



Danmarks  
Nationalbank

Kvartalsoversigt  
4. kvartal

2009

D A N M A R K S  
N A T I O N A L  
B A N K 2 0 0 6



## KVARTALSOVERSIGT, 4. KVARTAL 2006

Det lille billede på forsiden viser Arne Jacobsens ur, "Bankers", der blev tegnet til Nationalbank-byggeriet.

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

Kvartalsoversigten er tilgængelig på Nationalbankens websted: [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen  
Redaktør: Anders Møller Christensen

Redaktionen er afsluttet den 24. november 2006.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,  
Informationssektionen,  
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: [info@nationalbanken.dk](mailto:info@nationalbanken.dk)  
[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Kvartalsoversigt – 1. kvartal 2007 planlægges offentliggjort 27. februar 2007.

---

# Indhold

---

Seneste økonomiske og monetære udvikling .....	1
Indenlandske prisers konjunkturfølsomhed .....	21
Bo William Hansen og Dan Knudsen, Økonomisk Afdeling	
Artiklen belyser den indenlandske markedsbestemte inflations (IMI) relation til konjunkturbevægelser og andre pris- og lønindeks, ligesom det diskuteres, hvorvidt IMI kan ses som en indikator for fremtidig inflation. Endvidere diskuteres afgrænsningen af IMI-indekset i appendiks.	
En finansiel vinkel på USAs eksterne ubalance.....	33
Per Flink Iversen, Økonomisk Afdeling	
Artiklen ser på finansieringen af USAs eksterne underskud. Især Asien og de olieeksporterende lande har her spillet en vigtig rolle. Desuden gives mulige årsager til, at USAs nettokapitalindkomst – trods den store udlandsgæld – fortsat er positiv. Hypotesen om "dark matter" har i den sammenhæng været fremsat som forklaring.	
Slovenien: Et økonomisk portræt af det nye euroland.....	49
Niels Peter Hahnemann, Økonomisk Afdeling	
1. januar indtræder Slovenien i euroen som det første af de nye EU-medlemslande efter kun lidt over 2½ års medlemskab. Landet er det mest velstående af de tidligere kommunistiske lande. Økonomien har gennem længere tid været stabil med afdæmpet inflation samt begrænsede underskud på både den offentlige budgetbalance og det løbende betalingsforhold med udlandet. Artiklen gennemgår Sloveniens opfyldelse af konvergenskravene samt de strukturelle forhold i økonomien.	
Relevansen af BNP-vækstrater .....	57
Christian Ølgaard, Økonomisk Afdeling	
Ved vurdering af et lands økonomiske præstation ses ofte på BNP-væksten. Der er imidlertid flere faldgruber knyttet hertil. I artiklen argumenteres der for, at man ved at korrigere BNP-væksten for demografi og bytteforhold får et mere retvisende mål for den økonomiske præstation.	
Afvikling af valutahandler .....	67
Lone Natorp, Handelsafdelingen og Tina Skotte Sørensen, Betalingsformidlingskontoret	
Artiklen beskriver forskellige metoder til afvikling af valutahandler, herunder afvikling via CLS. Endvidere beskrives risici forbundet med disse afviklingsmetoder. BIS har igangsat en international undersøgelse af afviklingsrisiko på valutahandler. I artiklen præsenteres nogle af resultaterne fra den danske del af undersøgelsen.	

IMFs gennemgang af den finansielle sektor i Danmark .....	85
Gitte Wallin Pedersen, Internationalt Kontor	
I 2005-06 havde Danmark et af IMFs grundige eftersyn af den finansielle sektor, FSAP. IMF fandt overordnet såvel systemerne som tilsynet med dem velfungerende. IMFs gennemgang skal ses i lyset af, at de finansielle systemer er afgørende for den økonomiske stabilitet.	
Artikler i Kvartalsoversigten 4. kvartal 2004 – 3. kvartal 2006 .....	99
Pressemeddelelse .....	107
Tabelafsnit	

---

## Seneste økonomiske og monetære udvikling

---

*Oversigten vedrører perioden fra primo september til sidste del af november*

### **SAMMENDRAG**

---

Væksten i verdensøkonomien er høj og bredt funderet. Den økonomiske fremgang i USA er taget af i de seneste kvartaler, men til gengæld er euroområdet kommet op i fart, og der er opsving i Storbritannien og i de skandinaviske lande. Olieprisen er faldet fra starten af august til midten af november, og de lange renter er i hovedtræk aftaget siden juli. Faldet i olieprisen har medvirket til at holde prisstigningerne i ave, og inflationen er moderat på trods af den høje globale vækst.

Der er fortsat højkonjunktur i Danmark med kraftig vækst i både den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel. Kapacitetspresset er øget mærkbart, og importen er vokset, men overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er stadig solidt bl.a. på grund af den stigende eksport af olie. Beskæftigelsen er steget hastigt i 2006, og ledigheden er faldet til det laveste niveau i over 30 år. Presset på arbejdsmarkedet er taget til. Alle regioner og stadigt flere erhverv, herunder store dele af den offentlige sektor, melder om mangel på arbejdskraft, og lønstigningerne er taget til i løbet af året. I 2007 er der udsigt til, at presset på det danske arbejdsmarked bliver øget, så konkurrencen om arbejdskraft stiger. Flexibiliteten på arbejdsmarkedet bliver sat på en alvorlig prøve, og risikoen for en skadelig overophedning af den danske økonomi er betydelig.

### **INTERNATIONAL ØKONOMISK BAGGRUND**

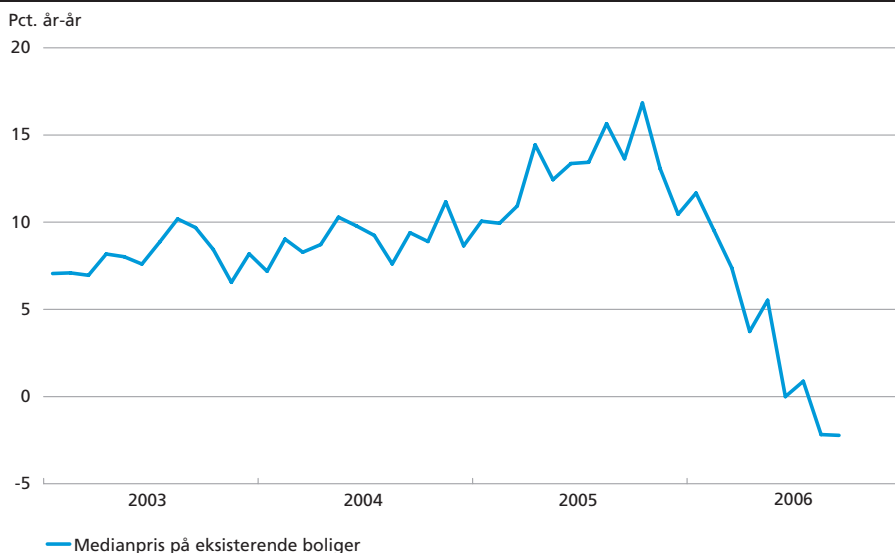
---

#### **USA**

Den økonomiske vækst i USA er aftaget efter flere år med stærke konjunkturer. Ifølge de foreløbige nationalregnskabstal voksede økonomien med 0,4 pct. fra 2. til 3. kvartal 2006, hvilket er den laveste kvartalsvise vækstrate siden 1. kvartal 2003. Den lavere økonomiske vækst skyldes især, at boligmarkedet er ved at køle af efter en årrække med stærke prisstigninger. Huspriserne var lavere end året før i august og september, jf. figur 1, og boliginvesteringerne er faldet i de seneste to kvartaler. Afmatningen på boligmarkedet har dog ikke vist sig i det private

ÅRLIG VÆKST I AMERIKANSKE BOLIGPRISER

Figur 1



Anm.: Medianobservationen af registrerede salgspriser på eksisterende boliger.  
Kilde: EcoWin.

forbrug, der voksede med uformindsket styrke i 3. kvartal 2006. Privatforbruget og erhvervsinvesteringerne er i perioden blevet fremmet af et fald i olieprisen og de lange renter, og forbrugere og virksomheder ser fortsat optimistisk på den nærmeste fremtid, selv om optimismen er dalet siden foråret.

