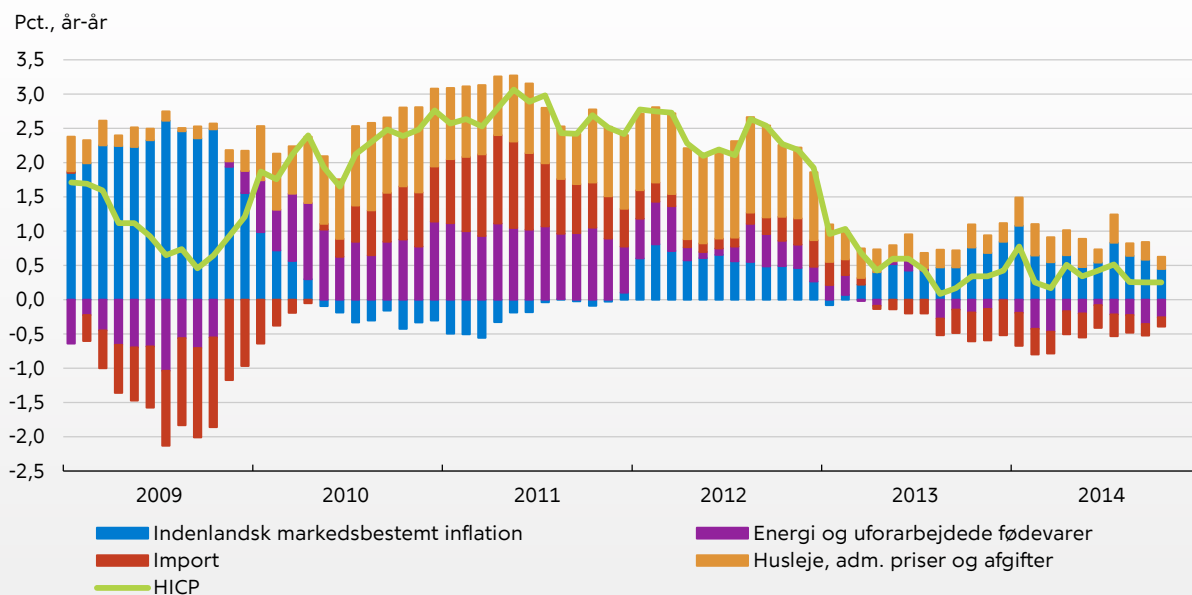
Forbrugerpriserne er kun steget svagt det seneste år. I oktober var prisstigningstakten 0,3 pct. opgjort som den årlige stigning i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, jf. figur 22. Det var uændret fra måneden før, og stigningstakten har nu været under 1 pct. siden december 2012. Prisstigningstakten herhjemme ligger på niveau med euroområdet.

Det markante fald i olieprisen det seneste halve år har bidraget til den moderate prisstigning. Kerneinflationen, der fraregner de stærkt svingende priser på energi og uforarbejdede fødevarer, var 0,4 pct. i oktober, et fald fra 0,5 pct. måneden før.

Siden midten af 2013 har det generelle billede været, at udviklingen i importpriserne har holdt inflationen nede, mens de indenlandske bestemte

Dekomponering af HICP-stigningstakten

Figur 22



Anm.: HICP er den EU-harmoniserede forbrugerpris. Bidragene fra de enkelte komponenter er vist i procentpoint.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

priser, herunder husleje, har trukket prisstigningstakten op. Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, var 1,2 pct. i oktober. IMI har de seneste år ligget i intervallet 1-2 pct. Det er udtryk

for et behersket indenlandsk prispres. Der er normalt en negativ sammenhæng mellem IMI og energi- og importpriserne, således at en del af faldet i disse modvirkes af en udvidelse af avan-

Forbrugerpriser

Tabel 3

Pct. år-år	Vægte <sup>1</sup>	2014/2015									
		2013	2014	2015	2016	3. kvrt.	4. kvrt.	1. kvrt.	okt	nov	dec
HICP		0,5	0,3	0,8	1,7	0,3	0,2	0,5	0,3	0,2	0,2
Nettoprisindeks	100,0	0,9	0,8	1,1	1,7	0,8	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
Eksogene:											
Energi	7,5	-1,1	-2,7	-4,5	1,7	-2,3	-4,9	-5,2	-3,5	-5,1	-6,0
Fødevarer	4,7	2,1	-1,4	2,1	1,5	-1,6	0,7	2,0	0,2	0,9	1,2
Adm. priser	4,4	2,8	1,4	1,4	2,8	0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5
Husleje	26,1	2,3	2,5	2,1	2,1	2,4	2,5	2,3	2,5	2,5	2,5
Ekskl. eksogene:	57,3	0,6	0,8	1,3	1,5	1,0	0,8	1,0	0,6	0,7	0,7
Import	18,0	-0,8	-1,4	0,7	1,2	-1,3	-0,6	-0,2	-0,7	-0,6	-0,2
IMI	39,2	1,1	1,6	1,5	1,6	1,8	1,2	1,5	1,2	1,3	1,1

Anm.: Seneste faktiske tal er oktober 2014.

<sup>1</sup>. Vægt i nettoprisindekset, procent. Vægtene er fra januar 2014.



cerne i de indenlandske distributions- og salgsled og omvendt ved stigende importpriser.

Faldet i importpriserne genfindes i priserne på indenlandsk vareforsyning. Indekset er faldet de sidste par år. I oktober trak især råvarepriserne ned. Det skyldes først og fremmest, at olieprisen er faldet siden begyndelsen af juli. Faldet i energipriser har overskygget lidt højere fødevarepriser og priser på importerede varer eksklusive råvarer, og prisen på indenlandsk vareforsyning lå i oktober 1,4 pct. under niveauet et år tidligere.

I prognosen ventes prisstigningerne at forblive lave året ud for derefter at tiltage fra begyndelsen af 2015. Der forventes en stigningstakt i HICP på 0,8 pct. i 2015, jf. tabel 3.

### SAMHANDEL, EFFEKTIV KRONEKURS OG GLOBALE VÆRDIKÆDER

Den danske eksport er vokset og blevet mere diversificeret på tværs af lande de seneste 15 år. Eksempelvis fylder Kina mere end tidligere. Det var især samhandlen med euroområdet, der faldt i kølvandet på finanskrisen, mens eksporten til BRIK-landene stort set ikke blev berørt, jf. figur 23, venstre. Eksporten til eurolandene er nu kommet op igen. For importens vedkommende er udviklingen endnu mere markant, jf. figur 23, højre. Det skyldes, at den danske økonomi var overophedet i årene op til finanskrisen, så den indenlandske

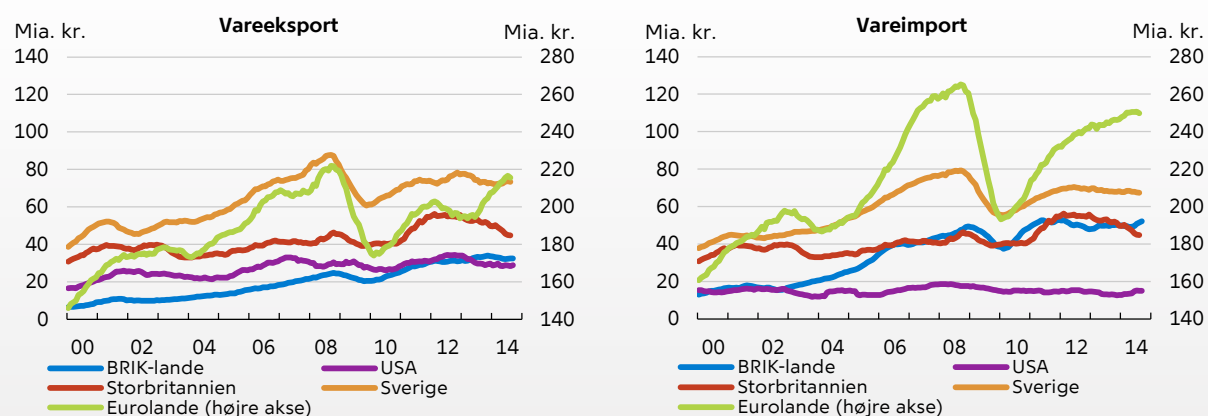
kapacitet var udnyttet til det yderste. Derfor blev efterspørgslen i stor udstrækning dækket via import. Et kendetegn ved den internationale samhandel er, at den i stigende grad består af halvfabrikata, således at et produkt bliver tilført værdi i flere lande, før det finder sin endelige afsætning.

Samhandelsmønstret mellem Danmark og omverdenen danner grundlag for vægtene til at beregne den effektive kronekurs, der viser udviklingen i værdien af den danske krone over for de største samhandelspartnere. I takt med at samhandelsmønstret ændrer sig, må vægtene revideres. Vægtsættet er derfor blevet opdateret med 2014-vægte, jf. boks 5. Den effektive kronekurs indgår i beregningen af de reale effektive kronekurser, der er mål for dansk industris konkurrenceevne<sup>5</sup>.

Overordnet afspejler det nye vægtsæt, at den udvikling, der har fundet sted over de seneste vægtrevisioner, fortsætter. Kinas betydning stiger fortsat, både på import- og især eksportsiden, og Kina er nu Danmarks næststørste samhandelspartner efter Tyskland med en vægt på 11 pct. Medtages Hongkong, er vægten 12,3 pct. Omvendt falder især Storbritanniens andel, og landet er nu blot Danmarks femtestørste samhandelspartner. Også Italiens og Spaniens andele er faldet markant. Samhandlen med euroområdet er i det nye vægtsæt knap 46 pct. mod 48 pct. i det tidligere. Vægten til euroområdet er reduceret

Danmarks samhandel med udlandet fordelt på udvalgte lande og regioner

Figur 23



Anm.: BRIC-landene består af Brasilien, Rusland, Indien og Kina.  
Kilde: Danmarks Statistik.

5 Se artiklen Reale effektive valutakurser i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, maj 1996.



også set i et længere perspektiv, men det ændrer ikke ved, at langt hovedparten af den danske udenrigshandel sker med lande, som geografisk ligger tæt på, selv om samhandlen som følge af globaliseringen bliver stadig mere diversificeret.

Antagelsen bag den traditionelle beregning af den effektive kronekurs er, at eksporten er

produktet af indenlandske inputfaktorer og indenlandsk værditilvækst. Globaliseringen af verdensøkonomien gør antagelsen stadig mere problematisk. Handel med halvfabrikata udgør i dag størstedelen af verdenshandlen, og en virksomheds slutprodukt er ofte skabt af flere virksomheder på tværs af lande i såkaldte globale værdi-

## Revision af vægtene til at beregne den effektive og de reale effektive kronekursindeks

Boks 5  
fortsættes næste side

Beregningerne af det effektive kronekursindeks tager udgangspunkt i industrivarehandelen. Den samlede vægt findes ved at sammenveje et vægtsæt for importen, bilaterale importvægte, med et vægtsæt for eksporten i form

af dobbeltvejede eksportvægte, jf. tabellen nedenfor. At vægtene er dobbeltvejede vil sige, at der tages hensyn til, at danske eksportører konkurrerer med et givet land ikke blot på landets hjemmemarked, men også på tredjemarkeder.<sup>1</sup>

### 2014-vægte til beregning af det effektive kronekursindeks

	Dobbeltvejede eksportvægte	Bilaterale importvægte	2014-vægte	Ændring ift. 2009-vægte	2014-vægte, realt effektivt kronekursindeks.
	66,8	33,2	100		
Tyskland (EUR)	16,0	26,5	19,5	-0,2	22,1
Kina (CNY)	11,4	10,4	11,0	3,4	...
Sverige (SEK)	6,9	15,5	9,8	0,3	11,1
USA (USD)	11,4	2,8	8,6	-0,6	9,8
UK (GBP)	5,9	5,3	5,7	-1,1	6,5
Holland (EUR)	4,2	8,5	5,6	0,5	6,4
Frankrig (EUR)	5,4	3,6	4,8	-0,6	5,5
Italien (EUR)	4,3	4,2	4,2	-0,5	4,8
Belgien (EUR)	3,9	4,1	3,9	-0,1	4,5
Norge (NOK)	4,3	2,2	3,6	0,0	4,1
Polen (PLN)	2,8	3,9	3,2	0,5	3,6
Japan (JPY)	3,9	0,6	2,8	-1,0	3,2
Spanien (EUR)	2,5	1,5	2,2	-0,4	2,5
Tjekkiet (CZK)	1,8	2,1	1,9	0,4	2,2
Finland (EUR)	2,0	1,7	1,9	-0,4	2,1
Schweiz (CHF)	2,1	1,3	1,8	0,2	2,1
Sydkorea (KRW)	2,2	0,5	1,7	-0,1	1,9
Østrig (EUR)	1,7	1,4	1,6	0,0	1,8
Hongkong (HKD)	1,9	0,2	1,3	0,0	...
Irland (EUR)	1,1	1,5	1,2	-0,1	1,4
Ungarn (HUF)	1,1	1,2	1,1	0,1	1,3

1. For en nærmere beskrivelse af metode se artiklen Revision af vægtgrundlag til beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1998, samt artiklen Ny beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2010.

	Dobbeltvejede eksportvægte	Bilaterale importvægte	2014-vægte	Ændring ift. 2009- vægte	2014-vægte, realt effektivt kronekurs- indeks.
	66,8	33,2	100		
Canada (CAD)	1,6	0,2	1,1	0,2	1,3
Australien (AUD)	0,8	0,1	0,6	0,0	0,7
Portugal (EUR)	0,5	0,5	0,5	-0,1	0,6
Grækenland (EUR)	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2
Island (ISK)	0,2	0,1	0,1	0,0	0,2
New Zealand (NZD)	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Euroområdet (EUR)	41,8	53,5	45,7	-2,1	51,9

Anm.: Det samlede vægtsæt, 2014-vægte, fremkommer som et vejet gennemsnit af den dobbeltvejede eksportvægt og den bilaterale importvægt. Eksporten indgår med en vægt på 66,8 pct., beregnet som den danske eksports andel af produktionsværdien i fremstillingserhverv. Ved sammenvejning af eksport- og importvægtene til det samlede vægtsæt er anvendt flere decimaler end vist i tabellen. Kina og Hongkong indgår ikke i det reale effektive kronekursindeks. I parentes er vist ISO-koder for landets valuta.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik samt egne beregninger.

kæder. Ved hjælp af globale input-output-tabeller er det nu muligt at følge et produkt gennem disse værdikæder. Fokus er på, hvor i værdikæden der bliver skabt værdi, i stedet for at fokusere på den samlede bruttoeksport eller -import. Danmarks eksport til fx Tyskland består af den direkte eksport af dansk værditilvækst til Tyskland. Hertil skal imidlertid lægges eksporten fra andre lande, fx Sverige til Tyskland, hvori der er indeholdt værdi skabt i Danmark i form af halvfabrikata, som er eksporteret til Sverige, før de er reeksporteret til Tyskland.

I nogle tilfælde vil den direkte eksport undervurdere betydningen af danske virksomheders eksportafsætning. Den direkte eksport til USA er fx mindre end den vægt, der kan beregnes ud fra globale værdikæder. Det afspejler, at der er en betydelig dansk værditilvækst i andre landes eksport til USA. Omvendt falder Sveriges andel af den danske eksport, når der måles i værditilvækst, hvilket viser, at der i den danske bruttoeksport til Sverige opgjort på sædvanlig vis er en del værditilvækst, som ikke er skabt i Danmark, men i andre lande, for så at være eksporteret til Danmark som halvfabrikata og indgå i produktionen og så blive reeksporteret til Sverige.

Samme argumentation som for eksporten gælder for importen. Når der tages hensyn til de globale værdikæder, stiger Kinas og USA's vægt, hvorimod Tyskland og Sverige får mindre vægt i den samlede import.

I stedet for den traditionelle beregning af den effektive kronekurs på baggrund af værdien af bruttoeksporten og -importen, kan der beregnes et indeks baseret på værditilvækst, jf. figur 24, venstre. En beregning af et realt effektivt kronekursindeks baseret på globale værdikæder viser, at der for Danmark ikke er den store forskel til det traditionelle indeks. Det overordnede billede af udviklingen i konkurrenceevne er det samme, jf. figur 24, højre.

Resultatet for Danmark bekræfter, at den traditionelle beregning af den effektive kronekurs er ganske robust. Der er tidligere blevet regnet på konsekvensen af at medtage handel i serviceydelser. Heller ikke hvis handel i serviceydelser inddrages, ændrer det overordnede billede sig væsentligt<sup>6</sup>.

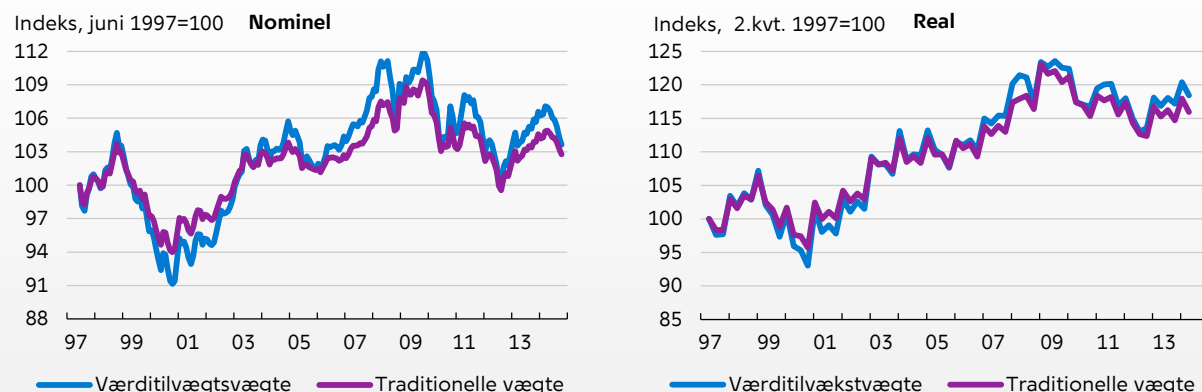
## OFFENTLIGE FINANSER

Væksten i det reale offentlige forbrug skønnes i år at blive 0,9 pct. for så at stige til 1,4 pct. næste år. I 2016 forventes en vækst på 0,1 pct. De offentlige investeringer, der i år ventes at vokse med 3,1 pct., skønnes kun at stige svagt de næste to år. Niveaulet for de offentlige investeringer er højt set i et længere perspektiv.

<sup>6</sup> Se artiklen Effektiv kronekurs og handel med serviceydelser i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007.

## Effektivt kronekursindeks

Figur 24



Anm.: En stigning i kronekursindekset er udtryk for en styrkelse af den danske krone. Højre figur: Der er anvendt timelønninger i industrien som deflator.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

I 2014 skønnes der at være et overskud på den offentlige saldo på knap 33 mia. kr. svarende til 1,7 pct. af BNP. Overskuddet kan bl.a. henføres til et ekstraordinært provenu fra den fremrykkede beskatning af kapitalpensioner. Den offentlige saldo understøttes desuden af et væsentligt højere end normalt provenu fra pensionsafkastskatten.

Det er blevet besluttet at forlænge den midlertidige skatterabat på omlægningen af kapitalpensioner til også at gælde i 2015 samt at introducere en ny skatterabat på udbetalingen af pensioner fra Lønmodtagernes Dyrtidsfond. Tiltagene skønnes at styrke den offentlige saldo med 15 mia. kr. i 2015, så der bliver et underskud på 2,4 pct. af BNP. Eksklusive de midlertidige indtægter vil underskuddet på den offentlige saldo overskride 3-pct.-grænsen. I 2016 ventes underskuddet trods en bedring af konjunkturerne at stige til 2,7 pct. af BNP. Nationalbanken vurderer således, at den offentlige saldo vil holde sig inden for rammerne af stabilitets- og vækstpagten i hele prognoseperioden.

I sit finanslovsudspil fra august i år ventede regeringen et strukturelt underskud på 0,5 pct. af BNP i 2015, og dermed overholdes grænsen for det strukturelle underskud i budgetloven lige akkurat. For 2014 blev det strukturelle underskud skønnet til at være 0,8 pct. af BNP. Det er dermed skredet væsentligt i forhold til det oprindelige skøn på 0,4 pct. af BNP, da finanslovsudspillet for 2014 blev fremlagt.

## ØKONOMISK POLITIK

Den danske økonomi er vokset 7 pct. siden begyndelsen af 2010, når der fokuseres på de private byerhverv. Fremgangen afspejler sig også på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen er steget siden begyndelsen af 2013. Væksten ventes at fortsætte de kommende år og blive bredere funderet i takt med, at det private forbrug og investeringerne løfter sig. Den forventede vækst er stærk nok til, at der sker en gradvis lukning af det negative produktionsgab frem mod slutningen af 2016. Væksten kan komme kraftigere og hurtigere end skønnet ved det nuværende lave renteniveau og den store opsparing i den private sektor. Fremgangen er på den anden side også sårbar, skulle den globale økonomi, herunder euroområdet, ikke løfte sig som forventet.

De offentlige finanser har nu i nogen tid været underlagt et nyt rammeværk med styrkelsen af EU's stabilitets- og vækstpagt, finanspagten og budgetloven, herunder fastlæggelse af løbende 4-årige udgiftslofter for stat, regioner og kommuner. Underskuddet på de offentlige finanser er de seneste år blevet holdt nede af midlertidige indtægter, bl.a. fra fremrykningen af beskatningen af kapitalpensioner. Det vil også være tilfældet i 2015. Det har bidraget til, at det er lykkedes at opfylde EU's henstilling vedrørende uforholdsmæssigt store budgetunderskud fra 2011 og undgå at komme ind i proceduren på ny i 2015. At skabe luft til 3-pct.-grænsen kan imidlertid

ikke i længden ske ved at basere sig på engangsindtægter.

ECB har den 4. november 2014 overtaget ansvaret for tilsynet med de største kreditinstitutter i euroområdet som led i etableringen af bankunionen. Nationalbanken mener, at Danmark i 2015 bør ansøge om deltagelse i bankunionen. Der er ikke usikkerheder eller udeståender, der berettiger udskydelse af beslutningen herom. Samlet set forventes deltagelse i bankunionen at bidrage positivt til den finansielle stabilitet i Danmark. Deltagelse vil indebære et styrket tilsyn med de største danske kreditinstitutter sammenlignet med i dag. Samtidig vil Danmark deltage i bankunionens afviklingsregime, hvor en central myndighed, Afviklingsinstansen, vil være garant for en troværdig og konsekvent anvendelse af reglerne om, at kreditorerne bærer tab i et nødlidende institut. Fælles standarder og praksis på tværs af landegrænser vil give grundlag for styrket konkurrence på markedet for finansielle tjenesteydelser i Danmark til gavn for husholdninger og virksomheder. Effekten heraf forventes at vokse med tiden. Nationalbanken vurderer endvidere, at bankunionen vil kunne rumme den danske realkreditsektor, som vi kender den.

Det vil ikke umiddelbart have store negative konsekvenser, hvis Danmark vælger at stå uden for bankunionen. Danmark vil dog få mindre mulighed for indflydelse på de kommende fælleseuropæiske regler, standarder og praksis, som udvikles inden for tilsyns- og krisehåndteringsområdet. Samtidig risikerer danske kreditinstitutter at få dårligere finansieringsvilkår. De må forventes i større grad at blive sammenlignet med institutter i andre ikke-deltagende europæiske lande, hvor myndighederne flere steder har lagt op til højere kapitalkrav til store kreditinstitutter, end Danmark har.

Efter finanskrisen er reguleringen af bankerne blevet styrket på likviditetsområdet, hvor der bl.a. indføres en Liquidity Coverage Ratio, LCR. Hensigten med likviditetsreguleringen er at reducere risikoen for, at banker får likviditetsproblemer. LCR betyder isoleret set, at bankerne får større incitament til at finansiere sig via indskud fra kunder frem for via pengemarkedet, fordi indskud fra kunder er en mere stabil finansieringskilde. Samtidig bevirker LCR, at bankerne har tilskyndelse til at erstatte kortsigtet finansiering, fx korte usikrede pengemarkedslån, med længere lån. Bankerne kan desuden have incitament til at øge LCR ved at

låne og placere i centralbanken frem for via markedet. Det er ikke hensigten med LCR. Målet er, at banker holder tilstrækkeligt med likvide aktiver og dermed i en normal situation håndterer deres likviditetsstyring via markedet, og ikke via Nationalbanken.

Landbrugets afregningspriser er på det seneste faldet noget for såvel svin som mælk og korn. Ruslands boykot af vestlige landbrugsprodukter kan have forstærket prisfaldet, som kræver, at udbuddet tilpasses den nye efterspørgselssituation. Et langt stykke hen ad vejen må prisfaldet anses som en bevægelse mod et mere normalt niveau efter en periode med usædvanligt gode priser. Kendetegnende for prisudviklingen er, at den ligger inden for, hvad der er set mange gange tidligere, og hvad man må regne med i et erhverv som landbruget.

Pengeinstitutterne har i kølvandet på prisboblen på landbrugsjord i årene 2005-08 haft øgede nedskrivninger og tab på landbruget. De har således allerede afsat betydelige beløb til at bære mulige fremtidige tab. Det aktuelle prisfald på landbrugsprodukter kan fremskynde en konsolidering af sektoren, hvor det er nødvendigt med en bedre kapitalisering af den enkelte bedrift. Det kan medføre, at en større del af pengeinstitutternes nedskrivninger konverteres til realiserede tab.

## APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makro-økonomiske model MONA<sup>7</sup> og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 3. kvartal 2014. Prognosen er baseret på det hovedreviderede nationalregnskab, som følger den nye europæiske standard ESA 2010, jf. boks 5 i afsnittet Aktuelle økonomiske og monetære tendenser i Kvartalsoversigten 3. kvartal 2014. I forbindelse med omlægningen indgår beskæftigelsen nu inkl. personer på orlov mv. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

### INTERNATIONAL ØKONOMI

De internationale organisationer venter tiltagende vækst i den globale økonomi. I euroområdet forventes væksten i år at blive behersket, mens fremgangen hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere, bl.a. Sverige og især Storbritannien, vurderes at blive mere solid. I 2015 er der udsigt til en gradvist højere vækst i verdensøkonomien, bl.a. understøttet af faldet i olieprisen. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med 2,8 pct. i år og med 4,2 og 4,9 pct. i henholdsvis 2015 og 2016, jf. tabel 4. Priserne på markederne, hvorfra Danmark importerer, ventes at falde i år og næste år for derefter at stige i 2016. Samme tendens gør sig gældende for priserne på eksportmarkedet. Gennem fremskrivningsperioden skønnes lønstigningstakten i udlandet at være moderat som følge af fortsat svage arbejdsmarkeder i flere lande.

### RENTER, VALUTA OG OLIEPRIS

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var i begyndelsen af december 2014 lige omkring 0,0 pct. og ventes at være omtrent uændret frem mod 2016.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den lå i begyndelsen af december på 1,2 pct. og ventes at stige til 1,5 pct. frem mod slutningen af 2016.

Den effektive kronekurs har været omtrent uændret de seneste måneder. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra begyndelsen af december.

Prisen på olie er faldet markant de seneste måneder og lå ved prognosens udarbejdelse lige over 70 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne og stiger dermed til ca. 80 dollar mod slutningen af 2016.

### FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i den planlagte finanspolitik, herunder aftalen om finansloven for 2015, de kommunale og regionale budgetter samt regeringens konvergensprogram.

Muligheden for at betale skat af eksisterende kapitalpensioner til reduceret skattesats antages at give 55 mia. kr. i fremrykket skatteprovenu i 2014. I 2015 skønnes et provenu på 15 mia. kr. fra regeringens pensionspakke, som ud over kapitalpensioner giver mulighed for skatterabat på udbetaling af pensioner fra Lønmodtagernes Dyrtidsfond.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,9 pct., jf. tabel 4. I 2015 og 2016 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 1,4 og 0,1 pct. De offentlige investeringer ventes at stige 3,1 pct. i år og efterfølgende med 0,6 pct. i 2015.

<sup>7</sup> Modellen er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, 2003.

## Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 4

	2013	2014	2015	2016
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	2,0	2,8	4,2	4,9
Pris på eksportmarkedet <sup>1</sup> , pct. år-år	0,0	-0,6	-0,3	1,3
Udenlandsk pris <sup>2</sup> , pct. år-år	0,0	-0,6	-0,3	1,3
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,1	2,0	2,2	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,6	1,3	1,3	1,5
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	102,4	103,3	102,6	102,6
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	5,6	6,0	6,0
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	108,7	99,8	73,3	78,1
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	-0,5	0,9	1,4	0,1
Offentlige investeringer, pct. år-år	0,3	3,1	0,6	-1,0
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	820	817	821	822

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 i årene 2014-16 er uændret fra september-prognosen, jf. tabel 5, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

De fastholdte vækstskøn dækker imidlertid over modsatrettede effekter. Den seneste tids store fald i oliepriserne stimulerer væksten globalt og dermed efterspørgslen efter danske eksportvarer. Det trækker aktiviteten op i 2014 og 2015. De seneste måneders depreciering af kronen over for dollar samt lavere renter trækker også i ret-

ning af højere vækst. Til gengæld har det private forbrug overrasket negativt i 2014, hvilket også bidrager til et lavere overhæng for BNP-væksten i 2015. Det indgår i posten *andre faktorer*.

Skønnet for stigningstakten i HICP i år er revideret ned med 0,1 procentpoint til 0,3 pct., mens den er nedrevideret med 0,5 procentpoint i 2015 og med 0,1 procentpoint i 2016 til henholdsvis 1,3 og 1,7 pct. Nedjusteringen afspejler det store olieprisfald, mens den lidt svagere krone over for dollar trækker i modsat retning, idet importvarer dermed bliver dyrere. Det aktuelt moderate prispres skønnes at trække ind i 2016, hvilket indgår i posten *andre faktorer*.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 5

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

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





# DANSK DELTAGELSE I BANKUNIONEN

ECB har den 4. november 2014 overtaget ansvaret for tilsynet med de største kreditinstitutter i euroområdet som led i etableringen af bankunionen.<sup>1</sup> Forud er gået en grundig gennemgang af balancerne i de omfattede institutter. Gennemgangen har bidraget til, at den europæiske banksektors kapitalisering og dermed dens robusthed er blevet styrket betydeligt.

Nationalbanken mener, at Danmark i 2015 bør ansøge om deltagelse i bankunionen. Der er ikke usikkerheder eller udeståender, der berettiger udskydelse af beslutningen herom.

Samlet set forventes deltagelse i bankunionen at bidrage positivt til den finansielle stabilitet i Danmark. Deltagelse vil indebære et styrket tilsyn med de største danske kreditinstitutter sammenlignet med i dag. Samtidig vil Danmark deltage i bankunionens afviklingsregime, hvor en central myndighed, Afviklingsinstansen, vil være garant for en troværdig og konsekvent anvendelse af reglerne om, at kreditorerne bærer tab i et nødlidende institut. I overensstemmelse med den fælleseuropæiske lovgivning er målet at kunne videreføre instituttets systemisk vigtige funktioner, uden at der anvendes offentlige midler. Fælles standarder og praksis på tværs af landegrænser vil derudover give grundlag for styrket konkurrence på markedet for finansielle tjenesteydelser i Danmark til gavn for husholdninger og virksomheder. Effekten heraf forventes at vokse over tiden.

Nationalbanken vurderer endvidere, at bankunionen vil kunne rumme den danske realkreditsektor, som vi kender den. Danmark vil samtidig få større mulighed for at påvirke udviklingen af fælleseuropæiske regler, standarder og praksis og dermed øge sandsynligheden for, at fremtidig EU-regulering tager tilstrækkelig højde for særlige nationale forhold.

Deltagelse i bankunionen kan også på nogle områder indebære uhensigtsmæssigheder i forhold til i dag. Fx forventes offentliggørelse af inspektionsrapporter og individuelle solvenskrav ikke at blive standard i den fælles tilsynsmekanisme, og tilsynet med forskellige finansielle brancher vil blive opsplittet.

Det vil ikke umiddelbart have store negative konsekvenser, hvis Danmark vælger at stå uden for bankunionen. Danmark vil dog få mindre mulighed for indflydelse på de kommende fælleseuropæiske regler, standarder og praksis, som udvikles inden for tilsyns- og krisehåndteringsområdet. Samtidig risikerer danske kreditinstitutter at få dårligere finansieringsvilkår. De må forventes i større grad at blive sammenlignet med institutter i andre ikke-deltagende europæiske lande, hvor myndighederne flere steder har lagt op til højere kapitalkrav til store kreditinstitutter, end Danmark har.

Det er Nationalbankens samlede vurdering, at danske husholdninger og virksomheders interesser bedst varetages ved deltagelse i bankunionen.

<sup>1</sup> Overordnede beskrivelser af bankunionens to delelementer, den fælles tilsynsmekanisme og den fælles afviklingsmekanisme, er indeholdt i henholdsvis Danmark Nationalbank, *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår 2013, kapitel 6, og Danmarks Nationalbank, *Finansiel Stabilitet*, 1. halvår 2014, kapitel 6.

## ET MERE SIKKERT FINANSIELT SYSTEM

Konjunkturtilbageslag, som følger efter en finanskriser, er typisk længere og dybere end andre konjunktturnedgange, og efterfølgende konjunkturopsving er svagere end ellers. Det kan indebære et stort negativt pres på de offentlige finanser som følge af faldende indtægter og stigende udgifter, uanset om staten har interveneret direkte for at sikre finansiel stabilitet eller ej. Det følger heraf, at der vil være væsentlige samfundsmæssige gevinster, såfremt fremtidig regulering af og rammer for finanssektoren kan mindske risikoen for finanskriser uden at hæmme kreditgivningen. Derfor er det et helt centralt element i analysen af fordele og ulemper ved bankunionen, i hvilken grad det vurderes, at dansk deltagelse vil fremme finansiel stabilitet.

### STYRKET FINANSTILSYN

Med deltagelse i bankunionen vil ansvaret for de væsentligste tilsynsopgaver for de største kreditinstitutter blive overdraget til Den Europæiske Centralbank, ECB. Et stærkt og troværdigt tilsyn med kreditinstitutter er lige så vigtigt for finansiel stabilitet som passende regler for kapital- og likviditetsoverdækning. Finanstilsynet er i dag en fuldt ud kompetent tilsynsmyndighed, men det er Nationalbankens vurdering, at der er oplagte fordele ved at få flere og eksterne øjne ind over tilsynet med den danske finanssektor.

Ved at deltage i bankunionen vil der blive tilført flere ressourcer og mere eksperterfaring til tilsynet med de største danske kreditinstitutter. Systemet bygger på et tæt samarbejde mellem ECB og de nationale tilsynsmyndigheder, hvilket skaber bedre mulighed for at kunne udvikle specialkompetencer. ECB vil også tilføre stor ekspertise i makroøkonomi og finansiel stabilitet. Endvidere vil et fælles tilsyn give et bedre sammenligningsgrundlag, så man kan følge tendenser på tværs af mange store kreditinstitutter og lande og dermed tidligt kan identificere opbygning af risici. Overdragelse af beslutningstagning til en central myndighed vil samtidig reducere risikoen for, at tilsynsvirksomhed politiseres, og at der gives efter over for pres fra nationale interessegrupper.

Dansk deltagelse i bankunionen sikrer, at tilsyn med og krav til danske kreditinstitutter er helt på

linje med normen i Europa, og at Danmark direkte kan påvirke den. ECB forventes, givet sin størrelse og centrale placering, at blive den førende tilsynsmyndighed i Europa og at stå for kvalitet og troværdighed. ECB's standarder og metodevalg i tilsynet må forventes at udgøre målestokken for kreditvurderingsbureauer, analytikere og investorer. Det bemærkes, at ECB har en risikobaseret tilgang til tilsyn, baseret på omfattende kvalitativ og kvantitativ analyse, ligesom det er tilfældet i Danmark i dag.

Harmoniseringen af fælles standarder og praksis for de deltagende lande vil dog kunne betyde, at nogle eksisterende nationale regler og standarder udfases. Fx forventes de eksisterende danske krav til offentliggørelse af inspektionsrapporter og individuelle solvenskrav ikke at blive standard i den fælles tilsynsmekanisme. Nationalbanken vurderer, at dette vil være uhensigtsmæssigt.

### MERE EFFEKTIV OG TROVÆRDIG KRISEHÅNDTERING

Fornuftige regler og rammer for genopretning og afvikling af kreditinstitutter spiller en central rolle i arbejdet med at sikre finansiel stabilitet. Udformningen heraf påvirker først og fremmest, hvordan et nødlidende institut i praksis vil blive afviklet eller restruktureret. Samtidig har rammerne for krisehåndtering stor betydning for, hvordan kreditinstitutterne vælger at organisere sig, til hvilken pris de løbende kan finansiere sig, og dermed også, hvor meget risiko de kan påtage sig.

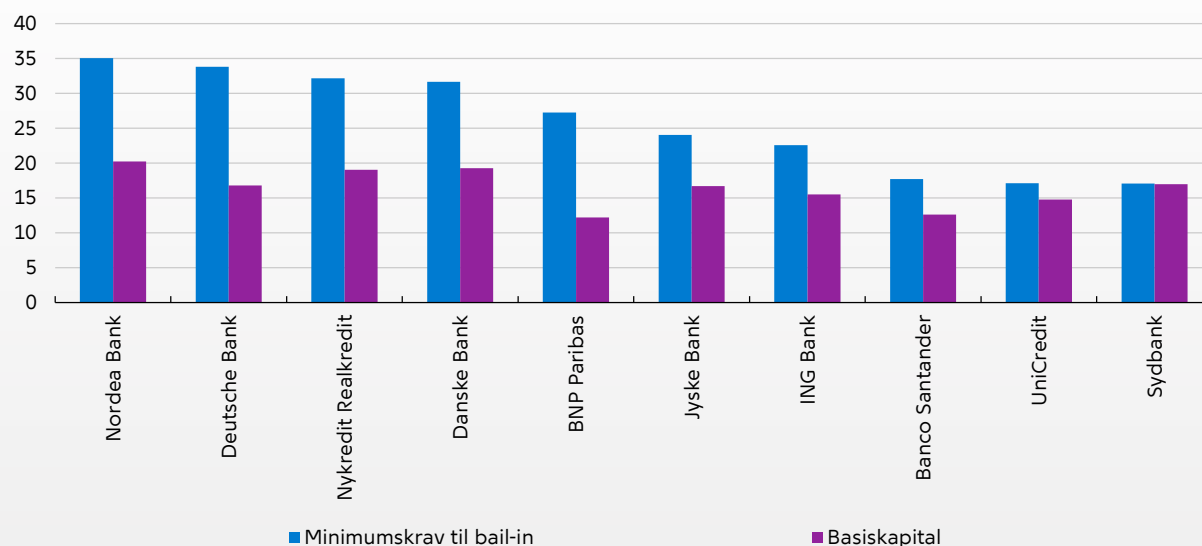
Det bærende princip for krisehåndtering i hele EU vil fra 2016 være, at det nødlidende instituts ejere og kreditorer skal bære tab.<sup>2</sup> Det skal ske i et sådant omfang, at det er muligt at gennemføre en rekonstruktion af instituttet med henblik på at videreføre systemkritiske funktioner. Det er centralt for at kunne sikre finansiel stabilitet. Myndighederne skal i den forbindelse kunne nedskrive kapitalinstrumenter og usikrede kreditors fordringer (eller konvertere disse fordringer til ny egenkapital). Denne procedure kaldes "bail-in". Der er i sidste ende også mulighed for at trække på en national afviklingsfond opbygget af bidrag fra kreditinstitutterne. Træk på fonden til at

2 Beskrivelsen refererer til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv nr. 2014/59 af 15. maj 2014 om et regelsæt for genopretning og afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber, benævnt "krisehåndteringsdirektivet". En overordnet beskrivelse af direktivet er indeholdt i Danmarks Nationalbank, *Finansiel Stabilitet*, 1. halvår 2014, bilag 3.

**Faktisk kapitalisering og minimumskrav til bail-in for nogle udvalgte større danske og europæiske kreditinstitutter**

Figur 1

Pct. af risikovægtede eksponeringer



Anm.: De blå søjler er beregnet som 8 pct. af instituttets samlede passiver, divideret med de samlede risikovægtede aktiver, ved udgangen af 3. kvartal 2014. De lilla søjler er institutternes totale basiskapital, divideret med samlede risikovægtede aktiver, ved samme tidspunkt.

Kilde: SNL Financial og egne beregninger.

tilføre kapital til det nødlidende institut kan dog først ske, når mindst 8 pct. af instituttets samlede passiver er blevet nedskrevet eller konverteret. For flere store danske og nordeuropæiske kreditinstitutter svarer det til mellem 20 og 35 pct. af de risikovægtede aktiver, jf. figur 1. Akkumulerede tab af den størrelse har historisk været meget usædvanlige. Der er dermed tale om et stramt krav, som sikrer, at afviklingsfonde i EU kun i ekstraordinære tilfælde med høje tabsniveauer kan blive anvendt til dette formål.

Der kommer til at gælde samme regelgrundlag for krisehåndtering i både bankunionen og resten af EU. Det er imidlertid Nationalbankens vurdering, at der kan blive væsentlige forskelle i praksis i henholdsvis deltagende og ikke-deltagende lande. Det skyldes, at ansvaret for genopretning og afvikling inden for bankunionen flyttes til Afviklingsinstansen, og at nationale afviklingsfonde slås sammen til en fælles fond.

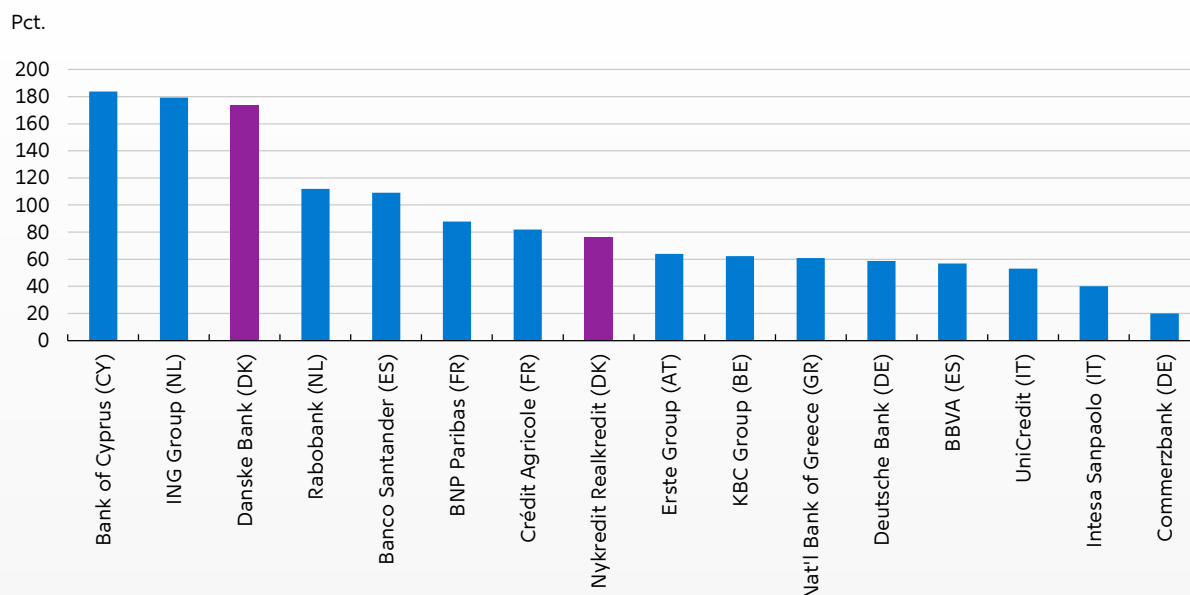
Afviklingsinstansen forventes på længere sigt at blive den institution i Europa, der har de største specialkompetencer og den mest omfattende erfaring med afvikling af store kreditinstitutter. Det gælder såvel udarbejdelse af troværdige af-

viklingsplaner som konkret erfaring med, hvordan man i en afviklingssituation udskiller og viderefører systemkritiske funktioner. Nationalbanken forventer samtidig, at den centrale beslutningstagning vil medvirke til, at genopretning og afvikling af grænseoverskridende bankkoncerner vil gå hurtigt og smidigt. Danske kreditinstitutters eksponering mod euroområdet er dog i dag begrænset, så den sidstnævnte fordel vil være forholdsvis lille på kort sigt. På længere sigt vil en større økonomisk og finansiel integration med eurolandene kunne øge betydningen af det aspekt.

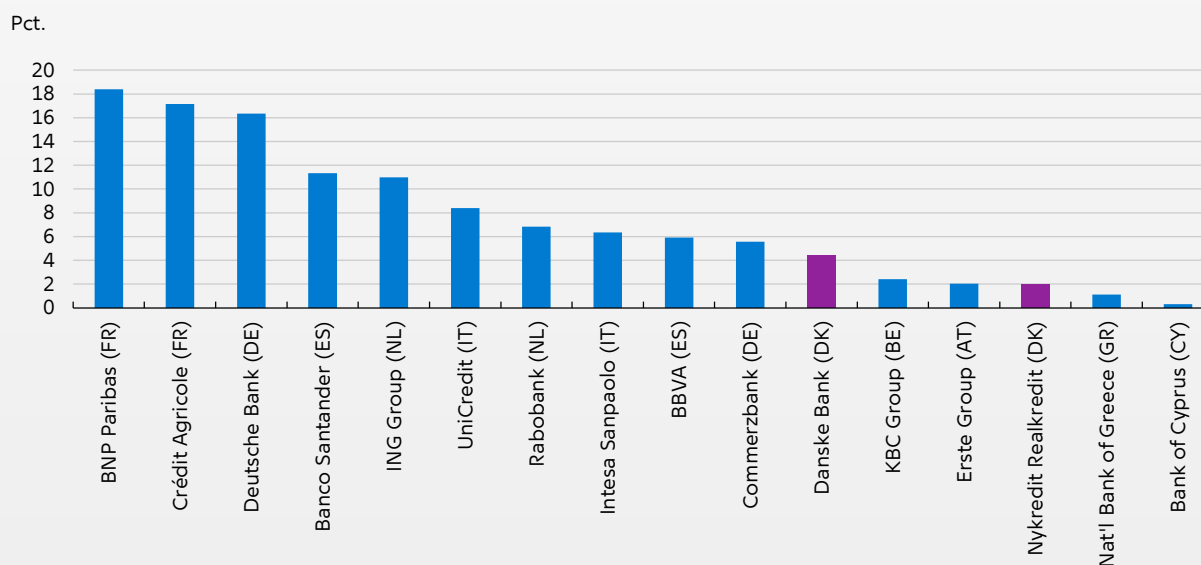
Det forhold, at alle afviklingsbeslutninger vedrørende de største kreditinstitutter træffes af en fælles, central myndighed, vil endvidere gøre det mere sandsynligt og dermed troværdigt, at ejere og kreditorer rent faktisk kommer til at bære tab i en krisesituation. En medvirkende faktor vil være, at enkeltinstitutter, som udgør en meget stor del af hjemlandets økonomi, vil vægte væsentligt mindre som andel af samtlige deltagende landes økonomier, jf. figur 2. Intet enkelt kreditinstitut vil dermed være så stort, at systemet ikke vil kunne håndtere en afvikling, som respekterer princippet om, at tab bæres af ejere og kreditorer.