Den amerikanske økonomi er stadig præget af store balanceproblemer. Trods en mærkbar forbedring af det føderale budget var der stadig et underskud på 248 mia.dollar svarende til lidt over 2 pct. af BNP i finansåret 2006, som sluttede 30. september. Forbedringen af de offentlige finanser skyldes primært, at de gode konjunkturer har resulteret i højere skatteindtægter end ventet. Underskuddet på betalingsbalancen har ikke ændret sig væsentligt i løbet af 2006, og udgjorde 6,6 pct. af BNP i 2. kvartal. Underskuddet modsvares af betydelige overskud i de olieeksporterende lande og Asien, jf. artiklen side 33ff om USAs betalingsbalance. De store og voksende ubalancer på vare- og kapitalbalancerne i verdens regioner i form af meget store underskud nogle steder og meget store overskud andre steder kan næppe opretholdes på langt sigt, jf. boks 1.

Beskæftigelsen i USA er vokset i løbet af årets første ti måneder, og ledigheden er faldet til et lavt niveau, så kapacitetspresset i økonomien er blevet større. Lønstigningerne har været moderate under opsvinget, men nogle indikatorer peger på, at lønstigningerne er taget til, og det

## GLOBALE UBALANCER

Boks 1

Underskuddet på den amerikanske betalingsbalances løbende poster er vokset betydeligt siden 2001, og i 2005 var underskuddet på 792 mia.dollar svarende til 6,4 pct. af BNP. Det er især udviklingen i handelsbalancen, der ligger bag.

USAs betalingsbalanceunderskud er det mest tydelige tegn på de globale ubalancer og afspejler især stor indenlandsk efterspørgsel og meget lav opsparing i USA. De sidste par år har øgede udgifter til energiimport også bidraget til, at underskuddet er vokset.

Det har været muligt for USA at oparbejde underskuddet, da en række andre lande har haft en voksende opsparingskvote og dermed har været villige til at finansiere det amerikanske forbrug. Det tilskrives bl.a., at der i Asien og i stigende grad også i Europa skønnes at være et demografisk betinget ønske om en høj opsparing.<sup>1</sup> Hertil kommer, at den høje oliepris har øget betalingsbalanceoverskuddet i de olieeksporterende lande. De globale ubalancer har indtil videre ikke forårsaget synligt store problemer i verdensøkonomien. Forsat store betalingsbalanceunderskud i USA vil resultere i en udlandsgæld, der nok kan finansieres på kort sigt, men som risikerer at blive uholdbart stor på lang sigt.

Før eller siden skal ubalancerne reduceres. Det kan ske via flere kanaler, men det er ikke realistisk at forvente, at større amerikansk eksport alene kan lukke underskuddet – dertil er USAs import for stor i forhold til eksporten. Opsparingskvoten i USA må øges, både blandt husholdninger og i den offentlige sektor. En strammere amerikansk finanspolitik kunne bidrage hertil.

En lavere opsparingstilbøjelighed i Asien og i de olieeksporterende lande ville bidrage til genopretningen af de globale balancer. Den afdæmpning, der er indtruffet i den amerikanske økonomi, vil formentlig reducere USAs import og gradvist forbedre den amerikanske betalingsbalance. Der er dog tale om en konjunkturmæssig tilbagegang, som ikke i sig selv kan løse balanceproblemerne på længere sigt.

Det har stor betydning for den globale økonomi, og især den amerikanske, om tilpasningen af ubalancerne bliver pludselig og stor eller mere langvarig og moderat i styrke. En langsom tilpasning er det mest sandsynlige, bl.a. fordi opsparingstilbøjeligheden uden for USA som følge af den demografiske udvikling formentlig ikke aftager foreløbigt. En hurtig genopretning af de globale balancer kan til gengæld få store negative konsekvenser for den globale vækst, da det vil kræve en markant højere opsparing i USA og dermed lavere amerikansk vækst. Det vil påvirke væksten i resten af verden. En hurtig tilpasning af ubalancerne vil givetvis svække dollarkursen, hvorved den negative påvirkning af væksten i verdensøkonomien forstærkes. En markant depreciering af dollaren kan desuden skabe usikkerhed og ustabilitet på de globale finansielle markeder.

<sup>1</sup> Se bl.a. IMF (2005), World Economic Outlook, September og Ben Bernanke (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit". Remarks at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, April 14.

indenlandske prispres målt ved kerneinflationen er øget siden årets begyndelse. Aftagende vækst i den amerikanske økonomi kan dog lette presset på priserne, der i oktober var 1,3 pct. højere end i samme måned sidste år målt ved forbrugerprisindekset, dog 2,7 pct., hvis man ser bort fra energi og fødevarer.

Med henvisning til svagere vækst og aftagende pres på inflationen fastholdt den amerikanske centralbank den pengepolitiske rente på 5,25 pct. på rentemøderne i september og oktober. De fleste markedsdeltagere forventer, at den pengepolitiske rente i USA forbliver på dette niveau året ud.

### **Japan og Kina**

I Japan er det økonomiske opsving fortsat med høj vækst i eksporten, og tilliden blandt virksomheder og forbrugere var stadigvæk høj i årets tredje kvartal. Trods opsvinget i økonomien er forbrugerpriserne kun steget beskedent i år. I september 2006 lå forbrugerpriserne 0,6 pct. over niveauet i samme måned sidste år, men når der ses bort fra friske fødevarer og energi var priserne 0,5 pct. lavere end året før. Den japanske centralbank har holdt sin pengepolitiske rente uændret siden juli, hvor renten blev hævet fra nul til 0,25 pct. I forbindelse med nulrentepolitikken i Japan har det været udbredt at finansiere køb af bl.a. amerikanske værdipapirer med lån i yen. Denne såkaldte "carry trade" har bidraget til en depreciering af yen på omkring fem pct. siden foråret.

Den kinesiske økonomi er fortsat med at vokse i et meget højt tempo i de første tre kvartaler af 2006 med årlige BNP-vækstrater på omkring 10 pct. Fremgangen i økonomien skyldes bl.a., at investeringerne er steget kraftigt. Det har ført til bekymring for overinvesteringer, hvorfor flere politiske tiltag for at dæmpe investeringslysten er sat i værk. Den kinesiske centralbank har desuden hævet sin udlånsrente med i alt 54 basispoint i den forløbne del af 2006. Overskuddet på handelsbalancen er vokset yderligere i år, og efter årets første ni måneder var det samlede handelsoverskud allerede større end overskuddet i hele 2005. De store handelsoverskud har medvirket til, at valuta er strømmet til Kina. For at begrænse en styrkelse af valutaen har den kinesiske centralbank fortsat de seneste års store opkøb af valuta, og i september nåede de kinesiske valutareserver op på 988 mia.dollar svarende til ca. 44 pct. af Kinas BNP. Centralbanken har dog tilladt en mindre appreciering af den kinesiske valuta. I midten af november var valutaen steget med knap 5 pct. over for dollar i forhold til kursen i juli 2005, hvor centralbanken ophørte med at føre en streng fastkurspolitik over for dollar.

### **Europa**

Den økonomiske aktivitet i euroområdet er tiltagende. I 2. kvartal 2006 var BNP 2,7 pct. højere end i samme kvartal sidste år, og de foreløbige nationalregnskabstal peger på fortsat fremgang i 3. kvartal. Væksten skyldes primært den indenlandske efterspørgsel, herunder især de faste investeringer. Det private forbrug er vokset mere beskedent, men for-

brugertilliden i euroområdet er steget fra juni til oktober, og data for detailomsætningen peger på fremgang i privatforbruget i 3. kvartal. I Tyskland forhøjes momsens efter nytår fra 16 til 19 pct. på store dele af privatforbruget. Derfor forventes det private forbrug at stige frem til årsskiftet, og ifølge de foreløbige nationalregnskabstal for 3. kvartal er forbrugerne så småt begyndt at reagere på momsforhøjelsen.

Industriproduktionen i euroområdet steg i løbet af sommeren, og optimismen blandt virksomhederne var fortsat høj i oktober og indikerede, at de gode konjunkturer fortsætter. Virksomheder og analytikere i Tyskland forventer lidt svagere vækst om et halvt år vurderet ud fra de to tyske konjunkturbarometre, Ifo og ZEW, i 3. kvartal 2006. Det afspejler formentlig den tyske momsforhøjelse og forventninger om højere finansieringsomkostninger på grund af en strammere pengepolitik. I Italien er der også udsigt til finanspolitiske stramninger. De finanspolitiske stramninger, effekten af renteforhøjelserne det seneste år og afsmittende effekter fra den lavere vækst i USA kan dæmpe fremgangen i euroområdet i 2007.