Udvalgte kreditinstitutters balancestørrelse i relation til hjemlandets BNP, 2013

Figur 2



Udvalgte kreditinstitutters balancestørrelse i relation til euroområdet plus Danmarks samlede BNP, 2013



Anm.: Bemærk, at der er forskellige værdier på y-aksen i de to figurer. Data er på koncernniveau. Udvalgte kreditinstitutter udgøres af de to største koncerner med Danmark, Tyskland, Frankrig, Holland, Italien og Spanien som hjemland, samt de største koncerner med Belgien, Østrig, Grækenland og Cypern som hjemland.

Kilde: ECB, SNL Financial og egne beregninger.

De største kreditinstitutter kan i dag have en fundingfordel som følge af antagelsen om støtte fra staten eller redning af usikrede kreditorer i en krise. Det er Nationalbankens vurdering, at den fordel bliver mindre i bankunionen. Det styrker

incitamenterne til, at de største kreditinstitutter og deres kreditorer har en sund risikostyring.

Hertil kommer, at den fælles og meget større afviklingsfond bedre kan sikre, at finanssektoren og ikke det offentlige dækker tab og rekapitali-

sering i de få, ekstraordinære tilfælde, hvor der kan være brug for det. Adgang til den fælles fond, som fuldt opbygget vil være ca. 45 gange så stor som den nationale danske fond, vil også øge sandsynligheden for, at der er tilstrækkelige midler i fonden til andre formål end kapitaltilførsel.<sup>3</sup> Fonden kan fx stille garantier, yde lån og købe aktiver fra et nødlidende institut for at fremme en ordnet afviklingsproces. Fonden skal dække behovet i alle deltagende lande, men det er en åbenbar fordel, at fondens kapital efter et træk skal reetableres af alle kreditinstitutter i de deltagende lande og ikke kun af de tilbageværende institutter i et enkelt land.

Afviklingsinstansen etableres i januar 2015 og vil overtage ansvar og have adgang til alle instrumenter til krisehåndtering i de deltagende lande fra 2016. Det betyder, at der vil gå et stykke tid, før der er en tydelig fælleseuropæisk praksis for krisehåndtering af store kreditinstitutter. Den tilsvarende usikkerhed vil også gælde i Danmark, hvis Danmark ikke deltager. Her træder en ny national afviklingslov i kraft i løbet af 2015, og der er ikke nogen direkte erfaring med afvikling af et stort institut.

## ET BEDRE FUNGERENDE MARKED GIVER FORDELE FOR KUNDER

Der er de seneste fem år taget store skridt mod at få strammere og mere ensartede regler for kreditinstitutter inden for EU. Et hovedformål har været at genoprette finanssektorens sundhed og dermed dens evne til effektivt at bidrage til finansieringsløsninger. Et andet hovedformål har været at sikre ensartede rammer for kreditinstitutter på tværs af EU og dermed at skabe forudsætninger for et bedre fungerende indre marked for finansielle tjenesteydelser.

En stor del af regelgrundlaget for finansielle virksomheder er nu fælles i EU, fx vedrørende kapital- og likviditetskrav og krav til indskydergaranti og afviklingsordninger. Det har reduceret, men ikke fjernet, nationale valgmuligheder. Natio-

nale tilsyns- og afviklingsmyndigheder har fortsat omfattende valgmuligheder vedrørende mange elementer. De forskellige EU-lande har også fortsat en række nationale særordninger og særlovgivning for den finansielle sektor. Mulighed for nationale valg og særordninger, og brugen af dem, har oplagte fordele, men også ulemper. Det er i visse tilfælde hensigtsmæssigt at tilpasse det fælles regelsæt til nationale særegenheder; det kan fremme både finansiell stabilitet og et bredt udbud af efterspurgte tjenester. Omvendt øger nationale særregler risikoen for, at konkurrenceforholdene bliver ujævne, især på tværs af landegrænser.

I bankunionen vil der være én fortolkning af, hvordan tilsyns- og afviklingsregler skal udmøntes. Inden for den fælles tilsynsmekanisme og den fælles afviklingsmekanisme vil man således etablere tydelige standarder for metodevalg, rapporteringskrav mv. Mere ens standarder og håndhævelse heraf fører til mere lige konkurrencevilkår. I kombination med at bl.a. licenser udstedes (og inddrages) af en fælles, central myndighed, vil det indebære, at det inden for bankunionen bliver betydeligt nemmere at udøve finansiell virksomhed på tværs af landegrænser. Derved bliver de såkaldte regulatoriske omkostninger mindre, så der er bedre muligheder for stordriftsfordele, hvilket kan bidrage til et stærkere prispres og et bredere udbud af tjenester.

Endvidere forventes bankunionen i højere grad at bidrage til, at forskellene mellem store og små kreditinstitutters finansieringsomkostninger udjævnes, jf. afsnittet ovenfor om mere effektiv og troværdig krisehåndtering. En del af forskellene stammer fra forventninger hos ejere og investorer i de største kreditinstitutter om, at staten griber ind i krisetilfælde. Det vil være en klar fordel for mindre, nationale kreditinstitutter, at de konkurrenceforvridende forventninger fjernes.

For store kreditinstitutter med grænseoverskridende virksomhed vil det være en fordel, at tilsynsdialogen vedrørende alle deres aktiviteter i samtlige deltagende lande sker med én tilsynsmyndighed.

Fælles tilsyn og afvikling i bankunionen omfatter kun en delmængde af de finansielle markeder og dækker fx ikke investeringsfonde, børshandel, forsikring og pension. Det kan være en ulempe ved at deltage i bankunionen, da Danmark i dag har et "enhedstilsyn" via én myndighed, Finanstilsynet. Det gælder også det faktum, at regler og

<sup>3</sup> Den fælles afviklingsfonds målformue er fastsat til 1 pct. af de dækkede indskud i alle kreditinstitutter i de deltagende lande, hvilket ifølge Kommissionens beregninger svarer til ca. 55 mia. euro, baseret på institutter i euroområdet. Målformuen for en dansk national fond vil som udgangspunkt være 1 pct. af de dækkede indskud i alle danske kreditinstitutter. Den bliver dermed ca. 8,5 mia. kr. eller ca. 1,1 mia. euro (baseret på indskud pr. 30. september 2014).

ansvar på en række vigtige områder for kreditinstitutter forbliver nationale, fx forbrugertilsyn, regnskab og konkurs. Den opsplitning af ansvar mellem centralt og nationalt niveau inden for det indre marked for finansielle tjenesteydelser, som bankunionen indebærer, kan give udfordringer i en overgangsperiode.

Nationalbanken vurderer samlet set, at det vil styrke forudsætningerne for konkurrence på markedet for finansielle ydelser i Danmark at deltage i bankunionen. Det kan bidrage til en mere fordelagtig sammensætning af pris, service, rådgivning og produktudvalg for bankkunder, såvel husholdninger som virksomheder. Den umiddelbare effekt forventes at være begrænset, men vil vokse over tiden.

## YDERLIGERE OVERVEJELSER

### DANSK REALKREDIT

Nationalbanken vurderer, at samspillet mellem reglerne om den fælles tilsynsmekanisme og den eksisterende danske realkreditlovgivning overordnet set giver fornuftige rammer for, at ECB, sammen med Finanstilsynet, kan føre tilsyn med realkreditinstitutterne under hensyntagen til den særlige forretningsmodel. ECB skal således anvende den nationale lovgivning, der dels gennemfører EU-direktiver, dels udmønter valgmuligheder i henhold til EU-forordninger. Endvidere skal ECB indrette sin tilsynsvirksomhed, så der tages højde for kreditinstitutternes forskellighed, herunder størrelse og forskellige forretningsmodeller. Udgangspunktet er, at diversiteten gavner hele den europæiske finanssektor.

Som det også gælder for alle andre omfattede institutter, vil der dog sandsynligvis være elementer i Finanstilsynets nuværende praksis, som i bankunionen vil blive tilpasset ECB's tilsynsstandarder. Det kan fx få betydning for muligheden for at anvende koncerninterne garantier som supplerende sikkerhed. En sådan standardisering må afklares nærmere i dialog med ECB, inden Danmark eventuelt tiltræder.

Hvis Danmark deltager, vil det bedre kunne sikres, at der er fuld forståelse for det danske realkreditsystem inden for det fælles tilsyn og i Afviklingsinstansen. Da fremtidig EU-lovgivning må forventes i høj grad at blive formet af de stan-

darder og erfaringer, som opbygges og bruges inden for bankunionen, vurderer Nationalbanken, at deltagelse i bankunionen også øger sandsynligheden for, at der tages højde for den danske realkreditmodel.

### INSTITUTIONELLE RAMMER

De institutionelle rammer for bankunionen er, bl.a. som følge af ECB's rolle som både centralbank og tilsynsmyndighed, mest målrettet eurolande. Det er der i forhold til ikke-eurolande taget højde for med oprettelse af Tilsynsrådet under ECB, hvor alle deltagende lande er repræsenteret. Der er også indført særlige beskyttelsesforanstaltninger, så ikke-eurolande kan deltage på fornuftige vilkår.

Et institut under direkte ECB-tilsyn kan anke en tilsynsafgørelse til et uafhængigt administrativt klagenævn under ECB. Klagenævnet tager stilling til sagen i form af en udtalelse, som Tilsynsrådet skal tage højde for i et forslag til en ny afgørelse, der skal forelægges Styrelsesrådet. Den nye afgørelse anses for vedtaget, medmindre Styrelsesrådet modsætter sig dette inden for 10 dage. Når der er tale om en afgørelse truffet af ECB, træder denne ankeproces i stedet for den nuværende adgang til at anke en afgørelse fra Finanstilsynet til Erhvervsankenævnet. I sidste ende kan ECB's afgørelser indbringes for EU-Domstolen.

### FORSKELLIGT UDGANGSPUNKT FOR DE DELTAGENDE LANDE

Det er Nationalbankens vurdering, at konstruktionen af bankunionen bygger på de rigtige præmisser og indeholder konkrete elementer, som begrænser risikoen for, at omkostninger som følge af bankproblemer i ét deltagende land påføres de øvrige lande. Det afgørende element i vurderingen er, at kompetencen til at træffe de væsentligste tilsyns- og afviklingsbeslutninger overflyttes til centrale myndigheder. Nationalbanken forventer, at de nye fælles regler for genopretning og afvikling vil blive anvendt principfast og konsekvent. Fuld respekt for og brug af "bail-in"-princippet er nøglen.

Den aktivgennemgang med tilhørende stress-test af samtlige større kreditinstitutter inden for bankunionen, som ECB afsluttede i oktober i år, har bidraget til at styrke europæiske kreditinstitutters kapitalisering.<sup>4</sup> Aktivgennemgangen har

<sup>4</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår, kapitel 2 og boks 2.3.

også forbedret gennemsigtigheden og sammenligneligheden på tværs af lande, og den giver dermed ECB et stærkt fundament som tilsynsmyndighed. Der er en lang overgangsperiode – frem til 2024 – før bidrag til den fælles afviklingsfond fra kreditinstitutter i ét land fuldt ud kan bruges til at håndtere ekstraordinære trusler mod finansiell stabilitet i andre deltagende lande. Der er i ECB også overvejelser om, at man som tilsynsmyndighed vil sætte begrænsninger for, hvor stor en eksponering et kreditinstitut kan have over for hjemlandet i form af statsobligationer. Det vil bidrage til, at koblingen mellem problemer i kreditinstitutter og offentlige finanser i et enkelt land bliver svagere.

### BETYDNINGEN AF AT STÅ UDENFOR

Danmark er godt rustet til at håndtere eventuelle problemer i den finansielle sektor. Det danske finanstillsyn er stærkt og troværdigt, og der er konkrete erfaringer med krisehåndteringsløsninger (for små og mellemstore banker), der minimerer brugen af statslige midler. I 2015 gennemføres fælleseuropæiske regler for genopretning

og afvikling i dansk lovgivning. Danmark har en meget stor finansiell sektor i forhold til den nationale økonomi, men de største pengeinstitutter har en høj kapitaloverdækning og er robuste over for makroøkonomiske stød. De danske offentlige finanser er overordnet set sunde.

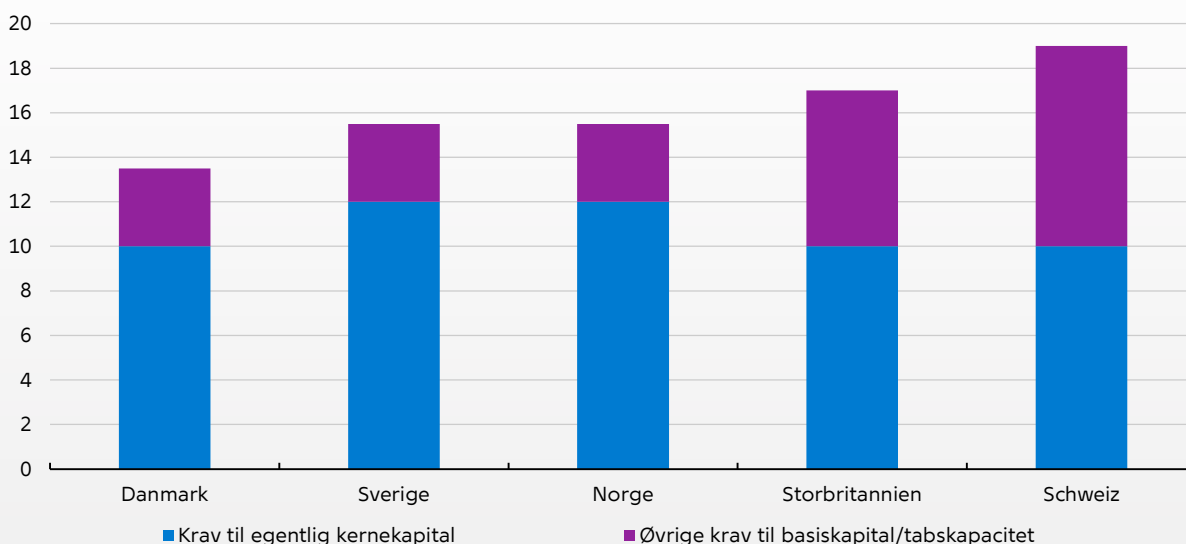
Nationalbanken forventer, at det ikke umiddelbart vil have store negative konsekvenser, hvis Danmark vælger at stå uden for bankunionen. Danske kreditinstitutter vil fortsat deltage i det indre marked for finansielle tjenesteydelser, om end uden den yderligere integration som bankunionen indebærer, og danske myndigheder kan bibeholde en højere grad af national selvbestemmelse vedrørende tilsyn og krisehåndtering.

Bankunionen vil på den anden side, med eller uden dansk deltagelse, præge den bredere kontekst, som danske kreditinstitutter virker i. Ikrafttrædelsen og den løbende udvikling af bankunionen forventes fx at ændre den måde, hvorpå ny regulering af finanssektoren i EU bliver til. Uden for bankunionen vil Danmark have mindre indflydelse på de fælleseuropæiske regler, standarder og praksis.

**Fuldt indfasede kapitalkrav til de største kreditinstitutter i Danmark, Sverige, Norge, Storbritannien og Schweiz**

Figur 3

Pct. af risikovægtede aktiver



Anm.: Der er angivet det forventede krav pr. 1. januar 2019 til de mest systemiske institutter i de forskellige lande, som andel af risikovægtede poster. Kravene inkluderer forskellige kapital- og gældsinstrumenter i forskellige lande og er dermed ikke fuldt sammenlignelige. I figuren ekskluderes krav til modcyklisk kapitalbuffer og individuelle søjle II-krav i samtlige lande. Effekter fra højere risikovægtsgulve for boligeksponeringer i Sverige, Norge og Schweiz medregnes ikke.

Kilde: Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansinspektionen Sverige, Finanstillsynet Norge, HM Treasury UK, Swiss Federal Council.

Bankunionen vil også påvirke kreditvurderingsbureauers og internationale investorers syn på deltagende og ikke-deltagende lande. Danske kreditinstitutter uden for bankunionen vil ikke få det kvalitetsstempel, som ECB-tilsyn forventes at indebære. Et mindre land, som afviger fra en fælles standard – og kreditinstitutterne i det land – vil altid skulle bruge mange kræfter på at forklare de anderledes regler og standarder. Det vil indebære meromkostninger for internationale investorer at forstå og følge danske særregler og -ordninger. Samlet set vil disse faktorer alt andet lige påvirke danske kreditinstitutters relative finansieringsforhold negativt.

Samtidig kan et Danmark uden for bankunionen i større omfang forventes at blive sammenlignet med andre vesteuropæiske ikke-eurolande, som har store finansielle sektorer, dvs. Storbritannien, Sverige, Norge og Schweiz. Generelt set er de kapitalkrav, som de største kreditinstitutter i disse lande skal leve op til, hårdere end i Danmark, jf. figur 3. Herudover har, eller overvejer, disse lande også at stramme reglerne for at måle kreditrisici ved boliglån mere, end det aktuelt er tilfældet i Danmark.

Nationalbanken mener, at et dansk nej til bankunionen (eller en udskydelse af beslutningen om at deltage) bør følges af en bred revurdering af, om de nuværende rammer for tilsyn, krisehåndtering og kriseforberedende foranstaltninger er tilstrækkeligt godt tilpasset den nye virkelighed. Det gælder såvel de relevante myndigheders ressourcer og kompetencer som konkrete regler og krav, især for de største kreditinstitutter. Det bliver også vigtigt at skabe et tættere og mere formaliseret samarbejde med andre landes tilsyns- og afviklingsmyndigheder.



# ARTIKLER



# SENESTE TENDENSER PÅ PENGEMARKEDET

Af Jonas Lundgaard Christensen,  
Palle Bach Mindested, Bank- og Markedsafdelingen,  
og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Aktiviteten på det danske pengemarked er faldet det seneste år, og dermed er tendensen siden finanskrisen fortsat. De vigtigste årsager er pengeinstitutternes øgede fokus på kredit- og likviditetsrisici, der også afspejler sig i reguleringen af institutterne, og det lave renteniveau.

Uanset den lavere omsætning i pengemarkedet er den pengepolitiske transmission til dag til dag-renten intakt. Der er også et tydeligt gennemslag fra indskudsbevisrenten til de lidt længere pengemarkedsrenter, der er bestemmende for kronekursen.

Det øgede fokus på kredit- og likviditetsrisici afspejler sig i markedet for usikrede dag til dag-lån ultimo året, kvartalet og måneden, hvor der er signifikant lavere omsætning og højere renter. Det skal ses i lyset af, at pengeinstitutter ønsker at præsentere en balance over for fx investorer, myndigheder og kreditvurderingsbureauer med en så lille risiko og en så stor mængde likvide aktiver som muligt. De er derfor uvillige til at udlåne likviditet usikret over års-, kvartals- og månedsskifte. Der er tegn på, at denne effekt har fået større betydning i de seneste år. Markedsdeltagerne nævner, at reguleringsmæssige tiltag har medvirket hertil. Regulatoriske krav gælder ikke kun på opgørelsestidspunkterne, men skal løbende være opfyldt.

Efter finanskrisen er reguleringen af kreditinstitutterne blevet styrket. I 2013 blev der i EU opnået enighed om et sæt fælles regler, der øger kravene til institutterne på kapital- og likviditetsområdet. På likviditetsområdet indføres bl.a. Liquidity

Coverage Ratio, LCR, der gradvist indføres i perioden 2015-18. Hensigten med likviditetsreguleringen er at reducere risikoen for, at institutter får likviditetsproblemer.

LCR betyder isoleret set, at pengeinstitutterne får større incitament til at finansiere sig via indskud fra kunder frem for via pengemarkedet, fordi indskud fra kunder er en mere stabil finansieringskilde. Samtidig bevirker LCR, at institutterne har tilskyndelse til at erstatte kortsigtet finansiering, fx korte usikrede pengemarkedslån, med længere lån. Likviditetsreguleringen kan desuden give institutterne incitament til at øge LCR ved at låne og placere i centralbanken frem for via markedet. Det er ikke hensigten med LCR. Målet er, at institutterne holder tilstrækkeligt med likvide aktiver, og dermed i en normal situation håndterer deres likviditetsstyring via markedet, og ikke via Nationalbanken. Der er ikke tegn på, at institutterne anvender de pengepolitiske instrumenter til at øge LCR forud for implementeringen.

I det følgende indledes med en beskrivelse af den seneste udvikling i omsætning og prisdannelse på det danske pengemarked, herunder ultimoeffekter. Herefter ses der nærmere på betydningen af LCR for det danske pengemarked og for anvendelsen af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter.

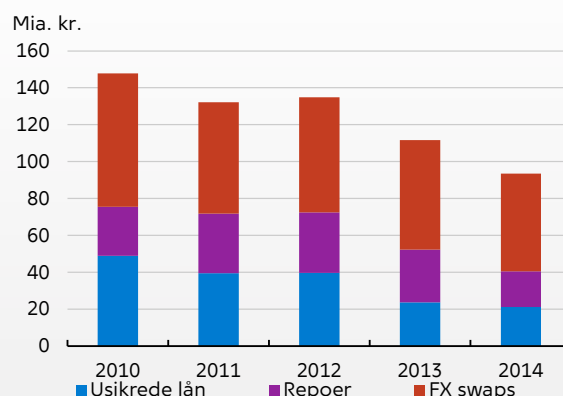
## FORTSAT FALDENDE OMSÆTNING PÅ PENGEMARKEDET

Omsætningen i pengemarkedslån<sup>1</sup> er ifølge Nationalbankens årlige pengemarkedsundersøgelse<sup>2</sup> fortsat med at falde, jf. figur 1. Finanskrisen betød, at der kom øget fokus på likviditets- og kreditrisici. Omsætningen i længere usikrede pengemarkedslån er som konsekvens heraf så godt som forsvundet, og i det usikrede pengemarked ligger den alt overvejende i dag til dag-markedet, jf. figur 2. Størstedelen af omsætningen er knyttet til lån med sikkerhed i form af enten obligationer eller valuta, dvs. repoer eller FX swaps. Markedsdeltagerne nævner, at det øgede fokus på risikostyring og omkostninger har medført, at kreditinstitutterne nu i højere grad søger at foretage deres forretninger internt i koncernen og via kunder, hvilket også har bidraget til at reducere aktiviteten mellem pengeinstitutter på pengemarkedet. Ved at handle og udligne positioner internt reduceres koncernernes bruttopositioner i pengemarkedet, hvorved kreditrisikoen på modparter begrænses. Desuden reduceres omkostningerne, når koncernen undgår at betale spændet mellem ud- og indlånsrenter i markedet. Likviditsreguleringen medvirker til forskydningen over mod kunder,<sup>3</sup> jf. afsnittet "Likviditsregulering" nedenfor.

Pengeinstitutterne anvender det usikrede dag til dag-marked ud fra hensynet til deres daglige likviditsstyring. Omsætningen i repoer og FX swaps er i stort omfang drevet af henholdsvis obligationshandler og kunders valutapositioner. Repoer indgås således ofte, fordi obligationshandlere efterspørger den underliggende obligation i repoen. Markedsdeltagerne peger på, at dybden og likviditeten i FX swapmarkedet, og til dels i repomarkedet, er større end i det usikrede marked, hvorfor disse markeder benyttes, når der

Gennemsnitlig daglig omsætning i usikrede lån, repoer og FX swaps

Figur 1



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i både ud- og indlån i april for 2010-11 og i 2. kvartal for 2012-14.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

er behov for større transaktioner i forbindelse med institutternes likviditsstyring. Udenlandske bankers deltagelse i FX swapmarkedet understøtter likviditeten i dette marked. Over 80 pct. af omsætningen i FX swaps stammer fra handler med udenlandske banker.

Ud over pengemarkedslån indgår Cita-swaps og FRA'er også i pengemarkedsundersøgelsen.<sup>4</sup> Omsætningen i FRA'er er faldet på linje med resten af markedet, mens omsætningen i Cita-swaps kun er reduceret lidt. Den største del af omsætningen i pengemarkedet for løbetider fra og med 6 måneder ligger i Cita-swaps. Cita-referencerenten blev introduceret af Finansrådet i 2013 og benyttes nu i visse realkreditlån.

### LAVT RENTENIVEAU

Omsætningen faldt i dag til dag-markedet, da Nationalbanken indførte negativ indskudsbevisrente i begyndelsen af juli 2012, jf. figur 3. Indskudsbevisrenten gik fra at ligge over foliorenten til at ligge under, så penge- og realkreditinstitutterne, de pengepolitiske modparter, fik et rentemæssigt incitament til at øge deres folioindestående i Nationalbanken. Institutterne fik samtidig større mulighed for at placere på folio, da foliorammerne blev forhøjet. Det større folioindestående gav

1 På pengemarkedet gennemføres pengemarkedslån og handel med rentederivater med en løbetid op til og med 1 år mellem pengeinstitutterne. Pengemarkedslån omfatter usikrede lån, repoer (lån mod sikkerhed i obligationer) og FX swaps, der kan ses som lån mod sikkerhed i valuta, korte værdipapirer og Nationalbankens indskudsbeviser. Rentederivater omfatter Cita-swaps, FRA'er og renteoptioner. For mere information om produkterne i pengemarkedet, se Danmarks Nationalbank (2009).

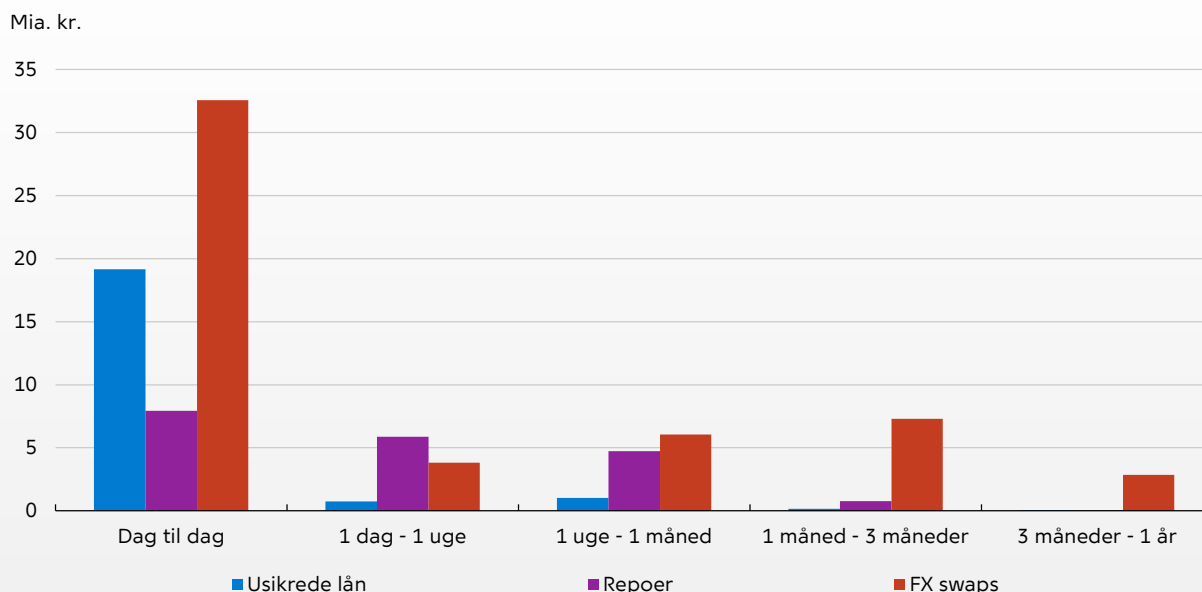
2 Nationalbanken gennemfører en årlig undersøgelse af pengemarkedet i 2. kvartal, hvor pengeinstitutter indberetter omsætningsdata mv. I forlængelse heraf har Nationalbanken interviewet flere markedsdeltagere om udviklingen på pengemarkedet.

3 I denne artikel defineres kunder som husholdninger og virksomheder, der ikke er penge- og realkreditinstitutter.

4 Cita-swap (Copenhagen Interest T/N Average) er en kort renteswap, hvor der byttes en variabel rente (T/N-rente) mod en fast rente, som fastsættes ved aftalens begyndelse. FRA (Forward Rate Agreement) er en aftale om at fastlåse rentesatsen på et fremtidigt lån. For nærmere forklaring se Mindested mfl. (2011).

Gennemsnitlig daglig omsætning fordelt på instrumenter og løbetider

Figur 2



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i både ud- og indlån i 2. kvartal 2014. Intervallerne dækker fra intervallets start og til og med intervallets slut. Fx dækker "1 uge - 1 måned" over lån med en løbetid over 1 uge og til og med 1 måned. Da lån over en længere periode kan opnås ved løbende at forny kortere lån i perioden, vil omsætningen tendere at være højere for korte løbetider end for lange. Fx skal der optages fem dag til dag-lån i stedet for et 1-uges udlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

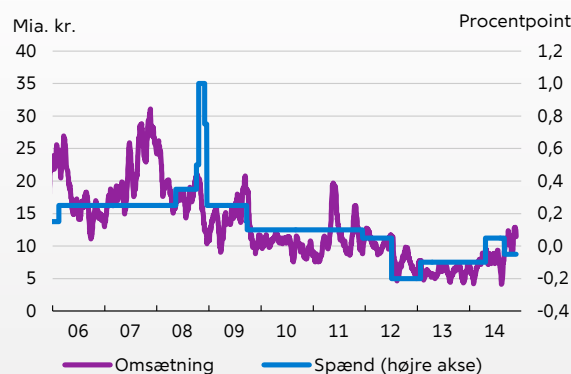
institutterne mulighed for i højere grad at håndtere daglige likviditetsudsving uden at benytte pengemarkedet.

I april 2014 blev indskudsbevisrenten sat op og var igen positiv, men spændet til foliorenten var på beskedne 0,05 procentpoint, så det rentemæssige incitament til at placere i indskudsbeviser frem for på folio var begrænset. I september 2014 blev indskudsbevisrenten igen negativ, da Nationalbanken fulgte ECB's rentenedsættelse.

Omsætningen i det usikrede dag til dag-pengemarked i euroområdet er også faldet siden finanskrisen. Det skal ses i lyset af, at der, efter at ECB indførte fuld tildeling af lån i oktober 2008, har været en stor mængde overskydende likviditet i banksystemet, som bankerne har placeret som anfordringsindlån i ECB. Det har reduceret bankernes behov for at benytte pengemarkedet.<sup>5</sup> Omsætningen er dog steget det seneste år, hvor den overskydende likviditet er reduceret.

Omsætningen i det usikrede dag til dag-marked og spænd mellem indskudsbevisrenten og foliorenten

Figur 3



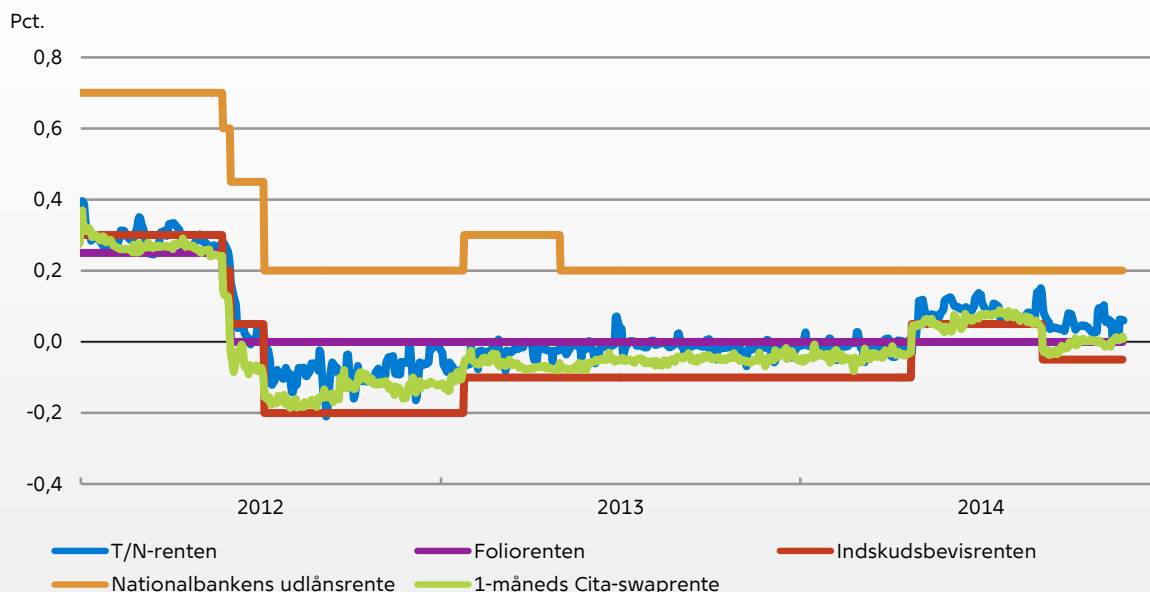
Anm.: Omsætning i usikrede O/N-, T/N- og S/N-udlån. 21 dages glidende gennemsnit af daglige observationer. Seneste observation er 26. november 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>5</sup> Tilsvarende har været tilfældet i USA, Japan og Storbritannien, jf. Jackson og Sim (2013).

Pengepolitiske renter og markedsrenter

Figur 4



Anm.: Daglige observationer. T/N-renten er 5 dages glidende gennemsnit. Seneste observation er 25. november 2014.  
Kilde: Reuters og Danmarks Nationalbank.

## PRISDANNELSE OG TRANSMISSION

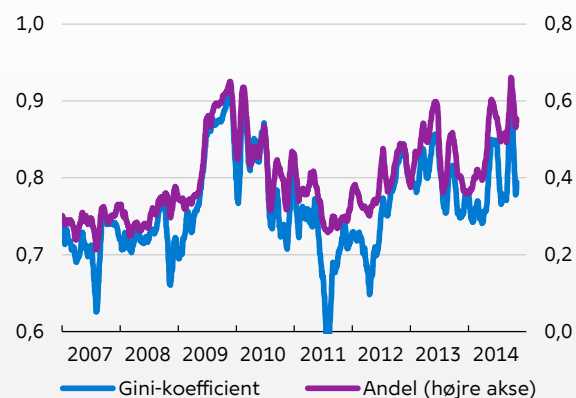
Uanset den lavere omsætning vurderer markedsdeltagerne generelt, at pengemarkedet kan absorbere store transaktioner uden større effekt på prisen. Spændet mellem udbudte ud- og indlånsrenter i det usikrede T/N-marked har de seneste år været nogenlunde uændret.

Den pengepolitiske transmission til T/N-renten, der er referencerenten på det usikrede dag til dag-marked, er intakt.<sup>6</sup> Der er også et tydeligt gennemslag fra indskudsbevisrenten til de lidt længere pengemarkedsrenter, jf. figur 4.

T/N-renten ligger i gennemsnit tæt på indskudsbevisrenten. I perioden fra april til september 2014, hvor indskudsbevisrenten var positiv, lå gennemsnittet for T/N-renten imidlertid 0,04 procentpoint over indskudsbevisrenten. En del af forklaringen på det større spænd mellem T/N-renten og indskudsbevisrenten kan være en forholdsvis ulige fordeling af de pengepolitiske modparterers indlån i Nationalbanken i den periode, jf. figur 5. Modelestimationer af T/N-renten peger således

Koncentration af de pengepolitiske modparterers indlån i Nationalbanken

Figur 5



Anm.: 21 dages glidende gennemsnit af daglige observationer. "Gini-koefficient" angiver Gini-koefficienten til T/N-stillernes indlån i Nationalbanken, jf. boks 1. "Andel" angiver, hvor stor en andel af de pengepolitiske modparterers samlede indlån i Nationalbanken T/N-stilleren med det største indlån står for. Seneste observation er 31. oktober 2014.  
Kilde: Danmarks Nationalbank og egen beregninger.

6 Jf. regressionsmodellen i boks 1, hvor koefficienten til "gennemslag", der måler gennemslaget fra de pengepolitiske renter til T/N-renten, fortsat er høj.

på, at en ulige fordeling af indskud i Nationalbanken presser renten op på det danske pengemarked, jf. boks 1.

## ULTIMOEFFEKTER

Det øgede fokus på kredit- og likviditetsrisici kommer til udtryk i renten på og omsætningen i usikrede lån i forbindelse med opgørelsestidspunkterne for pengeinstitutternes balance og likviditetssituation, dvs. ultimo året, kvartalet og måneden. Det gør sig især gældende ultimo året, hvor omsætningen er lavere, og renten er mærkbart højere på usikrede lån, der løber hen over årsskiftet. Det skal ses i lyset af, at pengeinstitutterne ønsker at præsentere en balance over for fx investorer, myndigheder og kreditvurderingsbureauer med en så lille risiko og en så stor mængde likvide aktiver som muligt. De er derfor uvillige til at udlåne likviditet usikret over især årsskiftet og kræver derfor en højere rente.

Effekten kan findes i den danske T/N-rente og i dag til dag-renten i euroområdet, Eonia, jf. ECB (2008). Estimationer på data siden midten

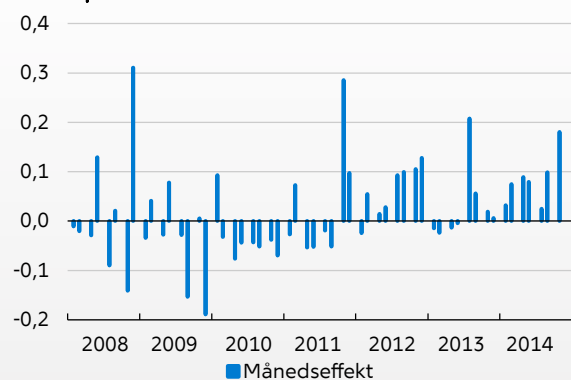
af 2007 peger på, at T/N-renten kan stige ca. 35 basispoint ultimo året, men også ultimo øvrige kvartaler er der en statistisk signifikant effekt på ca. 10 basispoint, jf. boks 1. Mens effekten ved årets ultimo har været statistisk signifikant længe, er effekten ultimo øvrige kvartaler bedømt ud fra rekursive estimationer begyndt at blive signifikant fra 2010. Der fås nogenlunde tilsvarende resultater for estimationer for spændet mellem O/N-renten og indskudsbevisrenten.

Effekten ved månedsultimo, som ikke samtidig er kvartalsultimo, er estimeret til ca. 2 basispoint. Udviklingen i forskellen mellem faktiske og modelforudsigelser af T/N-renten antyder, at månedseffekten er tiltaget, jf. figur 6. Siden midten af 2011 har T/N-renten overvejende været højere end modelforudsigelsen i forbindelse med månedsultimo, mens billedet var mere blandet før. Når modellen estimeres på en kortere periode siden begyndelsen af 2009, bliver månedseffekten større og statistisk signifikant på 1 pct.s niveau.<sup>7</sup> Rekursiv estimation af koefficienterne peger på, at månedseffekten stiger gennem estimationsperioden og først begynder at blive signifikant i løbet af 2013.<sup>8</sup> Omsætningen bag T/N-renten ligger ved

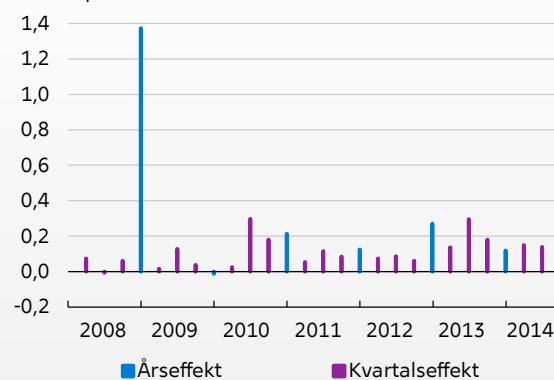
Månedse-, kvartals- og årsskifteeffekt på T/N-renten

Figur 6

Procentpoint



Procentpoint



Anm.: Månedseffekt er effekten ultimo måneder ekskl. kvartalsultimo. Kvartalseffekt er effekten ultimo kvartaler ekskl. årsultimo. Årseffekt er effekten ultimo året. Figurerne viser residualer ved måneds-, kvartals- og årsultimo for estimation af model for T/N-renten på data siden medio 2007, hvor dummyvariable for måneds-, kvartals- og årsultimo er udeladt af modellen i boks 1.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

7 Den gennemsnitlige årseffekt bliver mindre, da en stor stigning i T/N-renten i forbindelse med årsskiftet 2008-09 udgår af estimationsperioden.

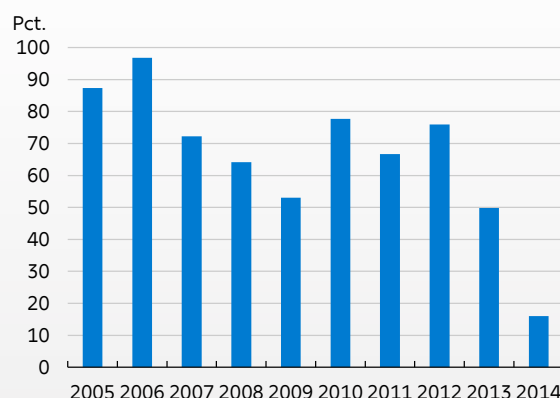
8 På 5 pct. niveau.

månedssultimo betydeligt under omsætningen på øvrige dage, og forskellen er blevet mere udtalt de seneste år, jf. figur 7.

Markedsdeltagerne påpeger tilsvarende, at månedsskifteeffekten er blevet tydeligere i de seneste år. Det tilskrives bl.a., at reguleringsmæssige initiativer giver pengeinstitutterne incitament til at præsentere en slank balance. Regulatoriske krav gælder ikke kun på opgørelsestidspunkterne, men skal løbende være opfyldt.

**T/N-omsætning ultimo måned i forhold omsætning resten af dagene**

Figur 7



Anm.: Gennemsnitlig omsætning på dage ultimo måneden (inkl. ultimo kvartal og år) i forhold til ikke-ultimodage. Seneste observation er 25. november 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

## Model for dag til dag-renten

Det er muligt at få en god beskrivelse af T/N-renten i en simpel regressionsmodel. I modellen forklares T/N-rentens spænd til foliorenten med det teoretiske rentegennemslag fra de pengepolitiske renter ("gennemslag") og tre variable, som beskriver likviditetsforholdene i markedet, herunder "internt spænd", der er spændet mellem indskudsbevisrenten og foliorenten. Modellen samt variablene "gennemslag" og "internt spænd" er nærmere beskrevet i Mindested mfl. (2013). I forhold til Mindested mfl. (2013) er der tilføjet to forklarende variable til at beskrive likviditetsforholdene: "indlån" og "fordeling".

En stor mængde af de pengepolitiske modparterers indlån i Nationalbanken i form af indskud på foliokonti og beholdning af indskudsbeviser, "indlån", forventes at presse renten ned, da store indlån i Nationalbanken alt andet lige betyder, at modparterne har mindre behov for at låne i pengemarkedet og større mulighed for at låne ud. Ved negativ indskudsbevisrente kan effekten af øget "indlån" være begrænset, hvis modparterne har rigeligt med likviditet. "Indlån" er opgjort ved dagens begyndelse i milliarder kroner. Koefficienten til "indlån" i estimationerne viser dermed stigningen i T/N-renten i procentpoint ved en forøgelse af indlån på 1 mia. kr.

Det kan ikke afgøres a priori, hvilken effekt en ulige fordeling af indlånene, "fordeling", har på renten. Hvis nogle få markedsdeltagere har en stor del af indlånene, kan det presse renten op. På den anden side kan markedsdeltagerne, som har store indlån, have et incitament til at udlåne likviditet. Ved negativ indskudsbevisrente forventes effekten af fordelingen at være mindre, da deltagere med en forholdsvis stor beholdning af likviditet vil være mere villige til at udlåne til lav rente for at undgå placering til negativ

indskudsbevisrente. Effekten vil desuden være begrænset, hvis modparterne generelt har rigelig likviditet. Graden af ulighed i fordelingen af indlån måles ved Gini-koefficienten for de nuværende T/N-stilleres indlån i Nationalbanken, jf. Akram og Christophersen (2010). Koefficienten ligger mellem 0 og 1. I en helt lige fordeling, hvor alle T/N-stillere har samme størrelse indlån, er Gini-koefficienten 0, mens den er 1, når én T/N-stiller alene står for T/N-stillernes samlede indlån. Koefficienten til "fordeling" i estimationerne viser stigningen i T/N-renten, når fordelingen går fra helt lige til helt ulige. Alternativt kunne fordelingen opgøres som andelen af det samlede indlån i Nationalbanken, som den T/N-stiller, der har det største indestående i Nationalbanken, står for, jf. Syrstad (2012).

Effekten af de forklarende variable tillades at være forskellige ved henholdsvis positiv og negativ indskudsbevisrente ved brug af en dummyvariabel ( $D_N$ ), der antager værdien 1 på dage med negativ indskudsbevisrente og ellers er 0.

Ultimoeffekten estimeres ved brug af dummyvariable på de tidspunkter, hvor T/N-lånet løber hen over henholdsvis års-, kvartals- og månedsskifte. Dummyvariablen for årsskifte ( $D_Y$ ) har værdien 1 på den sidste dag i året og er ellers 0. Dummyvariablen for kvartalskifte ( $D_Q$ ) har værdien 1 på den sidste handelsdag i hvert kvartal undtagen 4. kvartal (den sidste dag i året) og har ellers værdien 0. Dummyvariablen for månedsskifte ( $D_M$ ) har værdien 1 på den sidste dag i måneden, når der ikke er tale om den sidste dag i kvartalet, og er ellers 0. Koefficienten til dummyvariablene viser stigningen i T/N-renten i procentpoint ved henholdsvis års-, kvartals- og månedssultimo.

Boks 1

fortsættes næste side



Modellen kan sammenfattes i følgende ligning, der estimeres på daglige data i perioden juli 2007 – oktober 2014:

$$T/N\_rente - folio = \beta_0 + \beta_1(gennemslag)(+1) + \beta_2(internt spænd) + \beta_3(indlån)(-1) \\ + \beta_4(fordeling)(-1) + \beta_{D,N,0} D\_N + \beta_{D,N,1} D\_N(gennemslag)(+1) + \beta_{D,N,2} D\_N(internt spænd) \\ + \beta_{D,N,3} D\_N(indlån)(-1) + \beta_{D,N,4} D\_N(fordeling)(-1) + \beta_5 D\_Y(+1) + \beta_6 D\_Q(+1) + \beta_7 D\_M(+1)$$

### Estimationsresultater for effekten på spændet mellem T/N-renten og foliorenten

	Estimation på data siden medio 2007		Estimation på data siden primo 2009	
	Positiv rente	Negativ rente	Positiv rente	Negativ rente
Konstant	0,06610	0,04802*	0,05372*	0,04588*
Internt spænd	0,66271***	0,30091***	0,42140***	0,30517***
Gennemslag	0,53671***	0,72813***	0,42665***	0,72947***
Indlån	-0,00100***	-0,00015**	-0,00063***	-0,00012*
Fordeling	0,10301*	0,04454	0,09134**	0,03998
	Hele perioden		Hele perioden	
Årseffekt	0,34939**		0,14396***	
Kvartalseffekt	0,11421***		0,13394***	
Månedseffekt	0,02204*		0,03625***	
Justeret R <sup>2</sup>	0,85		0,79	

Anm.: \*, \*\* og \*\*\* angiver signifikansniveauer på henholdsvis 10, 5 og 1 pct. baseret på Newey-West-standardfejl. "Positiv rente" angiver koefficienter til de forklarende variable, som tillades at være forskellig ved positiv og negativ indskudsbevisrente. "Negativ rente" angiver summen af koefficienterne til førnævnte forklarende variable og til de led, hvor D\_N ganges på de respektive forklarende variable. "Hele perioden" angiver koefficienterne til de forklarende variable, som ikke tillades at være forskellige ved henholdsvis positiv og negativ indskudsbevisrente.