Opsvinget i euroområdet har øget beskæftigelsen og nedbragt arbejdsløsheden til 7,8 pct. i september. Lønstigningerne har været svagt tiltagende på et lavt niveau i den forløbne del af 2006. Energipriserne faldt siden sommeren, og i september kom inflationen i euroområdet målt ved HICP-indekset ned under 2 pct. for første gang siden begyndelsen af 2005. Kerneinflationen målt ved HICP ekskl. fødevarer, energi, alkohol og tobak har været forholdsvis lav og stabil siden begyndelsen af 2005, jf. figur 2.

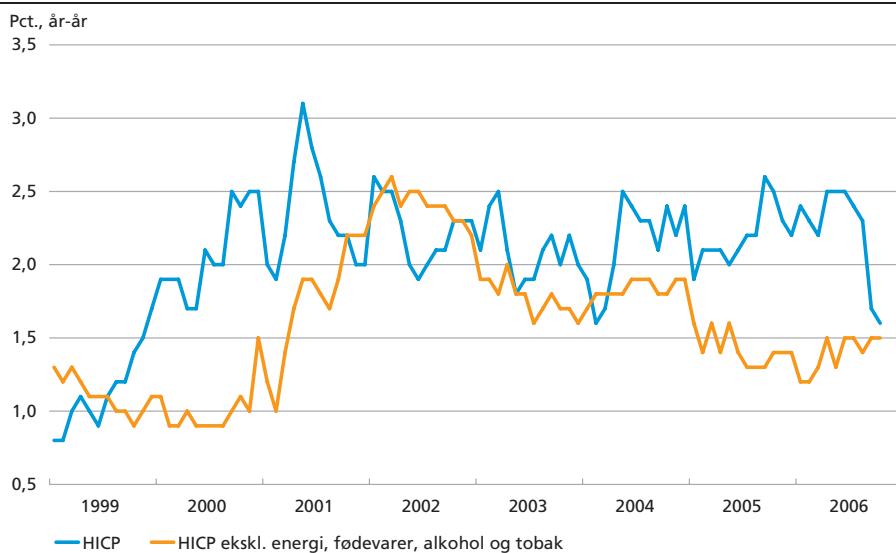
Den Europæiske Centralbank, ECB, forhøjede minimumsbudrenten med 25 basispoint til 3,25 pct. i oktober med henvisning til risikoen for øget inflation i euroområdet som følge af højere økonomisk vækst samt stærkt stigende pengemængde og udlån. Det er fjerde gang i år, at ECB har forhøjet sin pengepolitiske rente, som fortsat er lav og stimulerer aktiviteten, og pengemarkedet har indregnet yderligere en stigning i år.

I Storbritannien steg BNP med 0,7 pct. fra 2. til 3. kvartal 2006 ligesom i de foregående fire kvartaler. Fremgangen i økonomien har trukket flere ind i arbejdsstyrken, som er steget hastigt i 2006. Det skyldes bl.a. indvandring fra især de nye EU-lande, hvor Storbritannien har været meget liberal. Det større arbejdsudbud har bidraget til at holde lønstigningsstakten nede. Inflationen har siden foråret været lidt over målsætningen på 2 pct. målt ved den årlige stigning i forbrugerprisindekset, og Bank of England forhøjede den pengepolitiske rente til 5,0 pct. på rentemødet i november.

De skandinaviske økonomier er også i fremgang. Både Sverige og Norge befinder sig i en højkonjunktur, og manglen på arbejdskraft

## INFLATIONEN I EUROOMRÅDET

Figur 2



Kilde: EcoWin.

er tiltaget i henhold til konjunkturindikatorerne. Inflationen har været lavere end centralbankernes målsætning, og lønstigningerne er forblevet moderate i begge lande indtil nu. Riksbanken satte sin pengepolitiske rente op med 25 basispoint til 2,75 sidst i oktober, og Norges Bank forhøjede sin pengepolitiske rente til 3,25 pct. i starten af november.

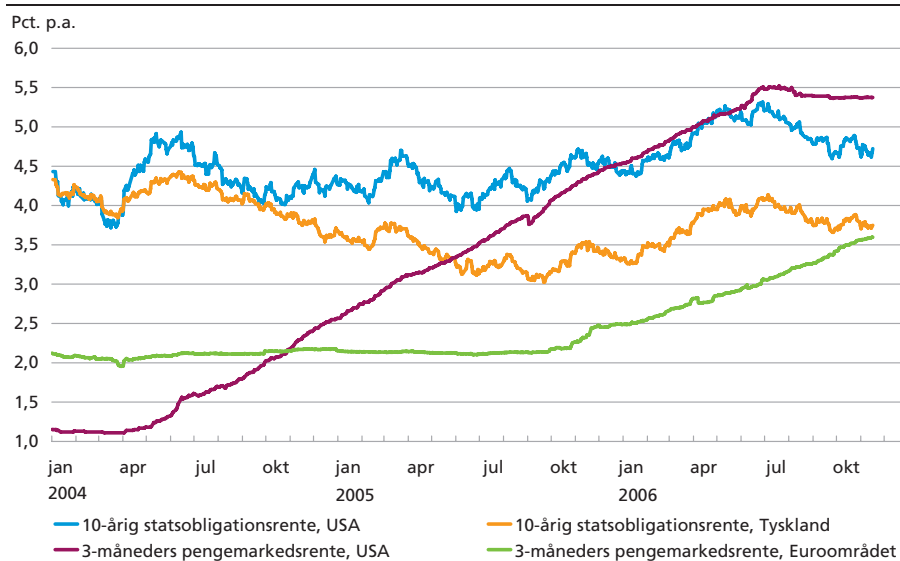
## DE INTERNATIONALE RÅVARE- OG FINANSMARKEDER

De fleste råvarer er blevet dyrere i den forløbne del af 2006. Trods et fald i prisen på olie på 25 pct. fra begyndelsen af august til oktober, lå olieprisen i midten af november fortsat over det gennemsnitlige niveau i 2005. Priserne på råvarer ekskl. energi steg kraftigt i årets første 10 måneder, og var i oktober på det højeste niveau i mange år målt ved IMF's indeks.

Med udsigt til svagere vækst i den amerikanske økonomi og lavere inflationsforventninger begyndte den 10-årige statsobligationsrente i USA at falde i juli 2006, og faldet fortsatte i efteråret, jf. figur 3. De korte amerikanske renter har ligget forholdsvis stabilt siden juli, hvilket afspejler, at den amerikanske centralbank har holdt sin pengepolitiske rente uændret i perioden. Den lange rente i Tyskland er faldet svagt siden juli, mens de korte renter i euroområdet er steget, så forskellen mellem de korte og lange renter er blevet mindre, jf. figur 3.

KORTE OG LANGE RENTER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 3



Kilde: EcoWin.

Aktierne i USA og Europa er steget næsten ubrudt siden juni, så tabet fra foråret er mere end genvundet. Stigningen i aktiekurserne tilskrives bl.a. høj indtjeningsvækst, aftagende lange renter og forventninger i markedet om, at den pengepolitiske rente i USA har toppet i denne omgang. Da den pengepolitiske rente i USA toppede i februar 1989 og igen i februar 1995 steg aktiekurserne begge gange i de efterfølgende måneder.

Prisen på en euro målt i dollar har været forholdsvis stabil siden maj i et interval mellem 1,25 og 1,30 dollar pr. euro. I sidste del af november blev dette bånd brudt, og en euro kostede ca. 1,31 dollar mod månedens slutning.

## DANSKE PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Den danske krone har siden september ligget stabilt over for euro på et niveau tæt på centralkursen i ERM2 på 7,46038 kroner pr. euro. Nationalbanken inter文enerede ikke i valutamarkedet i september og oktober, og valutareserven var ca. 180 mia.kr. ved udgangen af oktober. Nationalbanken har kun inter文eneret få gange og for beskedne beløb siden midten af februar, hvor udlånsrenten blev forhøjet med 10 basispoint for at stoppe en betydelig udstrømning af valuta. Set over hele perioden siden februar 2006 har porteføljebevægelserne til og fra Danmark samlet set været tæt på balance. Det løbetidskorrigerede rentespænd mel-

lem den danske og den tyske 10-årige statsobligationsrente lå stabilt på omkring 10 basispoint fra foråret til begyndelsen af september, hvorefter spændet blev indsnævret en anelse.