## LIKVIDITETSREGULERING<sup>9</sup>

Europæiske kreditinstitutter bliver fra 1. oktober 2015 underlagt ny likviditetsregulering i form af LCR, jf. boks 2. På et senere tidspunkt forventes et mål for stabil langsigtet finansiering, Net Stable Funding Ratio, NSFR, også at blive en del af den europæiske likviditetsregulering.

Hensigten med likviditetsreguleringen er at reducere risikoen for, at institutter får likviditetsproblemer. LCR skal skabe større klarhed med hensyn til de enkelte institutters likviditetssituation og dermed understøtte pengeinstitutternes indbyrdes tillid, hvilket alt andet lige vil styrke pengemarkedets funktionalitet og reducere likvi-

ditetspræmien i pengemarkedet. LCR skal sikre, at institutterne har tilstrækkelig likvide aktiver af høj kvalitet til at dække de nettolikviditetsudstrømninger, der opstår i løbet af et scenarie med 30 dages intensiv likviditetsstress, mens NSFR skal sikre, at institutterne har tilstrækkelig lang og mellemlang finansiering.

LCR skal opfyldes 60 pct. 1. oktober 2015 stigende til 100 pct. i 2018. De danske systemiske institutter forventes at skulle opfylde LCR 100 pct. fra 1. oktober 2015. Det er Nationalbankens vurdering, at de systemiske institutter enten allerede opfylder LCR 100 pct. eller vil kunne foretage de nødvendige tilpasninger frem mod oktober, jf. Nationalbanken (2014b).

9 Se Danmarks Nationalbank (2014a og b).

Usikrede dag til dag-lån påvirker ikke LCR i nævneværdig grad,<sup>10</sup> og LCR er ikke årsagen til ultimoeffekterne i dag til dag-markedet, men kan have andre effekter på pengemarkedet.

LCR betyder, at pengeinstitutterne får større incitament til at finansiere sig via indlån fra kunder frem for via pengemarkedet, da det antages, at likviditetsudstrømningen for indlån fra kunder er mindre end for korte usikrede indlån via pengemarkedet. Samtidig bevirker LCR, at institutterne

har incitament til at erstatte kortsigtet finansiering, fx korte usikrede pengemarkedslån, med længere lån.<sup>11</sup> Det kan isoleret set betyde en højere rente på længere i lån i forhold til korte lån i pengemarkedet.

## Liquidity Coverage Ratio, pengemarkedet og de pengepolitiske instrumenter

Boks 2

Ifølge likviditetskravet LCR skal kreditinstitutterne have en tilstrækkelig beholdning af likvide aktiver af høj kvalitet til at dække nettolikviditetsudstrømningen i et 30 dages stress-scenarie. LCR defineres som:

$$\text{LCR} = \frac{\text{Likvide aktiver (likviditetsstødspuden)}}{\text{Nettolikviditetsudstrømning over de kommende 30 dage i likviditetsstress}} \geq 100 \text{ pct.}$$

Likvide aktiver i LCR-sammenhæng (tælleren) opdeles i niveau 1- og niveau 2-aktiver, hvor niveau 1-aktiver er de mest likvide. Niveau 1-aktiver, som mindst skal udgøre 60 pct. af de samlede likvide aktiver, består af kontanter, indlån i centralbanker (indskud på folio i Nationalbanken og indskudsbeviser), statspapirer mv. Realkreditobligationer opdeles i niveau 1- og niveau 2-aktiver på baggrund af seriestørrelse og kreditvurdering og kan ikke udgøre mere end 70 pct. af de samlede likvide aktiver. Institutterne kan ikke medregne egne (koncernforbundne) realkreditudstedelser som likvide aktiver i LCR. Nettolikviditetsudstrømning er likviditetsudstrømning fratrukket likviditetsindstrømning. Indstrømningen kan maksimalt udgøre 75 pct. af udstrømningen. For nærmere beskrivelse af LCR, se Nationalbanken (2014b).

Effekten på LCR fra lån i pengemarkedet afhænger af, om lånet er usikret eller sikret, og af løbetiden på lånet.<sup>1</sup>

### Usikrede lån

Usikrede indlån i pengemarkedet med en restløbetid under 30 dage øger likviditetsudstrømningen (nævneren) med 100 pct. af lånet. Samtidig øges mængden af likvide aktiver (tælleren) tilsvarende. Dvs. tæller og nævner øges med samme beløb. Hvis LCR som udgangspunkt er 100 pct., vil LCR være uændret ved et usikret indlån med restløbetid under 30 dage. Hvis LCR som udgangspunkt er over 100 pct., vil et indlån reducere LCR marginalt som følge af "brøkeffekten".

Effekten dækker over, at en brøk større end 1 reduceres, når tæller og nævner absolut øges lige meget, idet tælleren derved øges procentvis mindre end nævneren.

Tilsvarende reducerer usikrede udlån med løbetid på under 30 dage tælleren og nævneren i LCR lige meget, så der ikke er nogen effekt på LCR, når LCR som udgangspunkt er 100 pct. Hvis LCR er over 100 pct., vil LCR øges marginalt på grund af brøkeffekten.

Usikrede indlån med restløbetid over 30 dage øger tælleren i LCR, mens nævneren er uændret, da likviditetsudstrømning er upåvirket for lån med løbetider over 30 dage. Det betyder, at LCR øges ved et usikret indlån med restløbetid over 30 dage.

### Sikrede lån<sup>2</sup>

Sikrede låns påvirkning på LCR afhænger af en række faktorer, bl.a. sikkerhedens karakter, haircuts og instituttets beholdning af niveau 1- og niveau 2-aktiver. Fx vil lån med sikkerhed i danske statspapirer betyde, at der både afgives og modtages likvide aktiver i tælleren. Nettolikviditetsudstrømningen (nævneren) for lån med sikkerhed i danske statspapirer er som udgangspunkt 0 pct.

Sikrede indlån med en restløbetid over 30 dage, hvor der stilles sikkerhed i illikvide aktiver, øger som udgangspunkt tælleren i LCR, mens nævneren er uændret, da likviditetsudstrømningen er upåvirket i dette tilfælde.

### Pengepolitiske instrumenter

Likviditetsudstrømning på pengepolitiske lån er sat til 0 pct. Institutterne har dermed mulighed for at øge deres LCR ved at belåne aktiver, som ikke er likvide i LCR, i Nationalbanken. Herved øges tælleren i LCR, mængden af likvide aktiver, med indlånet i Nationalbanken, mens nævneren er uændret. Omkostningen herved er rentespændet mellem Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrenten.

1. I det følgende antages, at likviditetsindstrømningen er mindre end 75 pct. af udstrømningen, og at provenuet fra et lån placeres i Nationalbanken. Tilsvarende finansieres et udlån ved træk på indestående i Nationalbanken.  
2. Behandlingen af sikrede lån i opgørelsen af LCR ligger endnu ikke helt fast.

10 Jf. boks 2.

11 Likviditetsudstrømningen for længere lån (over 30 dage) er sat til 0 pct., jf. boks 2. Pengeinstitutterne har i den forbindelse introduceret nye produkter, der retter sig mod opfyldelsen af LCR, som fx aftaleindskud fra kunder med 31 dages opsigelse.

## LIKVIDITETSREGULERING OG DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER<sup>12</sup>

Likviditetsreguleringen kan give institutterne incitament til at opfylde krav til LCR ved at låne og placere i Nationalbanken, fx hvis Nationalbankens sikkerhedsgrundlag er bredere end definitionen af likvide aktiver i LCR, og hvis omkostningerne herved er mindre end, hvis institutterne erhverver LCR-likvide aktiver i markedet. Reguleringen kan dermed give institutterne incitament til at styre deres likviditet via centralbanken frem for via pengemarkedet.

Gruppen af centralbankguvernører og chefer for finanstilsyn i BIS-regi har i den sammenhæng udtalt: "The aim of the Liquidity Coverage Ratio is to ensure that banks, in normal times, have sound funding structure and hold sufficient liquid assets such that central banks are asked to perform only as lenders of last resort and not as lenders of first resort", jf. BIS (2012).<sup>13</sup>

Nationalbanken deler denne opfattelse. Målet med LCR er, at institutterne holder tilstrækkeligt med likvide aktiver, og dermed i en normal situation håndterer deres likviditetsstyring via markedet, og ikke via Nationalbanken. De aktiver, der kan anvendes til at opfylde LCR, ligger tæt på Nationalbankens belåningsgrundlag. Det begrænser institutternes muligheder for at anvende de pengepolitiske instrumenter til at øge LCR, og der er ikke tegn på en sådan anvendelse forud for implementeringen af LCR-kravet.

## LITTERATUR

Akram, Q. Farooq og Casper Christophersen (2010), Interbank overnight interest rates – gains from systemic importance, *Norges Bank Working Paper*, nr. 11.

Bech, Morten og Todd Keister (2012), On the liquidity coverage ratio and monetary policy Implementation, *BIS Quarterly Review*, december.

BIS (2012), Basel III liquidity standard and strategy for assessing implementation of standards endorsed by Group of Governors and Heads of Supervision, pressemeddelelse fra Group of Governors and Heads of Supervision 8. januar.

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

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

Danmarks Nationalbank (2014b), *Finansiel stabilitet*, 2. halvår.

ECB (2008), *Financial Stability Review*, s. 78-79, boks 8, juni.

ECB (2013), Liquidity regulation and monetary policy implementation, *Monthly Bulletin*, april.

Jackson, Christopher og Mathew Sim (2013), Recent developments in the sterling overnight money market, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 3. kvartal.

Mindested, Palle Bach og Lars Risbjerg (2011), Udviklingstendenser på det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 1.

Mindested, Palle Bach, Martin Wagner Toftdahl og Lars Risbjerg (2013), Lavere omsætning på det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.

Syrstad, Olav (2012), The daily liquidity effect in a floor system – Empirical evidence from the Norwegian market, *Norges Bank Working Paper*, nr. 14.

<sup>12</sup> Se også ECB (2013) og Bech og Keister (2012) for analyse af samspillet mellem LCR og de pengepolitiske instrumenter.

<sup>13</sup> ECB har påpeget, at en uhensigtsmæssig anvendelse af de pengepolitiske instrumenter i forbindelse med LCR fx kan imødegås ved at indsnævre sikkerhedsgrundlaget, indføre grænser på bankernes finansiering via centralbanken eller grænser for anvendelsen af visse typer aktiver som sikkerhed, jf. ECB (2013).



# VIRKSOMHEDERNES KAPITALSTRUKTUR, PRODUKTIVITET OG ADGANG TIL FINANSIERING

Kim Abildgren, Carina Moselund Jensen,  
Mark Strøm Kristoffersen og Andreas Kuchler,  
Økonomisk Afdeling, Mark Niels Strøger Hansen  
og Oxana Skakoun, Statistisk Afdeling

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Private virksomheder finansierer sig via gæld og egenkapital, hvor egenkapital også kan stamme fra tilbageholdt indtjening. Forholdet mellem en virksomheds gæld og egenkapital betegnes ofte som virksomhedens kapitalstruktur. I Abildgren mfl. (2014) er der foretaget et detaljeret empirisk studie af sammenhængen mellem kapitalstrukturen i ikke-finansielle virksomheder i danske byerhverv og virksomhedernes lønsomhed, produktivitet og adgang til finansiering. I denne oversigtsartikel sammenfattes analysens vigtigste resultater og konklusioner, ligesom der belyses aspekter af landbrugets gældsforhold og adgang til finansiering.

Analysen indikerer, at der ikke er nogen kapitalstruktur, som understøtter virksomhedernes lønsomhed og produktivitet bedre end andre. Kapitalstrukturen har betydning for fordelingen af afkastet af virksomheden mellem kreditorer og ejere, men ikke for virksomhedens lønsomhed eller produktivitetsudvikling og -niveau.

En virksomheds kapitalstruktur har derimod betydning for andre forhold. Alt andet lige er en virksomhed mere robust over for stød til udviklingen i økonomien, desto højere dens egenkapital er i forhold til dens samlede aktiver. En høj solvensgrad reducerer sandsynligheden for, at virksomheden går konkurs. Det gør det ligeledes mindre sandsynligt, at virksomhedens bankforbindelser lider tab på udlån til virksomheden. En høj soliditetsgrad blandt private ikke-finansielle virksomheder har dermed en positiv indflydelse på den finansielle stabilitet. Endvidere giver en

høj soliditetsgrad den enkelte virksomhed større fleksibilitet i valget mellem alternative finansieringskilder og større sikkerhed for at opnå den ønskede finansiering. Virksomheder med en høj soliditet har større sandsynlighed for at få accepteret en ansøgning om banklån end virksomheder med lav polstring mod underskud. Analysen indikerer således, at svagt polstrede virksomheder får lettere adgang til finansiering fra pengeinstitutter, hvis de ændrer deres kapitalstruktur i retning af en højere soliditetsgrad. Det gælder også i landbruget, hvor andelen af svagt polstrede bedrifter har været stigende de seneste år. Der er også en tendens til, at børsnoterede aktieselskaber er mere solide end unoterede aktieselskaber.

Ved at øge soliditetsgraden får virksomhederne større modstandsdygtighed over for stød til økonomien og større finansieringsmæssig fleksibilitet. De empiriske resultater i artiklen indikerer, at der ikke er omkostninger ved en højere soliditetsgrad i form af tabt lønsomhed (før skat) eller produktivitet. Efter skat kan der dog være en omkostning målt på lønsomheden grundet favoriseringen af gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering i det danske skattesystem. Favoriseringen skyldes, at virksomhederne med visse begrænsninger kan fradrage renteudgifter i indkomstopgørelsen på linje med øvrige driftsomkostninger, mens aflønningen af egenkapitalen ikke kan fradrages.

Analysen i artiklen indikerer endvidere, at bankernes kreditvurdering i kølvandet på udbruddet af finanskrisen i stor udstrækning giver anledning til, at lånekapitalen allokeres til de mest solide, lønsomme og produktive virksomheder. Det er en vigtig og nødvendig betingelse for, at

banksystemet fungerer som en effektiv formidler af lånekapital. Før finanskrisen var der derimod ingen signifikant sammenhæng mellem bankernes accept af låneansøgninger og virksomhedernes lønsomhed og produktivitet.

## VIRKSOMHEDERNES KAPITALSTRUKTUR

Gæld er ofte den vigtigste finansieringskilde for danske ikke-finansielle virksomheder i private byerhverv. I 2011 havde virksomhederne i gennemsnit en gæld svarende til omkring 60 pct. af de samlede bogførte aktiver. Der er imidlertid betydelige forskelle på gældskvoten i forskellige brancher, jf. figur 1 (venstre), hvor fordelingen af gældskvoten på tværs af 82 brancher er vist. 12 pct. af brancherne havde en gæld, som udgjorde mere end 70 pct. af de samlede aktiver, fx læder- og fodtøjsindustrien, rejsebureauer og restauranter. I den anden ende af spektret finder man fx medicinalindustrien og virksomhedskonsulenter med gældskvoter under 40 pct. Den overordnede fordeling af gældskvoter på tværs af brancher har været nogenlunde uændret siden midten af 2000'erne, dog med en tendens i retning af lavere gældskvoter efter finanskrisen. Der er ligeledes en betydelig variation af gældskvoterne mellem de enkelte virksomheder inden for samme branche, jf. figur 1 (højre).

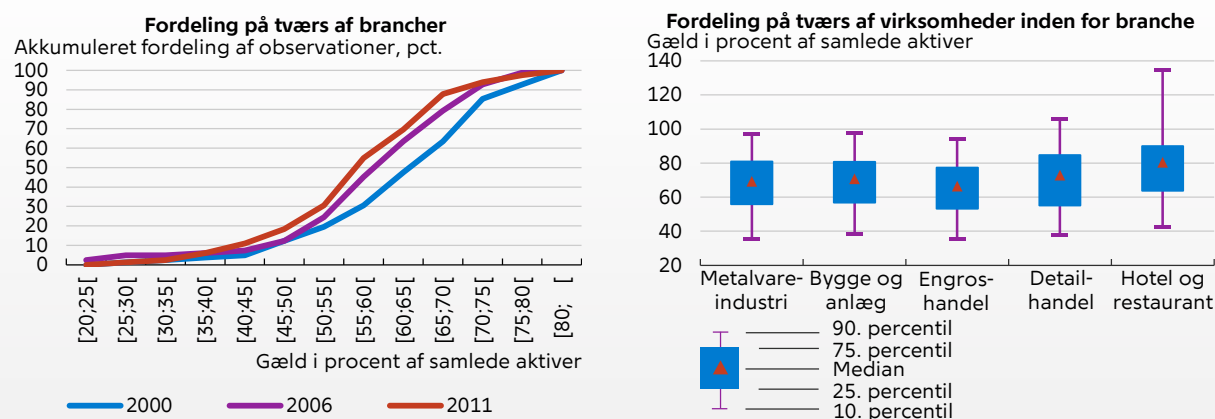
Alt andet lige er en virksomhed mere robust over for stød til udviklingen i økonomien, desto højere dens egenkapital er i forhold til dens samlede aktiver. Det reducerer sandsynligheden for, at virksomheden går konkurs. Det gør det ligeledes mindre sandsynligt, at virksomhedens bankforbindelser lider tab på udlån til virksomheden.

I figur 2 (venstre) vises soliditeten i danske virksomheder inden for private byerhverv i 2011 fordelt efter virksomhedernes antal ansatte omregnet til fuldtid. Ser man bort fra de mindste virksomheder, så er der en tendens til, at virksomheder med op til 50 ansatte er mindre polstrede med egenkapital end store virksomheder. Det overordnede billede var omtrent det samme i 2006. Der har dog været en tendens til, at de mindre virksomheder med under 10 ansatte er dårligere polstrede efter finanskrisen, mens de store virksomheder har øget deres kapitalisering. Virksomheder med over 50 fuldtidsansatte stod i 2011 for omkring halvdelen af den samlede beskæftigelse og mere end halvdelen af den samlede værditilvækst inden for de ikke-finansielle private byerhverv, jf. figur 2 (højre).

De ikke-finansielle virksomheders investerings- og finansieringsaktivitet er nærmere belyst i figur 3 (venstre). Erhvervsvirksomhedernes investeringer består såvel af reale bruttoinvesteringer i produktionsapparatet og lagre som finansielle investeringer i likvide aktiver (kontanter, bankindskud og værdipapirer), direkte investeringer i udlandet

**Fordeling af gældskvoter på tværs af brancher og virksomheder**

Figur 1

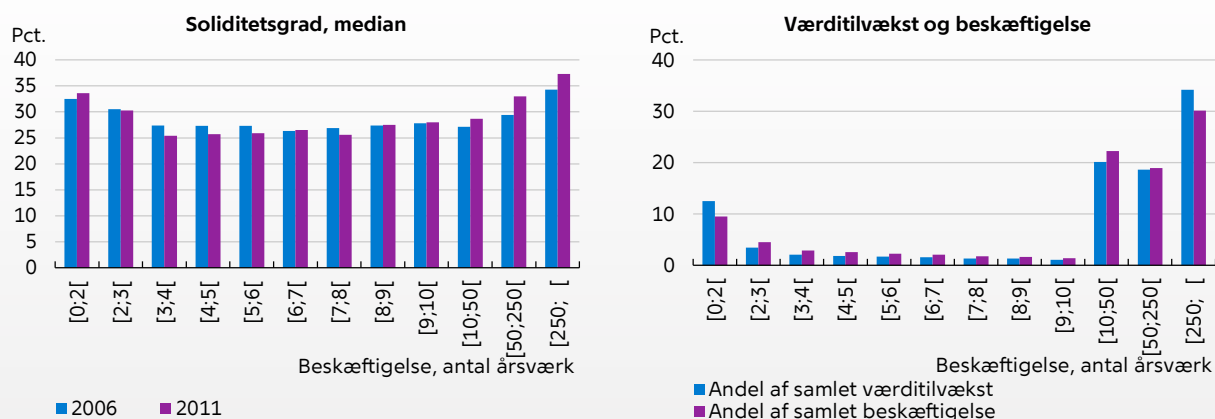


Anm.: Figuren til venstre er baseret på branchespecifik regnskabsstatistik for 82 brancher inden for ikke-finansielle private byerhverv. Figuren til højre er baseret på virksomhedsspecifikke oplysninger bag samme regnskabsstatistik for 2011. Rent regnskabsteknisk er egenkapitalen negativ for de virksomheder, hvor gælden udgør mere end 100 pct. af de samlede bogførte aktiver.

Kilde: Egne beregninger på basis af data fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

## Virksomhedernes soliditet, værditilvækst og beskæftigelse

Figur 2



Anm.: Beregninger på baggrund af virksomhedsspecifik regnskabsstatistik for ikke-finansielle private byerhverv. Soliditetsgrad er defineret som egenkapital i procent af de samlede aktiver. Figuren til højre er baseret på data for 2011.

Kilde: Egne beregninger på basis af data fra Danmarks Statistik.

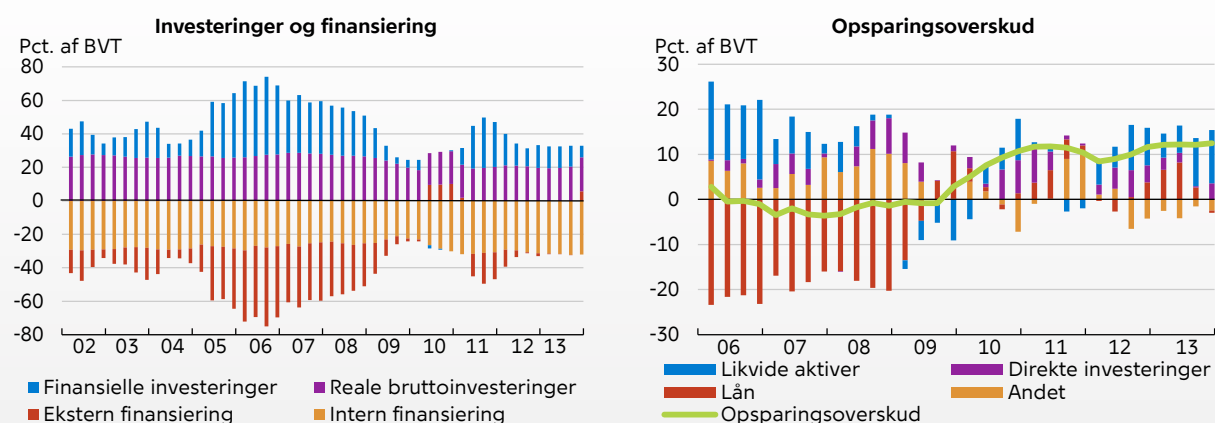
osv. Midlerne til de reale og finansielle investeringer tilvejebringes via ekstern finansiering (låntagning, aktieudstedelser mv.) og intern finansiering (bruttoopsparing). Forud for finanskrisen øgede virksomhederne deres beholdning af likvide aktiver betydeligt og havde et stort omfang af lånefinansiering, jf. figur 3 (højre). Siden midten af 2009 har bruttoopsparingen oversteget de reale investeringer, så virksomhederne har haft et opsparingsoverskud (positiv nettofordringsenhvervelse) på 459 mia. kr. Opsparingsoverskud-

det er på nettobasis primært blevet anvendt til nedbringelse af lån (97 mia. kr.), placering i likvide beholdninger (306 mia. kr.) og direkte investeringer i udlandet (166 mia. kr.).