Nationalbanken fulgte 6. oktober ECBs renteforhøjelse og satte sine rentesatser op med 25 basispoint. Forhøjelserne var ventet i markedet og gav ikke anledning til markedsreaktioner. Efter renteforhøjelsen i oktober var udlånsrenten 3,50 pct. og diskontoen og foliorenten 3,25 pct.

1. januar 2007 indtræder Slovenien i den Økonomiske og Monetære Union, jf. artiklen om den slovenske økonomi side 49ff. Dermed forlader Slovenien ERM2-samarbejdet, så deltagerne i ERM2 reduceres til 7 lande og ECB. Euroen er omdrejningspunktet i ERM2, og de øvrige deltagende valutaer har centralkurser i forhold til euroen, men ikke i forhold til hinanden. Hvis en deltagervaluta bevæger sig ud på en af udsvinggrænserne, er det derfor kun det pågældende deltagerlands centralbank og ECB, som har forpligtelse til at intervenere. De øvrige deltagerlande har ingen interventionsforpligtelse i en sådan situation. At Slovenien forlader ERM2 påvirker således ikke den danske kronens vilkår.

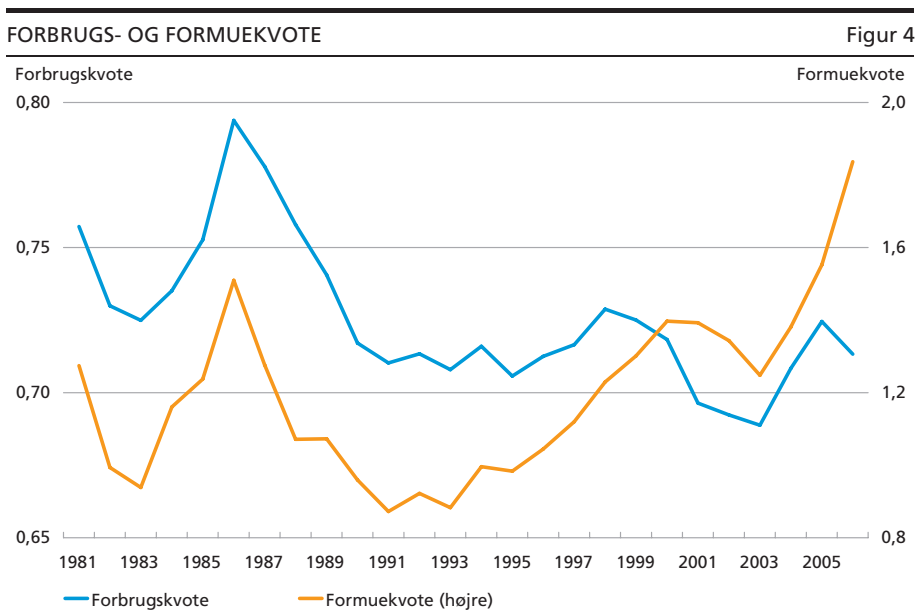
## DANSK ØKONOMI

---

Opsvinget i Danmark er fortsat i 2006 med bred og stærk vækst i efterspørgslen. Det private forbrug og virksomhedernes investeringer er vokset lige så stærkt som i 2005. Eksporten er steget pænt, og danske virksomheder har vundet markedsandele i årets første halvår. Stigningen i virksomhedernes investeringer i maskiner, software mv. siden opsvingets begyndelse er formentlig blevet fremmet af manglen på arbejdskraft. Investeringsfremgangen har øget produktionskapaciteten og dermed givet bedre plads til opsvinget.

Konjunkturindikatorerne for bygge- og anlægssektoren samt industri og service peger på fortsat høj vækst i dansk økonomi. Forbrugerforventningerne ligger også på et højt niveau og indikerer, at fremgangen i det private forbrug fortsætter.

Husholdningernes optimisme og stigende forbrug afspejler især, at de disponible indkomster er vokset. Dertil kommer, at jobsikkerheden er høj, at renteniveauet fortsat er lavt, og at boligejernes formue er øget markant med de seneste års store stigning i boligpriserne. Privatforbruget er vokset betydeligt langsommere end formuen under det nuværende opsving, og husholdningerne har derfor kun i mindre grad omsat de stigende kapitalgevinster til forbrug. Der anvendes således en mindre del af indkomsten på forbrug end under opsvinget i midten af 1980'erne, jf. figur 4.



Anm.: Kvoterne angiver det private forbrug og husholdningernes formue i forhold til den samlede disponible indkomst i den private sektor. Formuen er inkl. værdien af boliger, men ekskl. pensionsopsparing og er opgjort primo året. 2006 er delvis skøn.

Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbanken.

Udlånet til husholdninger og erhverv fra penge- og realkreditinstitutter er øget i den forløbne del af 2006 med omkring 14 pct. på årsbasis. Husholdningerne har taget nye lånetyper til sig, og afdragsfrie lån er blevet stadig mere udbredte og udgjorde i oktober knap 38 pct. af realkreditinstitutternes udlån til ejerboliger og fritidshuse. Andelen af lån med variabel rente i penge- og realkreditinstitutter har ligget stabilt på omkring 60 pct. siden starten af 2005, men andelen er større end for fx fem år siden, så husholdningerne er mere eksponerede over for stigninger i den korte rente end tidligere. Tager man hensyn til, at husholdningerne også har renteindtægter, vil det seneste års renteforhøjelser nedbringe husholdningernes disponible indkomst i 2007 med 0,3 pct., jf. boks 2. Renteforhøjelserne påvirker især den indenlandske efterspørgsel via boligpriser, formue og investeringer, men den afdæmpende effekt i 2007 vurderes at blive begrænset.

Boligpriserne fortsatte med at stige i 3. kvartal 2006 ifølge Realkreditrådets opgørelse, men stigningstakten er aftaget, og antallet af boliger til salg hos ejendomsmæglerne er vokset markant siden februar, jf. figur 5. Prisstigningstakten er stadig høj målt år over år, men prisen på ejerlejligheder i hovedstadsområdet stagnerede fra 2. til 3. kvartal, og en række forhold peger på en normalisering af denne del af boligmarkedet efter flere år med kraftig prisstigning. Antallet af ejerlejligheder til salg er steget kraftigt i 2006, det tager længere tid at sælge dem, og

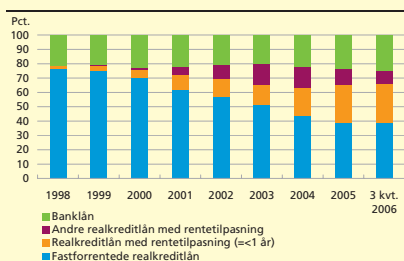
## EFFEKT AF RENTEFORHØJELSER PÅ HUSHOLDNINGERNES RENTEUDGIFTER

Boks 2

Rentetilpasningslån er blevet mere udbredte gennem de senere år, jf. figur. Det har gjort husholdningernes disponible indkomst mere følsom over for udsving i de korte renter.

Vurderet ud fra renteforholdene i midten af november 2006 må husholdningerne forventes at skulle betale lidt over 1 pct. p.a. mere ved refinansieringen af 1-årige realkreditlån i december 2006 sammenlignet med december 2005. Ved udgangen af 3. kvartal 2006 udgjorde husholdningernes lån i realkreditinstitutter med rentetilpasning inden for 1 år i omegnen af 500 mia.kr. Husholdningerne havde desuden lån i

## HUSHOLDNINGERNES LÅN I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER



Anm.: Ultimo perioden.

Kilde: Nationalbanken.

Husholdningernes indlån i pengeinstitutter udgjorde knap 600 mia.kr. ved udgangen af 3. kvartal, og deres beholdning af helt korte realkreditobligationer udstedt til finansiering af rentetilpasningslån tegnede sig skønsomt for andre 30 mia.kr. Tages der højde for dette fås, at husholdningernes nettorenteudgifter efter skat kun skønnes at blive godt 2 mia.kr. højere i 2007 sammenlignet med begyndelsen af 2006 som følge af de højere korte renter. Det svarer til omkring 0,3 pct. både som andel af den disponible indkomst og som andel af det private forbrug. Da nogle husholdninger har lån og indskud, hvor renten er knyttet til den helt korte rente, vil ændringen fra hele 2006 til hele 2007 formentlig blive mindre.