Tendensen til at holde en større andel af balancen i likvide beholdninger i årene forud for krisen gjorde sig gældende blandt virksomheder i alle størrelsesgrupper og brancher, jf. figur 4. Blandt virksomhederne i euroområdet så man ligeledes en forøgelse af de kortfristede finansielle aktiver i årene forud for finanskrisen, jf. ECB (2013).

## Virksomhedernes investeringer, finansiering og opsparingsoverskud

Figur 3

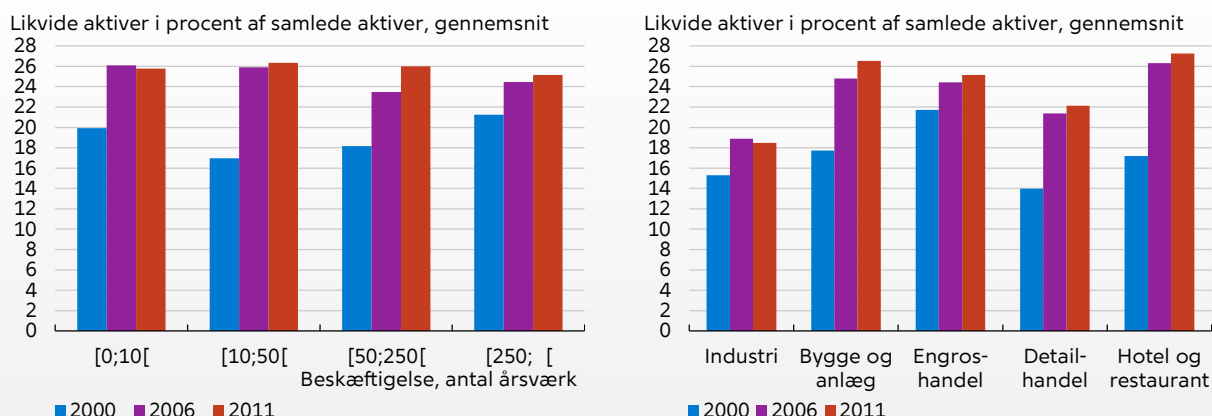


Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit af finansielle transaktioner og bruttoværditilvækst, BVT, for ikke-finansielle selskaber i nationalregnskab og statistikken over direkte investeringer. "Likvide aktiver" er kontanter, indskud, obligationer, porteføljeaktier mv. "Direkte investeringer" er danske virksomheders direkte investeringer i udlandet fratrukket udlandets direkte investeringer i danske virksomheder. "Lån" er opgjort netto. "Andet" inkluderer forsikringstekniske reserver, handelskreditter og andre forfaldne ikke-betalte mellemværender.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

**Virksomhedernes likviditetskvote, opdelt efter virksomhedsstørrelse og branche**

Figur 4



Anm.: Beregninger på baggrund af virksomhedsspecifik regnskabsstatistik for ikke-finansielle private byerhverv. Der benyttes et bredt mål for de likvide aktiver: omsætningsaktiver bestående af likvide beholdninger, beholdning af værdipapirer og kapitalandele, igangværende arbejder for fremmed regning samt andre tilgodehavender.  
Kilde: Egne beregninger på basis af data fra Danmarks Statistik.

## KAPITALSTRUKTUR OG VIRKSOMHEDENS LØNSOMHED OG PRODUKTIVITETSVÆKST

Et klassisk resultat inden for finansieringsteori er det såkaldte Modigliani-Miller-teorem, jf. Modigliani og Miller (1958). Under en række stiliserede forudsætninger – herunder komplette og konkurrenceprægede markeder, fravær af skatter og transaktionsomkostninger og ingen informationsmæssige asymmetrier – siger det, at en virksomheds kapitalstruktur er uden betydning for værdien af virksomheden. Kapitalstrukturen har kun betydning for fordelingen af afkastet af virksomheden mellem forskellige kreditorer og ejere, men ikke for størrelsen af virksomhedens afkastningsgrad eller produktivitet.

Visse dele af litteraturen har sat spørgsmålstegn ved den praktiske gyldighed af Modigliani-Miller-teoremets forudsætninger og implikationer. Der kan argumenteres for at være en positiv kausal sammenhæng fra gældskvote til afkastningsgrad og produktivitet, jf. Jensen (1986). Et argument herfor kunne være, at frie likvide midler hæmmer incitamentene til omkostningskontrol. Forpligtelsen til at betale relativt store renter og afdrag som følge af en høj gældskvote kunne tænkes at reducere mængden af frie midler, som ellers kunne finde vej til mindre profitable formål i en virksomhed. Ifølge denne tankegang kan gæld ses som en disciplineringsmekanisme som følge

af forpligtelsen til at servicere kreditorerne til tiden, jf. også den klassiske litteratur om principal agent-problemer, fx Holmström (1979). Dele af den empiriske litteratur synes at understøtte dette. Nickell og Nicolitsas (1999) fandt eksempelvis en positiv sammenhæng mellem renteudgifter og totalfaktorproduktivitet for britiske virksomheder i perioden 1972-86.

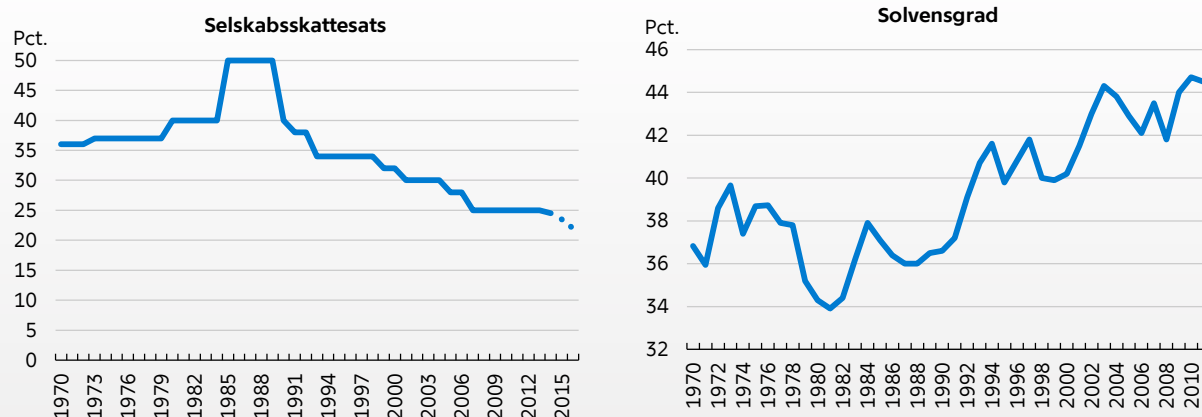
Et alternativt argument kunne være skattemæssig favorisering af gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering, idet virksomheder i mange lande kan fradrage renteudgifter i skatteregnskabet, men ikke udbytte til ejere, jf. Modigliani og Miller (1963) og De Mooij og Ederveen (2008). En høj gældskvote reducerer alt andet lige virksomhedens skattebetalinger og giver dermed en højere afkastningsgrad (efter skat). Reduktionen af den skattemæssige favorisering af gæld gennem nedsættelserne af selskabsskattesatsen i Danmark siden slutningen af 1980'erne har været fulgt af en øget soliditet inden for fremstillingsvirksomhed, jf. figur 5. De Økonomiske Råd (2008), Produktivitetskommissionen (2014) og Finansrådet (2014) har tidligere behandlet favoriseringen af gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering i det danske skattesystem og har stillet forslag om en mere ensartet skattemæssig behandling af de forskellige finansieringsformer.

Der er imidlertid også dele af litteraturen, som argumenterer for en negativ kausal sammenhæng fra gældskvote til afkastningsgrad og produkti-



Selskabsskattesats og solvensgrad inden for fremstillingsvirksomhed

Figur 5



Anm.: Soliditet er beregnet som egenkapitalen i procent af de samlede aktiver.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Skatteministeriet.

vitet. En høj soliditetsgrad kan eksempelvis give rum for investering i mere risikable projekter, som kan øge produktiviteten, jf. Myers (1977). I en undersøgelse baseret på italienske virksomhedsdata fra 1982-98 fandt Nucci mfl. (2005), at virksomheder med en højere egenkapitalandel havde flere investeringer i forskning og udvikling og højere produktivitet end andre virksomheder. Der ses ligeledes argumenter for, at aktive aktionærer med tæt overvågning af virksomhedens ledelse virker fremmende på produktiviteten sammenlignet med gældsfinansiering fra passive kreditorer. Pushner (1995) fandt således en negativ sammenhæng mellem gearing og produktivitet blandt japanske virksomheder i perioden 1976-89.

Nogle studier peger på en positiv sammenhæng mellem gældskvote og vækst i totalfaktorproduktivitet op til et vist gældsniveau, hvorefter sammenhængen bliver negativ, fx Coricelli mfl. (2011), som anvender virksomhedsspecifikke data fra Central- og Østeuropa for perioden 1999-2008. Derimod finder Brogaard og Staal (2011) overordnet set ingen signifikant sammenhæng mellem kapitalstruktur og produktivitet ved brug af data fra Købmandstandens Oplysningsbureau (Experian) for danske virksomheder i perioden 1997-2004.

Visse studier peger på omvendte kausale sammenhænge, fx at lønsomhed kan have betydning for kapitalstrukturen. Ifølge den såkaldte "pecking order"-teori har eksterne kreditorer mindre information om virksomheden end virksomhedsejeren, hvilket gør ekstern finansiering dyrere end finansiering med interne midler, jf. Myers (1984). Virksomheder kan derfor foretrække intern finansiering frem for lånefinansiering. En sådan tankegang skulle give en negativ sammenhæng mellem gældskvote og lønsomhed (fx målt ved afkastningsgraden), hvilket fx er fundet for virksomheder i den japanske maskinindustri 1981-2011 (Tsuji, 2013) og amerikanske virksomheder 1970-74 (Barton og Gordon, 1988). Chittenden mfl. (1996) fandt ligeledes en negativ sammenhæng mellem gæld og lønsomhed for små og mellemstore britiske virksomheder i begyndelsen af 1990'erne.

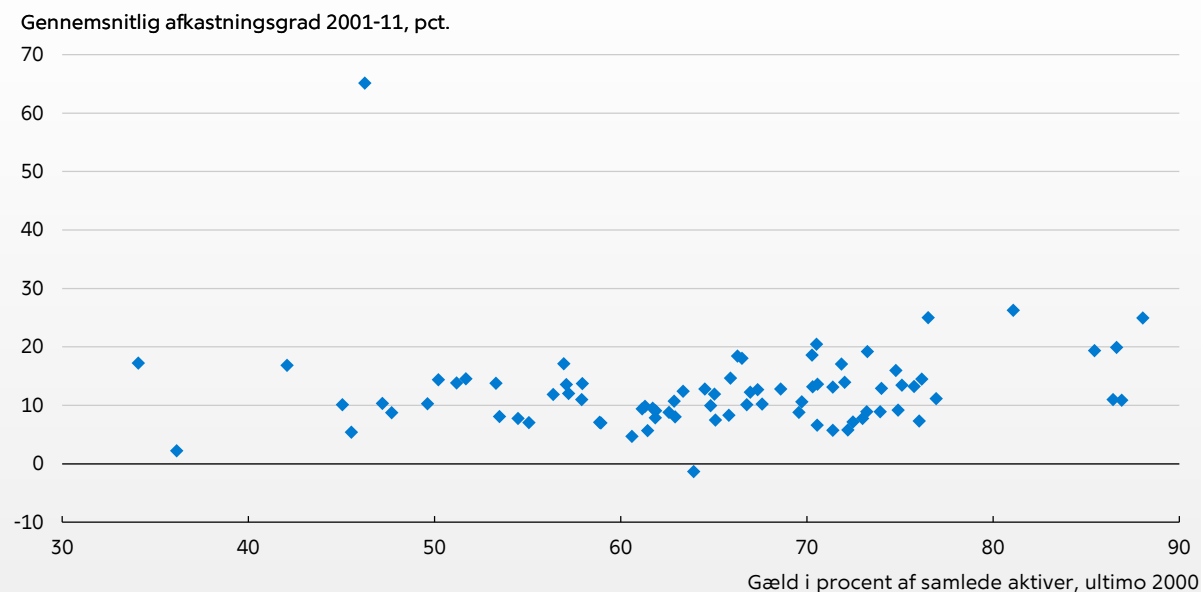
Sammenfattende må det konkluderes, at der ikke findes entydige resultater i litteraturen omkring sammenhængen mellem ikke-finansielle virksomheders kapitalstruktur og deres lønsomhed og produktivitet.

Figur 6 viser sammenhængen mellem gældskvoten i 2000 og den gennemsnitlige afkastningsgrad i årene 2001-11 for 82 brancher inden for private ikke-finansielle danske byerhverv. Som det fremgår, synes der ikke at være nogen klar sammenhæng mellem kapitalstruktur og afkastningsgrad.

Det samme gør sig gældende, når man på brancheniveau ser på sammenhængen mellem gældskvote i 2000 og væksten i arbejdsproduktivitet og totalfaktorproduktivitet i den efterfølgende 10-årige periode, jf. figur 7. Vurderet ud

## Lønsomhed versus gældskvote

Figur 6



Anm.: Figuren er baseret på branchespecifik regnskabsstatistik for 82 brancher inden for ikke-finansielle private byerhverv. Afkastningsgraden er beregnet som overskud før skat (tillagt finansielle omkostninger) i procent af samlede aktiver.  
Kilde: Egne beregninger på basis af data fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

fra branchespecifikke data synes kapitalstrukturen således ikke at have betydning for hverken lønsomhed eller produktivitsudvikling inden for danske byerhverv.

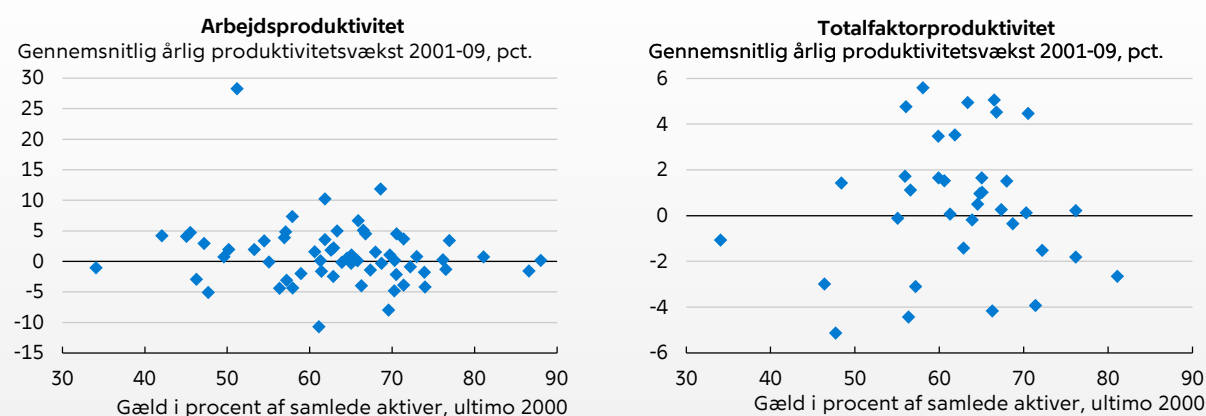
Der kan dog argumenteres for, at branchefordelte data er lidet velegnede for en sådan analyse. Der kan være forskelle mellem forretnings-

risiko og kapitalindsats brancherne imellem, og disse forskelle vil alt andet lige kunne afspejle sig i afkastningsgrad og arbejdsproduktivitet.

I Abildgren mfl. (2014) er der derfor foretaget en analyse af sammenhængen mellem danske ikke-finansielle virksomheders kapitalstruktur og deres lønsomhed og produktivitet inden for de

## Produktivitet versus gældskvote

Figur 7



Anm.: Figuren til venstre er baseret på branchespecifik regnskabs- og nationalregnskabsstatistik for 62 brancher inden for ikke-finansielle private byerhverv. Figuren til højre er baseret på samme datagrundlag, men omfatter kun 36 brancher inden for ikke-finansielle private byerhverv. Vækst i arbejdsproduktivitet er beregnet som vækst i real værditilvækst pr. arbejdstime. Vækst i totalfaktorproduktivitet angiver den del af væksten i real værditilvækst, som ikke kan forklares med øget indsats af kapital eller arbejdskraft.  
Kilde: Egne beregninger på basis af data fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

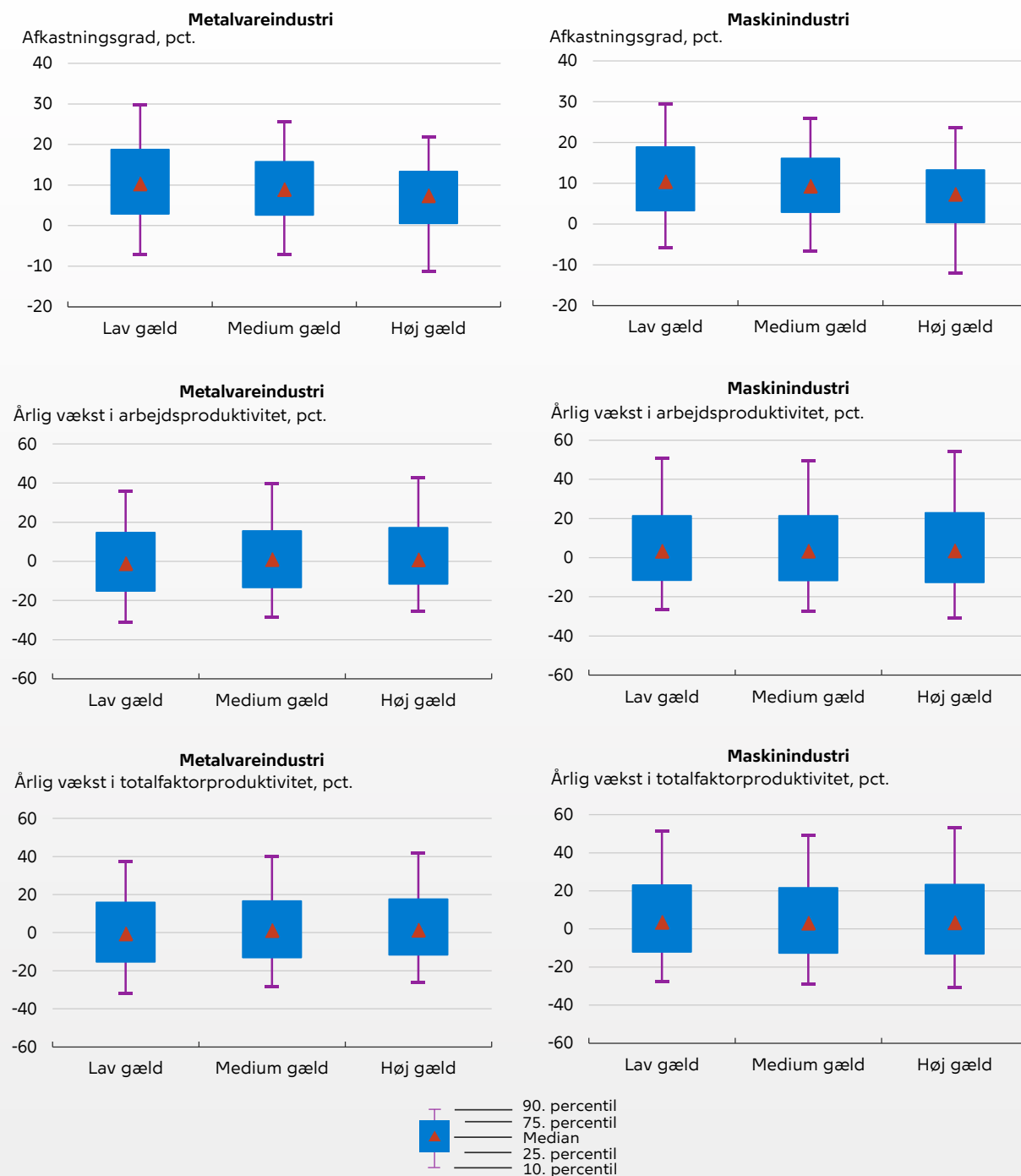
enkelte brancher på basis af virksomhedsspecifikke data.

Inden for brancherne metalvareindustri og maskinindustri synes der eksempelvis ikke at være en klar sammenhæng mellem en virksomheds

kapitalstruktur og dens lønsomhed og produktivitetsvækst, jf. figur 8. Der kan dog måske anes en vis tendens til, at en høj gældskvote giver lavere afkastningsgrad.

**Lønsomhed og produktivitetsvækst for forskellige gældsniveauer i udvalgte industrier**

Figur 8



Anm.: Gældsniveauet refererer til gælden i procent af de samlede aktiver i det foregående år. Lav gæld dækker virksomheder med gældskvoter under 60 pct., medium gæld dækker virksomheder med gældskvoter mellem 60 og 80 pct., mens høj gæld dækker virksomheder med gældskvoter over 80 pct.

Kilde: Egne beregninger baseret på data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

Ovenstående resultater er imidlertid rent deskriptive og omhandler kun to udvalgte brancher. I Abildgren mfl. (2014) er der derfor foretaget en formel økonometrisk analyse af sammenhængen mellem virksomheders kapitalstruktur og deres lønsomhed og produktivitet inden for 42 brancher. Analysen bekræfter, at der ikke eksisterer en klar sammenhæng mellem en virksomheds kapitalstruktur og dens lønsomhed og produktivitet,

jf. boks 1. Samme resultater fås, såfremt analysen foretages på datamaterialet opdelt i tre grupper efter virksomhedsstørrelse (virksomheder med henholdsvis under 10, 10-50 og over 50 fuldtidsbeskæftigede) eller i delperioder (2000-07 og 2008-11). Endelig fås også samme resultater, når virksomhedernes gæld opgøres netto for likvide aktiver.

### Analyse af sammenhængen mellem virksomheders kapitalstruktur og deres lønsomhed og produktivitet med virksomhedsspecifikke data

Boks 1

I analysen af sammenhængen mellem på den ene side kapitalstruktur og på den anden side lønsomhed og produktivitet benyttes virksomhedsspecifikke regnskabsoplysninger fra Danmarks Statistiks regnskabsstatistik for private byerhverv i perioden 2000-11. Landbrug, fiskeri, energi- og vandforsyning, havne mv., jernbane- og busdrift, kreditinstitutter, forsikring og pension, almene boligselskaber, offentlig administration mv. indgår ikke i datagrundlaget.

De vigtigste variable i analysen er indikatorer for kapitalstruktur, lønsomhed og produktivitet. Kapitalstrukturen måles ved gældskvoten, dvs. virksomhedens gæld i procent af de samlede bogførte aktiver. Som mål for lønsomheden benyttes afkastningsgraden beregnet som overskud før skat (tillagt renteomkostninger og lignende) i procent af de samlede bogførte aktiver. Som produktivitetsmål anvendes både arbejdsproduktivitet og totalfaktorproduktivitet, TFP. Arbejdsproduktiviteten opgøres som real værditilvækst pr. fuldtidsbeskæftiget. TFP angiver den del af den reale værditilvækst, som ikke kan forklares med indsatsen af kapital og arbejdskraft. Det kan i forbindelse med TFP være nyttigt at have følgende produktionsfunktion for en given branche i tankerne:

$$(1) \quad Y = AL^{\beta_L} K^{\beta_K}$$

hvor  $Y$  kan være output eller værditilvækst,  $\beta_L \in (0;1)$ ,  $\beta_K \in (0;1)$ ,  $L$  er inputtet af arbejdskraft,  $K$  er inputtet af kapital, mens  $A$  angiver totalfaktorproduktiviteten. Produktionsfunktionen kan være kendetegnet ved faldende, konstant eller stigende skalaafkast. I praksis vil estimation af ovenstående ligning dog medføre en række økonometriske problemer. Derfor anvendes i analysen en metode udviklet af Levinsohn og Petrin (2003), jf. Abildgren mfl. (2014) for en nærmere beskrivelse af data og metode.