Forbrugseffekten af ændringer i den disponible indkomst varierer formentlig fra husstand til husstand og afhænger ikke mindst af, hvorvidt husstanden har nettorenteindtægter eller -udgifter. Husholdninger med positive nettorenteindtægter har normalt god likviditet og gode lånemuligheder og er derfor mindre følsomme over for ændringer i den disponible indkomst end husholdninger med nettorenteudgifter. Det er derfor sandsynligt, at forbruget reagerer forholdsvis mere på beskæringen af låntagernes disponible indkomst end på forøgelsen af den disponible indkomst hos husholdninger med positive nettorenteindtægter.

pengeinstitutter for knap 450 mia.kr., og rentevilkårene på disse lån må ligeledes antages i stor udstrækning at følge den korte rente. På baggrund af disse forhold skønnes husholdningernes renteudgifter før skat at blive godt 10 mia.kr. højere i 2007 sammenlignet med 2006 som følge af rentestigninger i løbet af 2006. Det svarer til godt 7 mia.kr. – eller omkring 0,9 pct. af det private forbrug – når der tages højde for den skattemæssige værdi af renteudgifter.

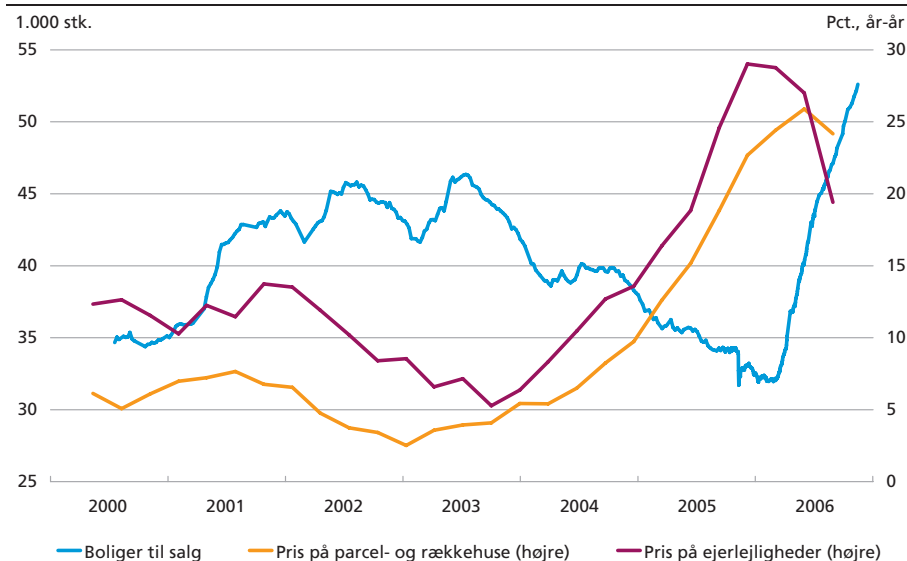
Husholdningerne har samtidigt finansielle aktiver, som er variabelt forrentede.

flere ejerlejligheder sælges med prisnedslag i forhold til den annoncerede pris.

De høje boligpriser har gjort det attraktivt at bygge nyt, og nybyggeriet af lejligheder er steget markant i 2006 og særligt i hovedstadsregio-

BOLIGER TIL SALG PÅ BOLIGSIDEN.DK OG STIGNING I BOLIGPRISERNE

Figur 5



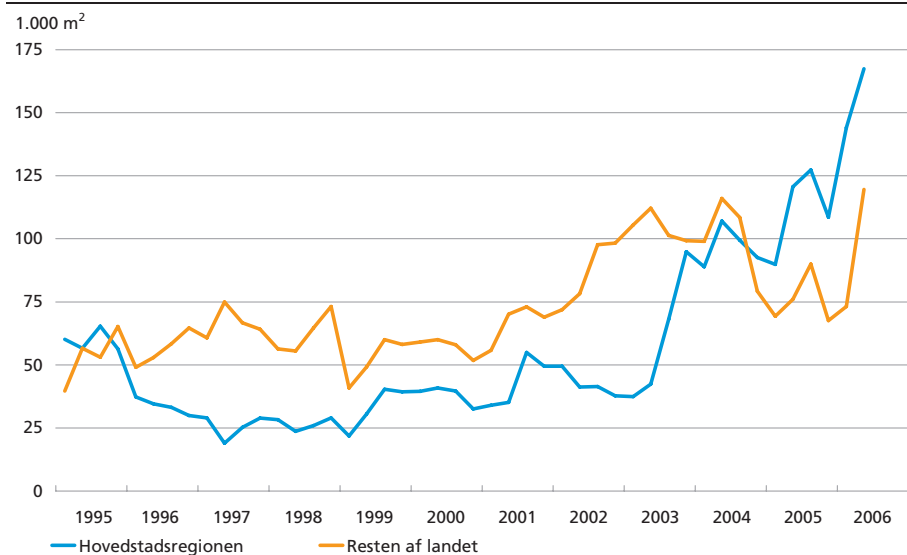
Anm.: Sidste observation for boliger til salg er 20. november 2006.

Kilde: Dansk Ejendomsmæglerforening og Realkreditrådet.

nen, jf. figur 6. Det har øget udbuddet og medvirker til at holde prisstigningerne nede.

NYBYGGERI AF ETAGEBOLIGER

Figur 6



Anm.: Byggeri under opførelse. Hovedstaden omfatter København og Frederiksberg kommuner samt Københavns, Frederiksberg og Roskilde amt.

Kilde: Danmarks Statistik, Nationalregnskabet.

### Betalingsbalance, udenrigshandel og offentlige finanser

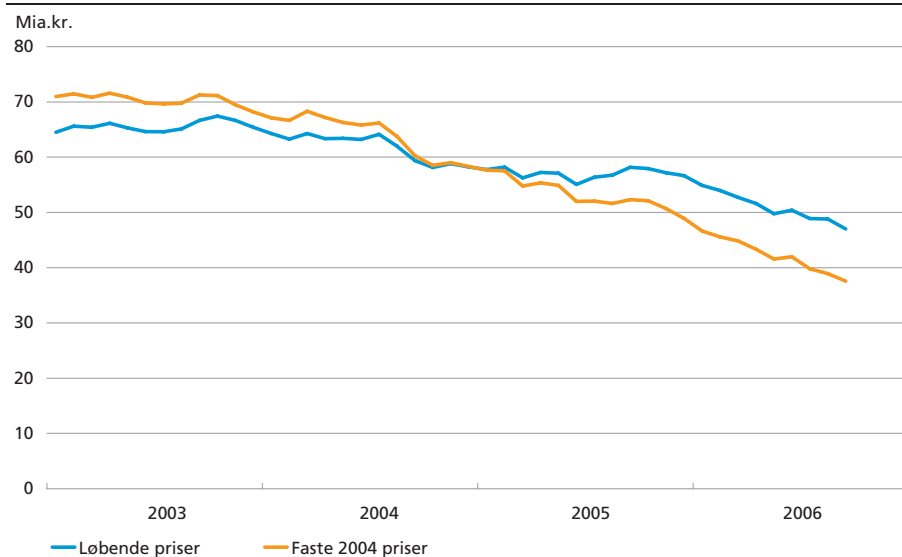
Overskuddet på betalingsbalancen tegner til at blive mindre end i 2005. I årets første ni måneder var det samlede overskud 33 mia.kr., hvilket er knap 11 mia.kr. mindre end i samme periode sidste år. Den høje indenlandske efterspørgsel og den begrænsede kapacitet i dansk økonomi har øget importen og trukket overskuddet på handels- og betalingsbalancen nedad.

Oliepriserne og værdien af energiekporten var højere i efteråret 2006, end da konjunkturopgangen begyndte i 2003. Opsvingets negative effekt på handelsoverskuddet bliver derfor tydeligere, hvis handelsbalancen opgøres i faste priser, jf. figur 7, der viser, at handelsoverskuddet i faste priser næsten er halveret siden opsvingets start. Overskuddet er dog fortsat solidt, og det kan ikke alene tilskrives, at Danmark er nettoeksportør af olie og gas. Eksporten af maskiner samt medicinske og farmaceutiske produkter er også vokset betydeligt siden 2003. Betalingsbalancen er tillige positivt påvirket af øget indtjening fra søtransport og af stigende formueindkomst fra udlandet.