For at belyse sammenhængen mellem gældskvoten og lønsomhed estimeres følgende regressionsmodel for hver branche separat:

$$(2) \quad ROA_{i,t} = \alpha + \gamma \cdot DR_{i,t-1} + \theta \cdot \ln(SIZE_{i,t-1}) + \eta \cdot AGE_{i,t-1} + \sum_{t=2001}^{2011} \delta_t \cdot T_t + \varepsilon_{i,t}$$

hvor  $ROA$  er afkastningsgraden for virksomhed  $i$  i periode  $t$  og  $DR$  er gældskvoten. Der kontrolleres desuden for en række oplagte baggrundsvariable, hvor  $SIZE$  er virksomhedens størrelse (målt som antal fuldtidsbeskæftigede),  $AGE$  er virksomhedens alder (i antal år), og  $T$  angiver tidsdummies (indikatorer), der inkluderes for at kontrollere for konjunkturer og strukturelle ændringer over tid inden for den pågældende branche. De forklarende variable på højresiden er laggede i forhold til venstresidevariablen for at adressere det oplagte endogenitetsproblem, der opstår som følge af muligheden for omvendt kausalitet. Dette løser dog ikke alle problemer med endogenitet. Det kan fx tænkes, at der eksisterer en ikke-observeret faktor, som påvirker såvel lønsomhed som gældskvoten, fx hvis virksomheden har et patent, som påvirker dens aktiver, men som også påvirker dens muligheder for finansiering. Der findes ikke et oplagt instrument til at løse dette problem.

For at belyse sammenhængen mellem gældskvoten og produktivitetsvækst estimeres følgende model for hver branche separat:

$$(3) \quad \frac{Z_{i,t+1} - Z_{i,t}}{Z_{i,t}} = \alpha + \gamma \cdot DR_{i,t-1} + \theta \cdot \ln(SIZE_{i,t-1}) + \eta \cdot AGE_{i,t-1} + \sum_{t=2001}^{2011} \delta_t \cdot T_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

hvor  $Z$  er produktivitet (arbejdsproduktivitet eller TFP), dvs. venstresiden angiver produktivitetsvæksten fra år  $t$  til år  $t+1$ . Der inkluderes såkaldte virksomheds-fixed-effects,  $\mu_i$ . Dermed tages der højde for den tidsinvariante del af den uobserverbare forskel blandt virksomhederne inden for hver branche. I modsat fald ville estimation af ligning (3) formentlig delvist afspejle den såkaldte "catching up"-effekt, dvs. lavproduktive virksomheder oplever vækst, da de kan udnytte innovation og teknologiske fremskridt blandt de højproduktive virksomheder.

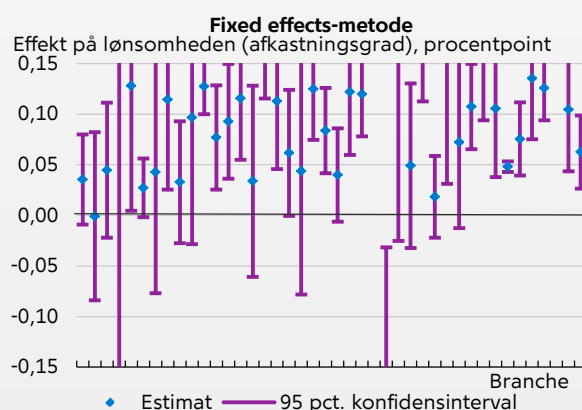
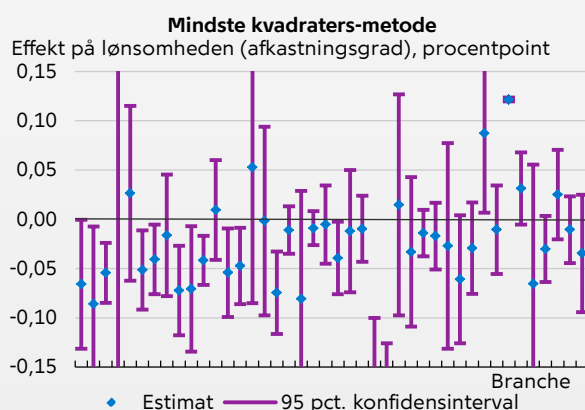
I den endelige stikprøve er virksomhederne inddelt i 42 brancher. Disse er 1) Føde-, drikke-, tobaksvare; 2) Teks- til- og læderindustri; 3) Træindustri; 4) Papirindustri; 5) Trykkerier mv.; 6) Kemisk industri; 7) Medicinalindustri; 8) Plast- og gummiindustri; 9) Glas- og betonindustri; 10) Fremstilling af metal; 11) Metalvareindustri; 12) Elektronikindustri; 13) Fremstilling af elektrisk udstyr; 14) Maskinindustri; 15) Fremstilling af motorkøretøjer; 16) Fremstilling af andre transportmidler; 17) Møbel og anden industri; 18) Reparation og installation af maskiner mv.; 19) Renovation, affaldsbehandling mv.; 20) Bygge og anlæg; 21) Bilhandel og -værksteder mv.; 22) Engroshandel; 23) Detailhandel; 24) Landtransport; 25) Skibsfart; 26) Luftfart; 27) Hjælpevirksomhed til transport; 28) Post og kurertjeneste; 29) Hoteller og restauranter; 30) Udgivervirksomhed; 31) Radio, TV mv.; 32) Telekommunikation; 33) It- og informationstjenester; 34) Advokat, revisor mv.; 35) Arkitekter og rådgivende ingeniører; 36) Forskning og udvikling; 37) Reklame- og analysebureauer; 38) Dyrilæger og anden videnservice; 39) Udlejning og leasing af materiel; 40) Arbejdsformidling, vikarbureauer; 41) Rengøring, anden forretningsservice; 42) Reparation af husholdningsudstyr.

En central antagelse bag resultaterne i analysen i Modigliani og Miller (1958) er, at virksomhederne er homogene og tilhører samme "klasse". Den præcise definition af "klasse" er

ikke angivet, men Modigliani og Miller anfører, at branche kan ses som en approksimation for "klasse": "Our concept of a class, while not identical to that of the industry is at least closely related to it. Certainly the basic characteristics of the probability distributions of the returns on assets will depend to a significant extent on the product sold and the technology used." (side 267 i Modigliani og Miller, 1958). Forskelle mellem forretningsrisiko og kapitalindsats brancherne imellem vil alt andet lige kunne afspejle sig i afkastningsgrad og arbejdsproduktivitet. Analysen på baggrund af virksomhedsdata udføres derfor for hver branche for sig.

Analysen på baggrund af virksomhedsspecifikke data bekræfter konklusionerne fra analysen med de aggregerede, branchespecifikke data. Der synes ikke at være en klar sammenhæng mellem en virksomheds kapitalstruktur og dens lønsomhed, jf. figuren nedenfor (venstre). Opgjort ved et 5 pct.s signifikansniveau er sammenhængen insignifikant i 26 af de 42 betragtede brancher. For visse brancher synes der at være en tendens til, at højere gældskvotegiver lavere afkastningsgrad, men sammenhængen er ikke robust ved hensyntagen til yderligere virksomhedsspecifikke forskelle, jf. figuren nedenfor (højre). Det underbygger, at der ikke synes at eksistere en robust sammenhæng mellem kapitalstruktur og lønsomhed.

### Effekt på lønsomheden af en 1 procentpoints stigning i gældskvoten, mindste kvadraters-metode og fixed effects-metode



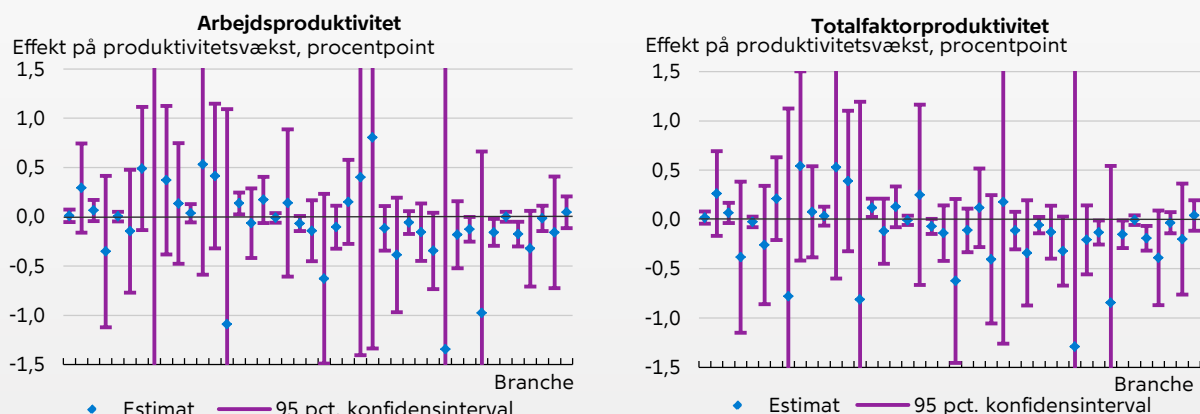
Anm.: Figuren til venstre viser parameterestimer og resulterende 95 pct. konfidensintervaller fra estimation af ligning (2) separat for hver af de 42 brancher. Figuren til højre viser tilsvarende resultater fra estimation af ligning (2), når der inkluderes såkaldte virksomheds-fixed-effects. Gældskvoten angiver gælden i procent af de samlede aktiver. En oversigt over de forskellige brancher fremgår ovenfor. I figuren til venstre benyttes klyngerobuste standardfejl (på engelsk "clustered") på virksomhedsniveau, mens der anvendes robuste standardfejl i figuren til højre.

Kilde: Egne beregninger baseret på data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

I analysen på baggrund af virksomhedsspecifikke data findes heller ikke nogen sammenhæng mellem kapitalstruktur og produktivitetsvækst. Sammenhængen mellem kapitalstruktur og vækst i arbejdsproduktivitet er insignifikant i 38 af de 42 brancher opgjort ved et 5 pct.s signifikansniveau, jf. figuren nedenfor (venstre). Det samme gør sig gældende for sammenhængen mellem kapitalstruktur og vækst i totalfaktorproduktivitet, jf. figuren nedenfor (højre). Analysen i Abildgren mfl. (2014) finder heller ikke nogen entydig sammenhæng mellem kapitalstruktur og produktivetsniveau.

En række robusthedskontroller bekræfter, at der ikke eksisterer en klar sammenhæng mellem en virksomheds kapitalstruktur og dens lønsomhed og produktivitet, fx inkludering af flere *lags* af gældskvoten på højresiden af ligning (2) og (3), estimationer opdelt i delperioder (2000-07 og 2008-11), estimationer opdelt efter virksomhedsstørrelse (henholdsvis under 10, 10-50 og over 50 fuldtidsbeskæftigede) samt estimation udelukkende for virksomheder, der overlever til 2011. Endelig fås samme resultater, selv om virksomhedernes gæld opgøres netto for likvide aktiver.

### Effekt på produktivitetsvækst af en 1 procentpoints stigning i gældskvoten



Anm.: Figuren viser parameterestimer og resulterende 95 pct. konfidensintervaller fra estimation af ligning (3) separat for hver af de 42 brancher og separat for hvert produktivetsmål. Gældskvoten angiver gælden i procent af de samlede aktiver. En oversigt over de forskellige brancher fremgår ovenfor. Standardfejlene er robuste. Arbejdsproduktivitet er opgjort som real værditilvækst pr. fuldtidsbeskæftiget.

Kilde: Egne beregninger baseret på data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

Samlet set indikerer analysen af såvel branche- som virksomhedsspecifikke data, at der ikke er nogen kapitalstruktur, som understøtter lønsomhed og produktivitet bedre end andre. Kapitalstrukturen har betydning for fordelingen af afkastet af virksomheden mellem kreditorer og aktionærer, men ikke for virksomhedens lønsomhed eller niveau og udvikling i virksomhedens produktivitet.

## ADGANG TIL FINANSIERING I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Selv om en virksomheds kapitalstruktur ikke synes at have betydning for dens lønsomhed og produktivitet, kan kapitalstrukturen være vigtig for virksomhedens finansieringsvilkår.

I figur 9 vises andelen af virksomheder, der i 2009-10 fuldt ud fik opfyldt deres ansøgning

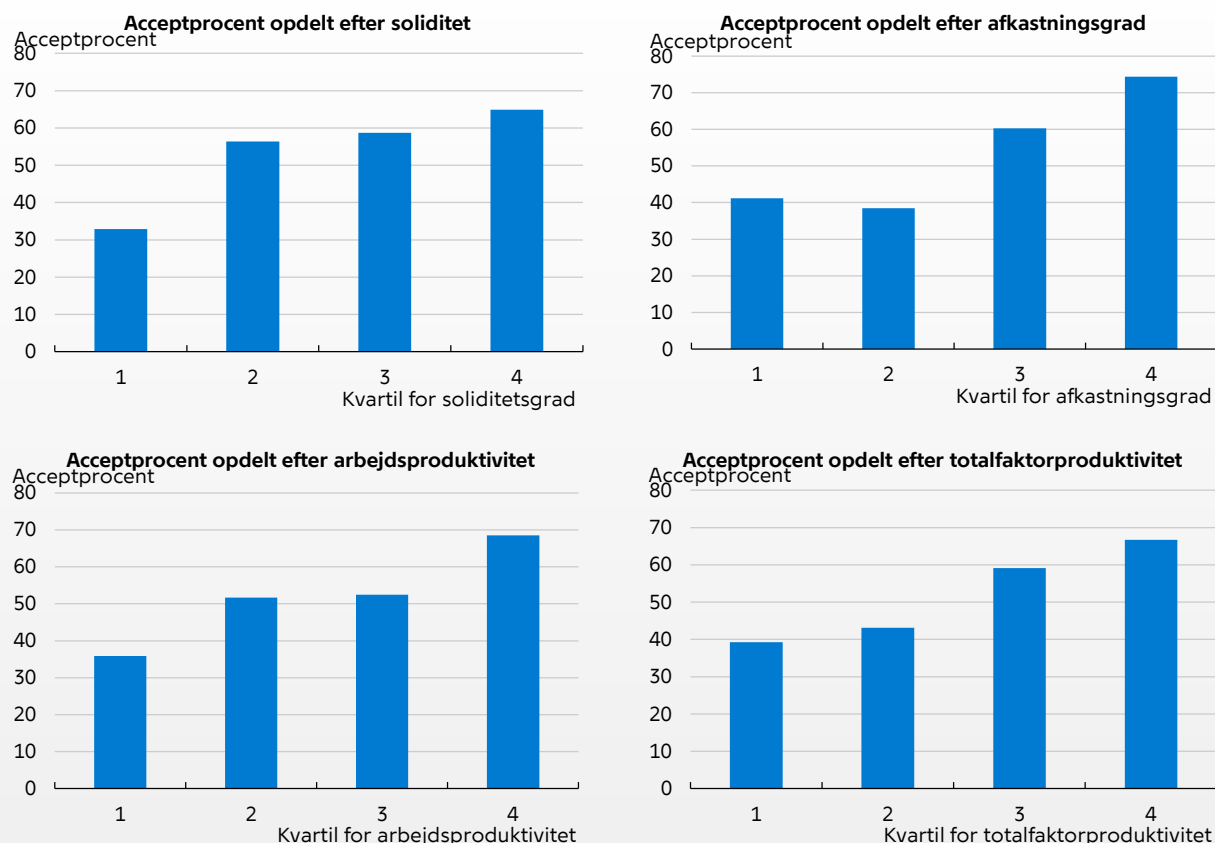
om lånefinansiering i pengeinstitutter, opdelt efter soliditetsgrad, lønsomhed og produktivitet. Datagrundlaget bag figuren er Danmarks Statistiks spørgeskemaundersøgelse<sup>1</sup> om adgangen til finansiering blandt små og mellemstore virksomheder (5-249 ansatte) sammenkoblet med regnskabsstatistikken for private byerhverv. Det fremgår af figuren, at velpolstrede og lønsomme virksomheder generelt havde lettere ved at opnå bankfinansiering end mindre solide virksomheder. Det samme gjorde sig gældende for lånefinansiering via kassekreditter og bevilgede overtræk, jf. også Abildgren mfl. (2013).

Figur 9 indikerer ligeledes, at der var en positiv sammenhæng mellem virksomhedernes produktivetsniveau og deres muligheder for at opnå

1 Jf. Danmarks Statistik (2010).

Udfald af virksomhedernes låneansøgning i pengeinstitutter, 2009-10

Figur 9



Anm.: Figurene viser andelen af virksomhederne, der fuldt ud fik godkendt deres ansøgning om lån i pengeinstitutter. Soliditetsgraden er opgjort som egenkapitalen i procent af de samlede aktiver. Soliditetsgrad, lønsomhed og produktivitet er alle opgjort ultimo 2008. Lønsomhed og produktivitet er justeret for branchespecifikke forskelle. For en nærmere beskrivelse af begrænsningen af stikprøven henvises til Abildgren mfl. (2014).

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

lånefinansiering i pengeinstitutter. Det bekræftes af en nærmere empirisk analyse af sammenhængen mellem adgangen til pengeinstitutlån og virksomhedernes soliditet, lønsomhed samt produktivitetsniveau, jf. boks 2. Resultaterne er uændrede, såfremt der tages hensyn til, at de virksomheder, som ansøger om banklån, adskiller sig fra de virksomheder, som ikke søger om banklån, jf. Abildgren mfl. (2014). I et studie baseret på virksomhedsspecifikke data for Italien 2005-10 finder Albareto og Finaldi (2012) på tilsvarende vis, at virksomheder med høj produktivtetsvækst har lettere adgang til kredit end andre virksomheder.

Danmarks Statistiks spørgeskemaundersøgelse indeholder ligeledes information om små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering i 2007. Selv om disse data skal tages med forbehold, da de først blev indsamlet i 2010, er det værd at bemærke, at der i 2007 ikke var nogen

signifikant sammenhæng mellem udfald af låneansøgning og lønsomhed samt produktivitetsniveau. For 2007 kan der således ikke findes nogen signifikant sammenhæng mellem adgangen til pengeinstitutlån og virksomhedernes lønsomhed og produktivitet. Det understreger, at kreditstandarderne før krisen blev lempet til et uholdbart lavt niveau. I Rangvid-rapporten om finanskrisens årsager peges der ligeledes på de lempelige låneforhold før finanskrisen, jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013).

Ovenstående analyse indikerer, at svagt polstrede virksomheder kan få lettere adgang til finansiering fra pengeinstitutter, hvis de ændrer deres kapitalstruktur i retning af en højere soliditetsgrad. Danmarks Statistiks undersøgelse af små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering dækker kun private ikke-finansielle byerhverv, mens landbrug ikke er omfattet. Tidligere analyser har

I denne boks opsummeres resultatet af en empirisk analyse af sammenhængen mellem adgangen til pengeinstitutlån og virksomhedernes soliditet, lønsomhed samt produktivitsniveau, jf. Abildgren mfl. (2014). Der foretages en regressionsanalyse, hvor sandsynligheden for accept af ansøgning om banklån modelleres som en funktion af soliditetsgrad, afkastningsgrad, produktivitsniveau samt observerbare forskelle i form af virksomhedens størrelse, alder og branche. Sandsynligheden er i tabellen rapporteret som tal mellem 0 og 1.

Analysen viser, at sandsynligheden for at opnå lånefinansiering er større for høj- end for lavproduktive virksomheder, jf. tabel. Kun afkastningsgrad og totalfaktorproduktivitet er individuelt signifikante, når både soliditet, afkastnings-

grad og produktivitet inkluderes simultant i estimationen, hvilket dog må ses i lyset af det øgede antal forklarende variable. Derimod er de fire variable samlet set signifikante ved et signifikansniveau på 1 pct.

Den betragtede model er ikke-lineær, og derfor præsenteres såkaldte marginale effekter. De marginale effekter viser effekten af en stigning på en enhed i den forklarende variabel på sandsynligheden for at opnå accept af ansøgning om banklån. Som eksempel vil en stigning i afkastningsgraden på 5 procentpoint øge sandsynligheden for accept af ansøgning om banklån med 3,7 procentpoint, jf. søjle (2). Endvidere indikerer eksempelvis søjle (1), at en stigning i solvensgraden på 10 procentpoint vil øge sandsynligheden for accept af låneansøgning med 2,5 procentpoint.

## Estimation af sandsynligheden for accept af ansøgning om banklån, 2009-10

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Soliditetsgrad (i pct.)	0,0062** (0,0028) [0,0025]				0,0027 (0,0031) [0,0011]
Afkastningsgrad (i pct.)		0,0182*** (0,0051) [0,0073]			0,0117** (0,0058) [0,0047]
Arbejdsproduktivitet (tusinde 2005-kroner pr. person)			0,0004** (0,0002) [0,0002]		0,0001 (0,0003) [0,0000]
Totalfaktorproduktivitet (tusinde 2005-kroner pr. vægtet produktionsinput)				0,0025*** (0,0007) [0,0010]	0,0016* (0,0009) [0,0006]
Antal observationer	304	304	304	304	304

Anm.: Tabellen viser resultatet af en probit-estimation, hvor der ud over de viste variable er kontrolleret for virksomhedernes antal ansatte, branchetilørsforhold og alder, jf. Abildgren mfl. (2014). Sandsynligheden er her et tal mellem 0 og 1. \*, \*\* og \*\*\* angiver signifikans på henholdsvis 10, 5 og 1 pct.s niveau. Standardfejl er i runde parenteser, og margineffekter i firkantede parenteser. Margineffekterne er evalueret i gennemsnittet af de forklarende variable. Afkastningsgrad og produktivitsniveau er justeret for forskelle på tværs af brancher ved at fratrække medianen i branchen i det pågældende år.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik, jf. Abildgren mfl. (2014).

imidlertid vist, at egenkapitalgrundlaget i mange danske landbrugsbedrifter er svagt, jf. Buchholst mfl. (2014). Desuden har andelen af svagt polstrede bedrifter været stigende de seneste år, jf. figur 10 (øverst til venstre). Denne tendens har været gældende for hele landet, og i særdeleshed for region Midtjylland, region Nordjylland og region Syddanmark, jf. figur 10 (øverst til højre). Tendensen til et svagere kapitalgrundlag har været den samme inden for forskellige bedriftstyper (figur 10, nederst til venstre), men har i høj grad fundet

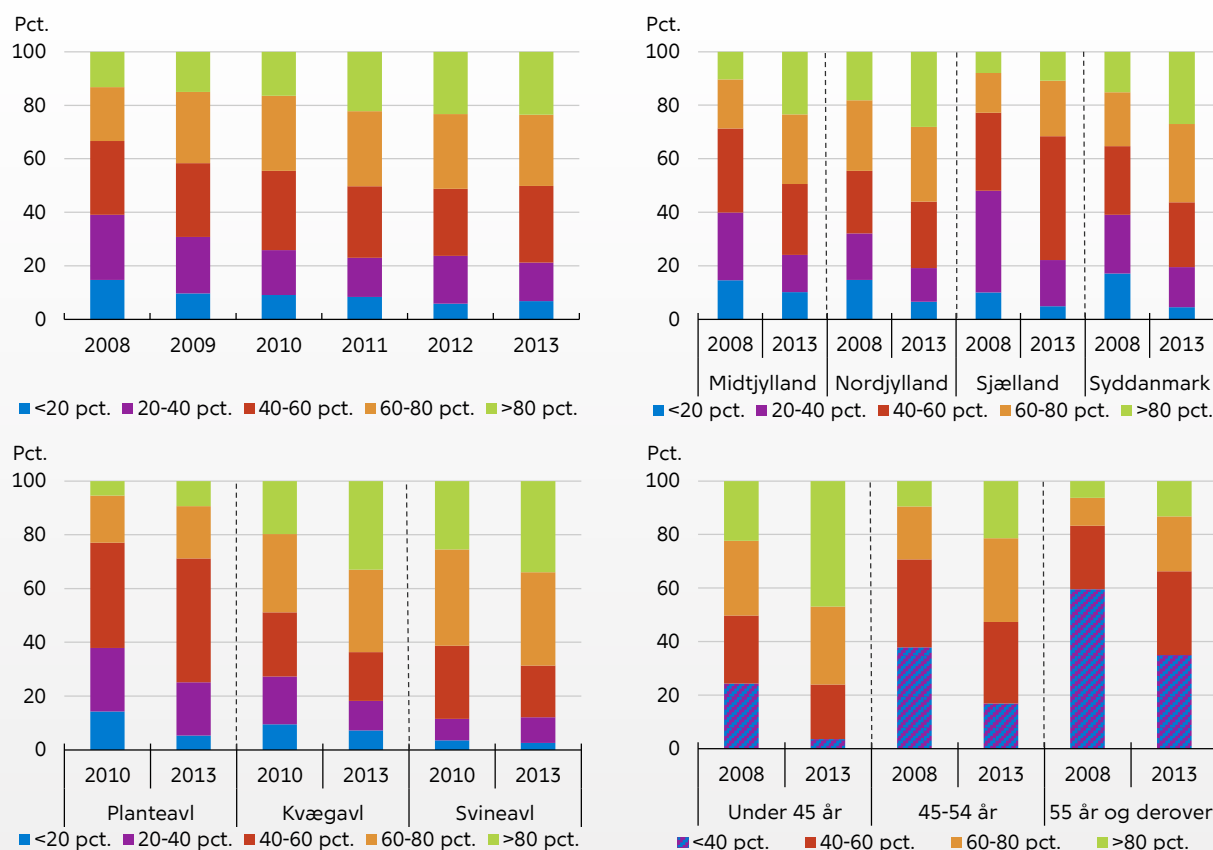
sted blandt yngre og dermed relativt nyetablerede landmænd (figur 10, nederst til højre).

De væsentligste finansieringskilder for landbruget er penge- og realkreditinstitutter. I figur 11 er der foretaget en nærmere belysning af landbrugsbedrifternes optagelse af nye lån i 2013. Omkring 55 pct. af landbrugsbedrifter med en gældskvote over 80 pct. optog lån i 2013. Der er en klar tendens til, at landbrug med høje gældsprocenter i højere grad optog banklån end landbrugsbedrifter med lavere gældsprocenter, som enten



## Landbrugsbedrifter opdelt efter gældskvote

Figur 10

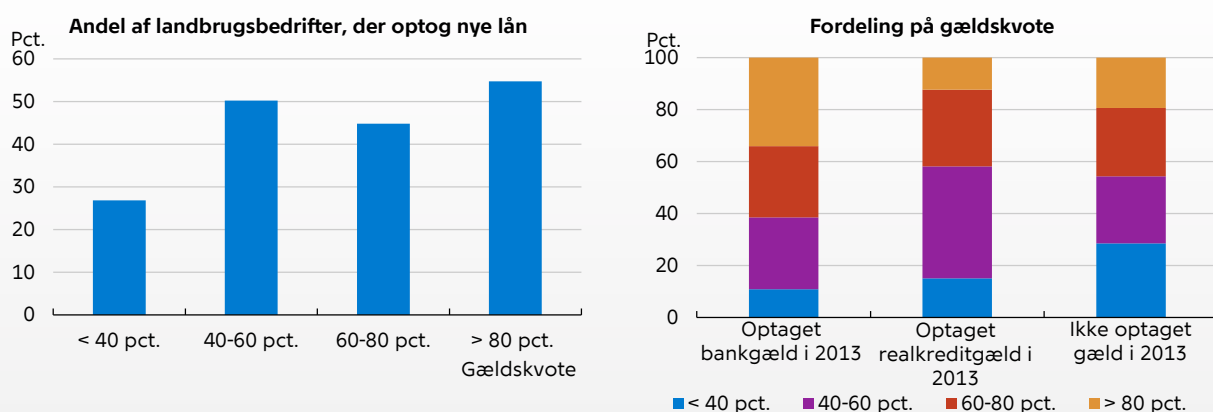


Anm.: Kun heltidsbedrifter. Gældskvoten viser bedriftens gæld i procent af de samlede aktiver. Resultaterne er opregnet til populationsniveau på baggrund af årlige stikprøver omfattende ca. 12 pct. af populationen. Bedrifter i Region Hovedstaden er inkluderet i Region Sjælland (figur øverst til højre). Inddeling af bedrifter efter type (figur nederst til venstre) er først tilgængelig fra 2010. Kvægavl i figuren nederst til venstre omfatter såvel bedrifter med mælkeproduktion som bedrifter med kødproduktion. Aldersinddelingen (figur nederst til højre) er foretaget på baggrund af ejerens alder, og af fortrolighedshensyn er inddelingen af bedrifter i gældskvotegrupperinger mindre detaljeret end i de øvrige figurer.

Kilde: Egne beregninger på basis af data på bedriftsniveau fra Danmarks Statistik.

## Landbrugsbedrifternes optagelse af nye lån i 2013

Figur 11



Anm.: Kun heltidsbedrifter. Landbrugsbedrifter, der optager gæld, er defineret som dem, der har en stigning i den udestående bank- og realkreditgæld i løbet af året, for realkreditgæld dog undtaget stigninger som følge af kursændringer. Der er anvendt en bagatelgrænse på 100.000 kr. for stigningen i henholdsvis bank- og realkreditgæld. Bankgæld omfatter gæld til såvel danske som udenlandske pengeinstitutter, og en stigning i bankgælden kan både skyldes nyudlån og træk på eksisterende kassekreditter. Resultaterne er opregnet til populationsniveau på baggrund af en stikprøve på 1.399 bedrifter (12 pct. af heltidsbedrifterne i Danmark).

Kilde: Egne beregninger på basis af data på bedriftsniveau fra Danmarks Statistik.

ikke havde behov for lån, eller som i højere grad kunne basere sig på realkreditlån, som typisk er lavere forrentet. Videntcentret for Landbrug (2012) har tidligere påpeget, at der for landbrugsbedrifter med høje gældsprocenter vil være klare fordele ved at tilstræbe en større andel af egenfinansiering, såsom mulighed for billigere kreditter, mindre eksponering over for udsving i økonomi og jordpriser samt lettere adgang til kredit i det hele taget.

## ADGANG TIL MARKEDSBASERET FINANSIERING

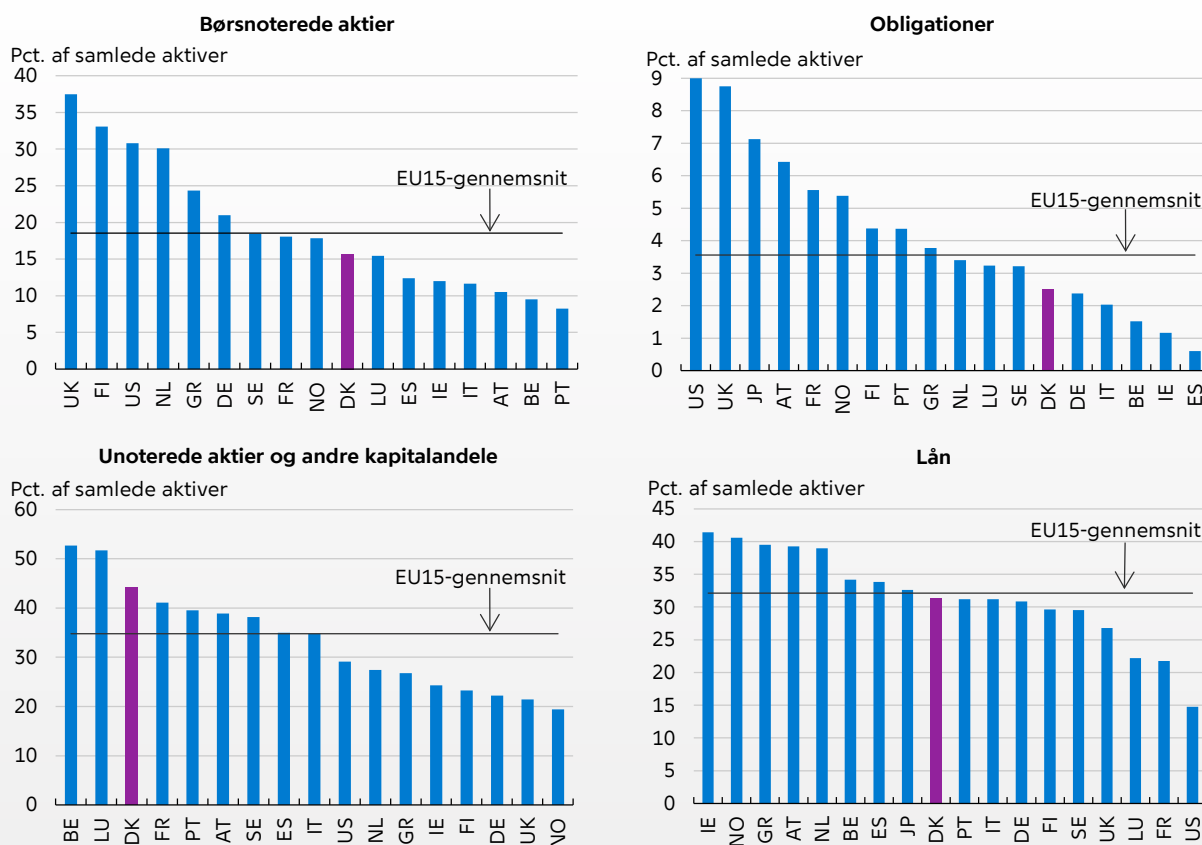
Danske ikke-finansielle virksomheders finansieringsstruktur svarer overordnet set til den gennemsnitlige finansieringsstruktur for virksomheder i de øvrige EU15-lande, jf. figur 12. Danske

virksomheder benytter sig dog i mindre grad af obligationer og børsnoterede aktier og mere af unoterede aktier og andre kapitalandele end gennemsnittet i EU15. Den mere udbredte brug af unoterede aktier i Danmark kan muligvis afspejle betydningen af erhvervsdrivende fonde i dansk erhvervsliv. Det mindre omfang af erhvervsobligationer i Danmark kan tilsvarende afspejle den store danske obligationsfinansierede realkreditsektor, som indirekte giver danske virksomheder basis for at opnå lån mod sikkerhed i fast ejendom på "obligationsmarkeds lignende" vilkår.

I Abildgren mfl. (2014) er der foretaget en nærmere analyse af de børsnoterede danske ikke-finansielle aktieselskabers kapitalstruktur, lønsomhed og produktivitet sammenlignet med unoterede danske aktieselskaber. Analysen er foretaget ved at kombinere virksomhedsspecifikke oplysninger fra Danmarks Statistiks regnskabssta-

**Virksomhedernes finansieringsstruktur i EU15-landene, gennemsnit 1999-2013**

Figur 12

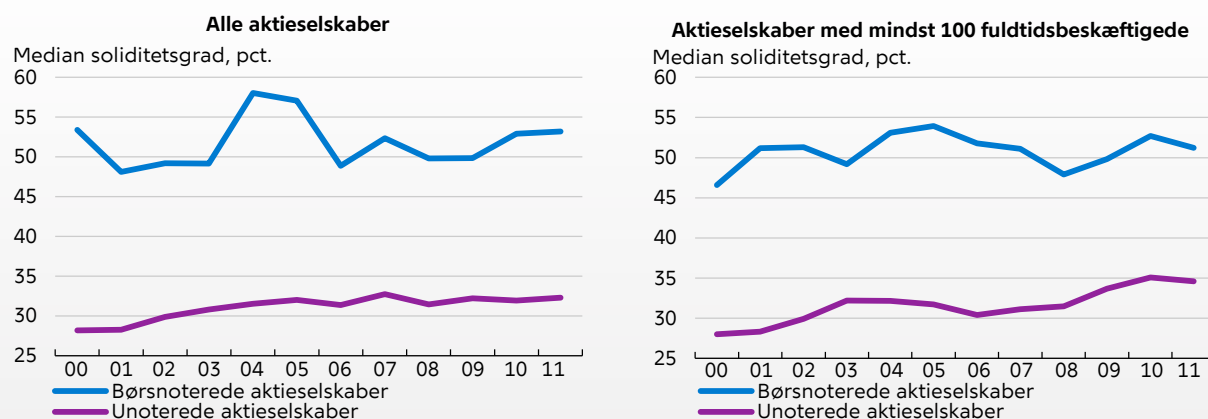


Anm.: Gennemsnit for 1. kvartal 1999 til 4. kvartal 2013. Data for Irland, Luxembourg og Holland dækker ikke hele perioden. Data for Irland begynder i 1. kvartal 2002 og for Luxembourg og Holland i 1. kvartal 2005. Tallene for USA, Japan og Norge er baseret på årlige nationalregnskaber for perioden 1999-2012. Opdelingen på noterede og unoterede aktier er ikke tilgængelig for Japan.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data på sektorniveau fra Deutsche Bundesbank, Oesterreichische Nationalbank, Central Bank of Ireland, ECB, OECD og Eurostat, jf. Abildgren mfl. (2014).

## Soliditetsgrad for danske aktieselskaber

Figur 13



Anm.: Soliditetsgrad er defineret som egenkapital i procent af de samlede aktiver. Datagrundlag består af virksomhedsspecifikke oplysninger fra Danmarks Statistiks regnskabsstatistik for ikke-finansielle byerhverv og virksomhedsspecifikke oplysninger fra Danmarks Nationalbanks værdipapirstatistik.

Kilde: Egne beregninger på basis af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank, jf. Abildgren mfl. (2014).

tistik for ikke-finansielle byerhverv med virksomhedsspecifikke oplysninger fra Nationalbankens værdipapirstatistik.

Analysen viser, at de børsnoterede aktieselskaber er mere velpolstrede med kapital end de unoterede aktieselskaber, jf. figur 13. Det svarer til resultatet fra en tidligere undersøgelse på området, jf. Danmarks Nationalbank og Økonomi- og Erhvervsministeriet (2006), hvor der kontrolleres for en række forhold, herunder virksomhedernes størrelse. Der findes ligeledes en tendens til, at børsnoterede aktieselskaber har et højere produktivitsniveau end unoterede aktieselskaber, mens der ikke er de store forskelle at finde med hensyn til lønsomheden.

## AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Sammenfattende viser analysen, at virksomheder med en høj soliditetsgrad har større fleksibilitet i valget mellem alternative finansieringskilder og større sikkerhed for at opnå den ønskede finansiering. Såfremt fleksibiliteten udnyttes til gældsfinansiering, vil soliditeten alt andet lige falde, og soliditeten skal i givet fald genetableres, såfremt virksomheden skal fastholde samme niveau af fleksibilitet som før gældsfinansieringen.

Analysen indikerer således, at svagt polstrede virksomheder får lettere adgang til finansiering

fra pengeinstitutter, hvis de ændrer deres kapitalstruktur i retning af en højere soliditetsgrad.

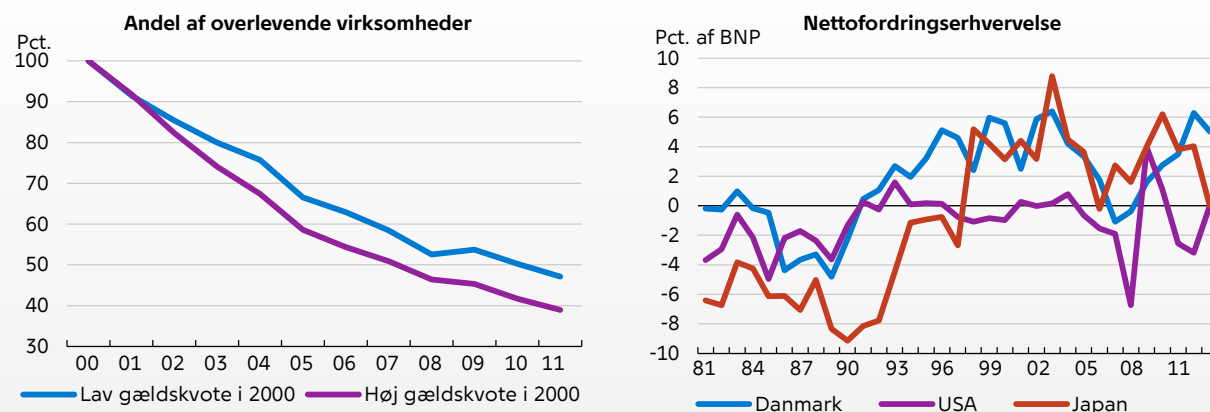
En høj soliditetsgrad gør endvidere en virksomhed mere robust over for stød til udviklingen i økonomien, hvilket igen understøtter stabiliteten i det finansielle system. Det fremgår meget klart af Nationalbankens konkursmodel, at jo mindre en virksomheds gældskvote er, desto mindre er virksomhedens konkursrisiko, jf. Lykke mfl. (2004) og Abildgren og Damgaard (2012). Det gælder, selv om der kontrolleres for virksomhedens størrelse, afkastningsgrad, selskabsform, alder, geografiske tilhørsforhold, branche og den generelle konjunktursituation. Det ses ligeledes ud fra overlevelseskurverne i figur 14 (venstre).

I en række lande har man set eksempler på, at virksomhedssektoren i en længere årrække har haft behov for en massiv konsolidering som følge af en svag kapitalisering i kølvandet på en finansiell krise med store fald i aktivpriser, fx Japan i 1990'erne, jf. Koo (2011) og ECB (2012). En svagt kapitaliseret virksomhedssektor kan således skabe problemer for den makroøkonomiske stabilitet. I Danmark så man ligeledes en kraftig konsolidering i virksomhedssektoren i anden halvdel af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, som var præget af bank- og valutakriser og en usædvanlig lang periode med lav vækst, jf. figur 14 (højre).

Analysen i artiklen indikerer, at der ikke er omkostninger i form af mindre lønsomhed (før skat)

## Overlevelseskurver og ikke-finansielle virksomheders nettofordringserhvervelse

Figur 14



Anm.: Lav gæld dækker virksomheder, hvor gælden i procent af de samlede aktiver udgjorde under 60 pct. i 2000, mens høj gæld dækker virksomheder med en gældskvote over 80 pct. i 2000. Overlevende virksomheder dækker virksomheder med et uændret CVR-nummer i forhold til 2000. Ikke-overlevende virksomheder dækker såvel ophørte virksomheder som virksomheder, der er blevet opkøbt eller på anden vis har skiftet CVR-nummer.

Kilde: Overlevelseskurver: Egne beregninger på baggrund af data for private byerhverv på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik, jf. beskrivelsen af stikprøven i Abildgren mfl. (2014). Nettofordringserhvervelse: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og OECD.

eller ringere produktivitetsniveau eller -udvikling forbundet ved en kapitalstruktur med høj polstring med kapital sammenlignet med en kapitalstruktur med meget gæld (høj grad af gearing). Efter skat kan der dog være en omkostning målt på lønsomheden grundet favoriseringen af gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering i det danske skattesystem.

## LITTERATUR

Abildgren, Kim og Jannick Damgaard (2012), Modeller for bankers nedskrivninger i stresstest af det finansielle system, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Abildgren, Kim, Peter Askjær Drejer og Andreas Kuchler (2013), Banks' loan rejection rates and the creditworthiness of the banks' corporate customers, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 151, nr. 2.

Abildgren, Kim, Mark Niels Strøger Hansen, Carina Moselund Jensen, Mark Strøm Kristoffersen og Oxana Skakoun (2014), Corporate capital structure and profitability, productivity and access to finance, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 91.

Albareto, Giorgio and Paolo Finaldi (2012), Financial fragility and growth prospects: credit rationing during the crisis, *Bank of Italy Working Paper*, nr. 127.

Barton, Sidney L. og Paul J. Gordon (1988), Corporate strategy and capital structure, *Strategic Management Journal*, vol. 9, nr. 6.

Brogaard, Martin og Søren Staal (2011), Developments in total factor productivity within the danish manufacturing sector – reallocation, technical efficiency and capital structure, kandidatspeciale, Aarhus School of Business, Aarhus Universitet.

Buchholst, Birgitte Vølund, Peter Askjær Drejer og Erik Haller Pedersen (2014), Dansk landbrug, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Chittenden, Francis, Graham Hall og Patrick Hutchinson (1996), Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation, *Small Business Economics*, vol. 8, nr. 1.

Coricelli, Fabrizio, Nigel Driffield, Sarmistha Pal og Isabelle Roland (2011), Optimal leverage and firm performance: an endogenous threshold analysis, *Brunel University CEDI Working Paper*, nr. 5.

Danmarks Nationalbank og Økonomi- og Erhvervsministeriet (2006), *Aktiemarkedet og globaliseringen*, Schultz.

Danmarks Statistik (2010), Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering, *TemaPubl*, nr. 1.

De Mooij, Ruud A. og Sjef Ederveen (2008), Corporate tax elasticities: a reader's guide to empirical findings, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 24, nr. 4.

De Økonomiske Råd (2008), *Dansk økonomi*, efterår.

ECB (2012), Comparing the recent financial crisis in the United States and the euro area with the experience of Japan in the 1990s, ECB, *Monthly Bulletin*.

ECB (2013), Corporate finance and economic activity in the euro area. Structural issues report 2013, *ECB Occasional Paper Series*, nr. 151.

Erhvervs- og Vækstministeriet (2013), *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*, Schultz.

Finansrådet (2014), Rapport om risikovillig kapital.

Holmström, Bengt (1979), Moral hazard and observability, *Bell Journal of Economics*, vol. 10, nr. 1.

Jensen, Michael C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, nr. 2.

Koo, Richard C. (2011), The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, *Real-World Economics Review*, vol. 58.

Levinsohn, James og Amil Petrin (2003), Estimating production functions using inputs to control for unobservables, *Review of Economic Studies*, vol. 70, nr. 2.

Lykke, Morten, Kenneth Juhl Pedersen og Heidi Mølgaard Vinther (2004), A failure-rate model for the Danish corporate sector, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 16.

Myers, Stewart C. (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, nr. 2.

Myers, Stewart C. (1984), The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, vol. 39, nr. 3.

Modigliani, Franco og Merton H. Miller (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, vol. 48, nr. 3.

Modigliani, Franco og Merton H. Miller (1963), Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *American Economic Review*, vol. 53, nr. 3.

Nickell, Stephen og Daphne Nicolitsas (1999), How does financial pressure affect firms?, *European Economic Review*, vol. 43, nr. 8.

Nucci, Francesco, Alberto Franco og Fabiano Schivardi (2005), Is firm's productivity related to its financial structure? Evidence from micro-economic data, *Rivista di Politica Economica*, vol. 95, nr. 1.

Produktivitetskommissionen (2014), Skat og produktivitet. Baggrundsrapport.

Pushner, George M. (1995), Equity ownership structure, leverage and productivity: Empirical evidence from Japan, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 3, nr. 2-3.

Tsuji, Chikashi (2013), Corporate profitability and capital structure: the case of the machinery industry firms of the Tokyo Stock Exchange, *International Journal of Business Administration*, vol. 4, nr. 3.

Videncentret for Landbrug (2012), Landbrugets egenfinansiering – udvikling, ønsker og muligheder.