Overskuddet på de offentlige finanser var stort i 2005 og sikrede et samlet nationalt opsparingsoverskud i Danmark, jf. boks 3. Ifølge Finansministeriets prognose fra august bliver overskuddet 50 mia.kr. i 2006 svarende til 3,1 pct. af BNP, men overskuddet kan meget vel blive større. Således var statens overskud større end ventet i september. Pen-

DANMARKS HANDELSBALANCE

Figur 7



Anm.: 12 måneders glidende sum. Ved opgørelsen i faste priser er den sæsonkorrigerede eksport og import deflateret med de respektive enhedsværdiindeks.

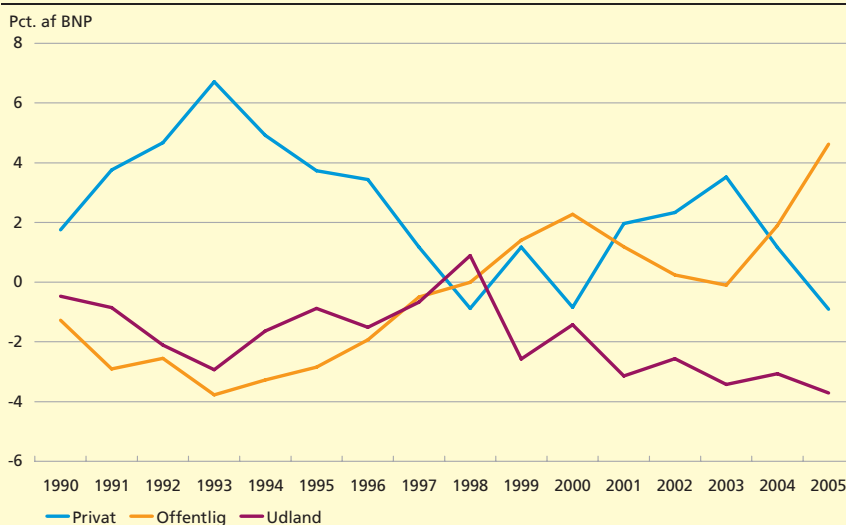
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## OFFENTLIGE BUDGETSALDO OG OPSPARINGSBALANCERNE

Boks 3

Den offentlige budgetsaldo er mærkbart forbedret siden opsvingets start i 2003. I 2005 var overskuddet på de offentlige finanser ca. 70 mia.kr. eller ca. 4½ pct. af BNP, jf. figur. Overskuddet afspejler i høj grad den stærke konjunkturudvikling, der har resulteret i et højere skatteprovenu. Hertil er kommet ekstraordinære store indtægter fra pensionsafkastskatten samt fra beskattningen af olie- og gasproduktionen i Nord-søen, jf. teksten. Det offentlige overskud skyldes et overskud på statens finanser. Konjunkturgevinsterne samt de ekstraordinære skatteindtægter er således først og fremmest tilfaldet staten. Amterne og kommunerne har under ét haft et stigende underskud i de seneste år. I 2005 havde amterne og kommunerne et underskud på henholdsvis 3 og 2 mia.kr. ifølge de foreløbige opgørelser.

## OPSPARINGSOVERSKUD



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det private opsparingsoverskud er forringet i de seneste år og blev i 2005 vendt til et underskud, jf. figur.<sup>1</sup> Det vil sige, at den private sektors efterspørgsel efter varer og tjenester delvist blev finansieret ved en nedbringelse af de finansielle formuer. En forringelse af det private opsparingsoverskud er normalt under et forbrugs- og investeringsdrevet opsving.

Den private sektor omfatter både selskaberne og husholdningerne, og forringelsen af opsparingsbalancen i 2005 kan først og fremmest henføres til husholdningerne, som har investeret i nye boliger, og hvis forbrug voksede hurtigere end de disponible indkomster. Nedgangen i husholdningernes opsparingskvote i 2005 kan, jf. teksten til figur 4, ses som en forholdsvis beskeden reaktion på den stærkt stigende boligformue. Husholdningernes hastigt stigende låntagning er i nogen grad blevet modsvaret af en forøget opsparing i finansielle aktiver, herunder pensionsmidler.

Selskaberne har finansieret de stigende investeringer ud af indtjeningen og fastholdt en finansiell opsparing i 2005.

Summen af det private og det offentlige opsparingsoverskud har i en årrække ligget stabilt på omkring 3 pct. af BNP. Dette samlede nationale opsparingsoverskud kan

FORTSAT

Boks 3

pr. definition også ansues som et opsparingsunderskud for udlandet, jf. figuren, og det svarer stort set til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster.<sup>2</sup> Betalingsbalancen er ikke blevet forværret i samme grad, som det fx var tilfældet under opsvinget i 1990'erne. Det hænger sammen med, at de stigende indtægter fra søfragt og især fra Nordsø-aktiviteterne enten er gået videre som skatteprovenu til den offentlige sektor eller i vid udstrækning er forblevet i selskabssektoren uden at blive udloddet til husholdningerne. Et andet forhold, der kendetegner det nuværende opsving,, er, at forbrugsvoten ikke er øget så meget, som udviklingen i husholdningernes formue umiddelbart ville tilsige. Det har bidraget til at gøre forværringen af den private opsparingsbalance mindre markant end under tidligere opsving.

<sup>1</sup> Opsparingsoverskuddet beregnes som opsparing fratrukket reale investeringer og kapitaloverførsler mv. og angiver opsparingen (netto) i finansielle fordringer. Opsparingsoverskuddet omtales også som den finansielle opsparing eller nettofordringserhvervelsen.

<sup>2</sup> Forskellen på udlandets opsparingsunderskud og betalingsbalancen er nogle beskedne nettokapitaloverførsler mv. til udlandet.

sionsafkastbeskatningens provenu svinger meget fra år til år. I 2002 var provenuet tæt ved nul, mens det i 2005 udgjorde 2,4 pct. af BNP, og i gennemsnit vil provenuet ligge omkring 1 pct. af BNP ved pensionsformuens nuværende niveau. Indtægterne fra beskatningen på olieudvinding i Nordsøen kan også variere en del. Finansministeriet forventer, at indtægterne stiger til mere end 2 pct. af BNP i 2006 på grund af de høje oliepriser i den forløbne del af 2006. På sigt vil olieproduktionen i Nordsøen falde, når reserverne tømmes. Samtidig vil de offentlige udgifter til pension og især ældrepleje stige som andel af BNP i de kommende år. For at sikre, at de offentlige udgifter og indtægter balancerer på langt sigt, anvendes det nuværende overskud bedst til at nedbringe den offentlige gæld. Det vil isoleret set bidrage til at forbedre de offentlige finanser på længere sigt, hvor et stigende udgiftspres kan forventes som følge af befolkningens alderssammensætning.

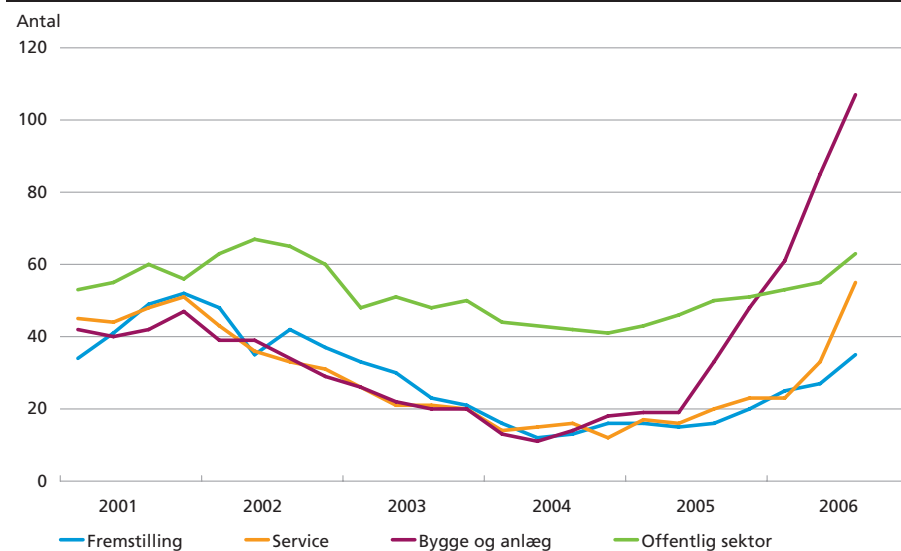
### Arbejdsmarked, lønninger og priser

Beskæftigelsen er steget markant i løbet af det seneste år, særligt i bygge- og anlægssektoren, som både tiltrækker arbejdskraft fra andre sektorer og fra andre EU-lande. Ledigheden nåede i september ned på 117.100 svarende til 4,2 pct. af arbejdsstyrken eller 3,5 pct. med den EU-harmoniserede definition. Det var den laveste ledighedsprocent i EU i september. Den lavere ledighed har øget presset på arbejdsmarkedet, og manglen på arbejdskraft er ifølge de regionale arbejdsmarkedsråd steget i alle sektorer i 2006, især i byggeriet og servicesektoren, jf. figur 8.

For at afhjælpe rekrutteringsproblemerne bruger danske virksomheder og institutioner i stigende grad udenlandsk arbejdskraft. Det afspej-

FLASKEHALSE IFØLGE DE REGIONALE ARBEJDSMARKEDSRÅD

Figur 8



Anm.: De regionale arbejdsmarkedsråd definerer en flaskehals som en mere end midlertidig efterspørgsel efter arbejdskraft med bestemte faglige kvalifikationer, der ikke kan tilfredsstilles med ledig arbejdskraft. Antallet af flaskehalse opgøres på basis af ledige ordrer hos AF og meldinger om udekækket behov for arbejdskraft, der ikke direkte er anmeldt til AF.

Kilde: Arbejdsmarkedsstyrelsen.

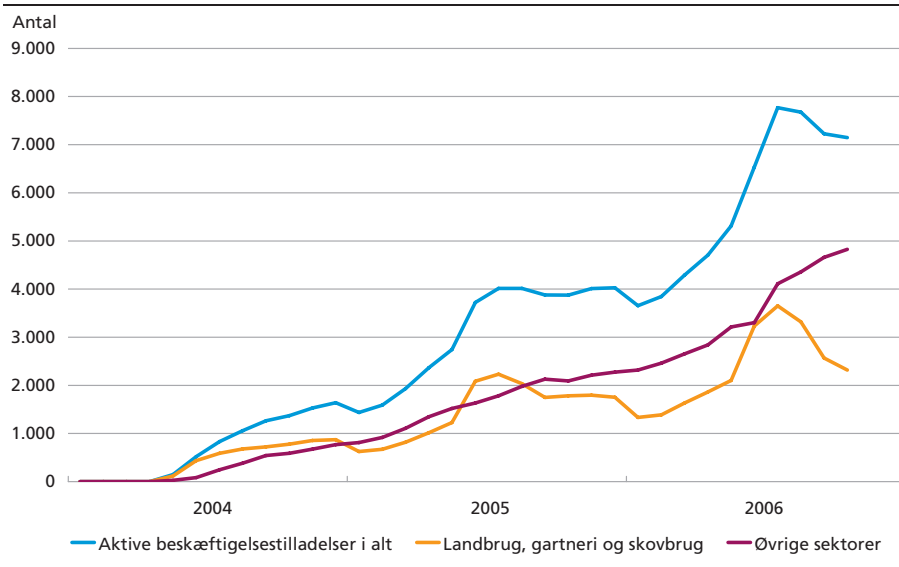
ler sig bl.a. i antallet af ansatte fra de nye EU-lande, som er vokset hastigt siden EU-udvidelsen i 2004, jf. figur 9, svarende til omkring 10 pct. af stigningen i beskæftigelsen i denne periode. Danske virksomheder har desuden fået en del nye ansatte fra Sverige og Tyskland. I løbet af årets første 10 måneder er lidt over 2.500 svenskere begyndt at arbejde i København. Tilgangen er dermed mere end dobbelt så stor som i samme periode sidste år. Den større indsats fra udenlandsk arbejdskraft er også kommet via et øget antal udenlandske virksomheder, der arbejder i Danmark. Således er antallet af momsregistrerede udenlandske bygge- og anlægsvirksomheder i Danmark steget betydeligt under opsvinget. Antallet af medarbejdere i disse virksomheder er ukendt.

Der er månedlig statistik over beskæftigelsestilladelser udstedt til personer fra de nye EU-lande, jf. figur 9, og den beskriver, hvor mange østarbejdere, der er ansat i danske virksomheder. Der er ingen tilsvarende hurtig opgørelse af antallet af personer fra gamle EU-lande, som er ansat i Danmark, da disse ikke behøver en beskæftigelsestilladelse. Trods den større tilgang af udenlandsk arbejdskraft, er bidraget især fra de nye EU-lande fortsat beskedent som andel af arbejdsstyrken.

Regeringen har taget en række initiativer for at imødekomme efterspørgslen efter arbejdskraft, herunder initiativer til at få flere udenland-

AKTIVE BESKÆFTIGELSESTILLADELSER TIL PERSONER FRA NYE EU-LANDE

Figur 9



Anm.: Det er ikke muligt at sæsonkorrigere serien.  
Kilde: Arbejdsmarkedsstyrelsen.

ske arbejdere til Danmark. Initiativerne skal hjælpe danske arbejdsgivere med at rekruttere i udlandet og skal informere udlændinge bedre om jobmulighederne i Danmark. Det tager imidlertid tid, før effekten af disse tiltag kan mærkes.

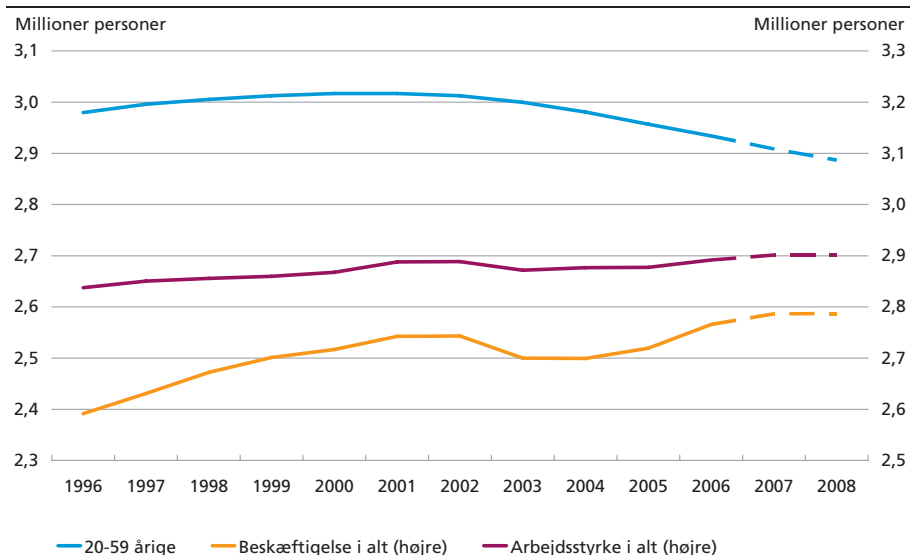
Behovet for at få udenlandsk arbejdskraft til Danmark understreges af, at befolkningen i de mest erhvervsaktive aldersklasser i disse år falder med ca. 20.000 personer om året. Dermed reduceres det befolkningsmæssige grundlag for fortsat vækst i arbejdsstyrke og beskæftigelse, jf. figur 10.

På trods heraf er arbejdsstyrken rent faktisk steget lidt i de seneste år. Det skyldes flere forhold. For det første deltager ca. 40 pct. af den hastigt stigende aldersgruppe bestående af personer fra 60 til 64 år i arbejdsstyrken. Den demografiske betingede arbejdsstyrke er således kun faldet med ca. 6.000 personer om året siden 2003. For det andet er erhvervstilknytningen for personer over 55 år steget i de seneste år. Det skyldes i nogen grad, at mulighederne for at modtage overgangsydelse gradvist er ophørt. For det tredje er der som tidligere nævnt kommet en del udenlandsk arbejdskraft til landet.

De stigende erhvervsfrekvenser og arbejdskraft udefra har tilsammen givet et positivt bidrag til arbejdsstyrken på 10.000 personer årligt, så trods den ugunstige demografiske udvikling er arbejdsstyrken øget med ca. 4.000 personer om året siden 2003.

BEFOLKNING 20-59 ÅR, BESKÆFTIGELSE OG ARBEJDSSTYRKE

Figur 10



Anm.: Beskæftigelsen er opgjort i henhold til Nationalregnskabet, og omfatter således personer over 14 år. Arbejdsstyrken er summen af beskæftigede og ledige. For 2006 og frem er anvendt skøn.

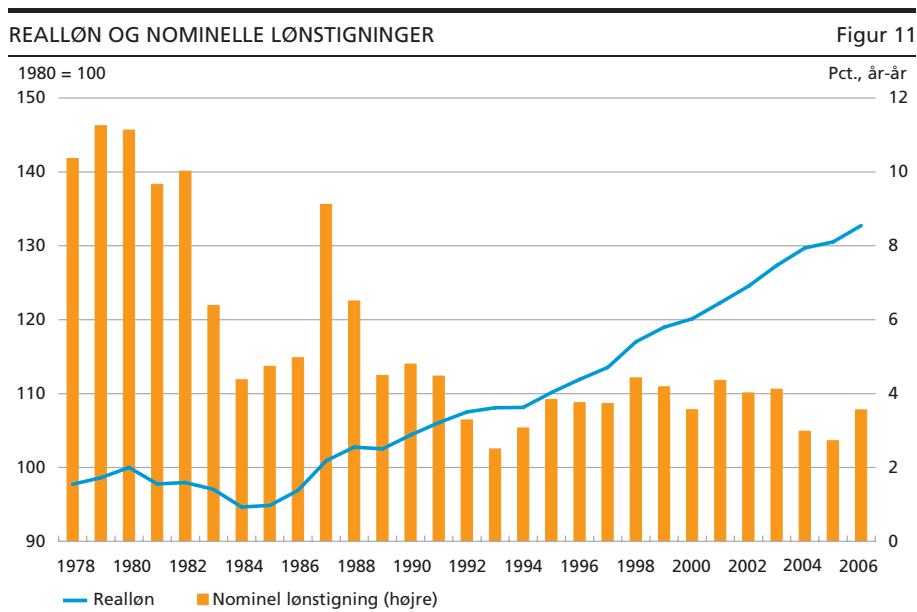
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Muligvis fortsætter de ældres erhvervstilknytning med at stige, og der er som nævnt taget initiativer til at skaffe yderligere udenlandsk arbejdskraft til landet. Arbejdsstyrken falder automatisk med 6.500 personer pr. år fra 2006 til 2010, hvis de aldersbetingede erhvervsfrekvenser er konstante. For at kunne fastholde arbejdsstyrken på sit nuværende niveau skal der derfor enten være en tilsvarende tilstrømning af arbejdskraft udefra, eller også skal de danske erhvervsfrekvenser stige, herunder de ældres erhvervsfrekvens. Da arbejdsløsheden bliver vanskelig at få yderligere ned, er der udsigt til en nogenlunde uændret beskæftigelse.

Manglen på arbejdskraft har vist sig i lønstatistikkerne i de fleste brancher i 2006, især i bygge- og anlægssektoren. Presset på arbejdsmarkedet risikerer at slå ud i stærkere lønstigninger, både ved de sædvanlige lokale forhandlinger og i forbindelse med vinterens overenskomstforhandlinger på flere store områder, herunder bygge- og anlægssektoren samt industrien.

Store stigninger i lønomkostninger pr. produceret enhed vil forringe mulighederne for fortsat vækst og realindkomstfremgang. Den stærke og ubrudte fremgang i reallønnen i løbet af de seneste årtier har været sammenfaldende med moderate lønstigninger, jf. figur 11.

Det strammere arbejdsmarked og det øgede kapacitetspres i 2006 har medført, at det indenlandske prispres er steget, jf. artiklen om inden-



Anm.: De nominelle lønstigninger er den årlige vækst i timelønningerne i industrien. Reallønnen er beregnet som timelønnen i industrien deflateret med forbrugerprisindekset. 2006 er skøn.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

landske prisers konjunkturfølsomhed, side 21ff. Selv om den underliggende inflation således må vurderes at være på vej op, er forbrugerpriserne kun steget beskedent i perioden. Det skyldes, at det udefrakommende prispres er aftaget som følge af lavere priser på energi, og i oktober lå forbrugerprisindekset, HICP, kun 1,4 pct. over niveauet i samme måned sidste år.

Alt i alt vil den fortsatte højkonjunktur og den forventede udvikling i arbejdsstyrken og blandt de beskæftigede stille overordentligt store krav til fleksibiliteten på det danske arbejdsmarked.

Manglen på arbejdskraft sætter også grænser for produktionen. Produktionen vil vanskeligt kunne stige med mere end produktiviteten, som over de sidste 15 år er steget 1,9 pct. p.a., målt som BNP pr. beskæftiget. Da efterspørgslen efter danske varer ventes at stige med 2,5-3,0 pct. i 2007, vokser presset på arbejdsmarkedet.

Det er i virksomhedernes og lønmodtagernes langsigtede interesse, at lønstigningerne ikke skader virksomhedernes indtjening. Presset på arbejdsmarkedet er allerede nu så stort, at der er betydelig risiko for en skadelig overophedning, som vil indebære for store lønstigninger. Det forringer konkurrenceevnen, så den danske økonomi om et par år risikerer at få en hård landing med fald i beskæftigelsen og stigning i ledigheden til følge.

Forliget om finanslovsforslaget for 2007 tilsigter en vækst i det offentlige forbrug på 1,3 pct., hvilket er 0,3 pct. mere end det oprindelige forslag. Finanseffekten er ifølge forslaget neutral, så de offentlige finanser vil ikke bidrage til en afdæmpning af væksten i den indenlandske efterspørgsel. Behovet for at øge tilgangen af arbejdskraft er derfor så meget desto større.



---

# Indenlandske prisers konjunkturfølsomhed

---

*Bo William Hansen og Dan Knudsen, Økonomisk Afdeling*

## INDLEDNING

---

Nationalbanken har siden 1984 løbende opgjort et prisindeks, som beskriver den indenlandske markedsbestemte inflation (IMI). Prisindekset angiver det samlede forbrugerprisindeks rensset for energi, fødevarer, administrerede priser og import. Beregningen af prisindekset bag IMI er senest beskrevet af Hansen og Knudsen (2005).

Begrebet inflation dækker over den vedvarende stigning i det almindelige prisniveau i økonomien. Det ligger i betegnelsen "vedvarende", at inflation ikke bare kan måles med år-til-år stigningen i forbrugerprisindekset. Der udfoldes da også bestræbelser på at rense forbrugerprisindekset for tilfældige udsving, så man bedre ser den trendmæssige prisstigning. Energi og fødevarer er to varegrupper med mange store prissving, og én tilgang er at fjerne disse to grupper fra forbrugerprisindekset. Stigningen i det således reducerede indeks betegnes kerneinflationen. En mere generel tilgang er at fjerne eller nedvægte enhver vare eller tjeneste, hvis pris er steget eller faldet meget.

IMI-indekset har det tilfælles med kerneinflationsindekset, at energi og fødevarer er fjernet, men det er vigtigt at få sagt, at meningen med IMI-indekset ikke er at fange den underliggende inflationstrend. Meningen er først og fremmest at fange den del af prisudviklingen, der er bestemt på et dansk marked<sup>1</sup>. Kriteriet for, at IMI-indekset passer til formålet, er således ikke at indekset udvikler sig jævnt, så det umiddelbart giver en prisstigning med lav volatilitet. Kriteriet er, at IMI-indekset kan relateres til den økonomiske udvikling i Danmark.

I nærværende artikel belyses IMI-indeksets relation til konjunkturbevægelser og andre pris- og lønindeks, ligesom det diskuteres, hvorvidt IMI kan ses som en indikator for fremtidig inflation. Endvidere diskuteres afgrænsningen af IMI-indekset i appendiks.

---

<sup>1</sup> Bank of England har i nogle år på lignende vis opgjort et udtryk for "domestically generated inflation", som viser prisudviklingen på det britiske marked, jf. Bank of England (1998, 2006).

## PRIS PÅ VÆRDITILVÆKST

---

IMI-indekset er relateret til prisen på værditilvækst. Den fremgangsmåde, som anvendes ved opstilling af IMI-indekset, er at rense det samlede forbrugerprisindeks for komponenter, der opfattes som "eksogene" for prisdannelsen på det indenlandske marked. Det drejer sig om energi, fødevarer (inkl. drikkevarer og tobak), administrerede priser og indirekte skatter. Yderligere renses for prispåvirkningen fra importindholdet i de resterende varer og tjenester i IMI-indekset, ligesom et mindre bidrag fra det indirekte energiindhold fjernes, jf. Hansen og Knudsen (2005) om beregningsmetoden. Overgangen fra forbrugerprisindeks til IMI-indeks er illustreret i tabel 1.

Tilsammen har de udrensede poster en betydelig vægt i privatforbruget, så kun knap 35 pct. af den samlede prisdannelse henføres til det danske marked. Man kan diskutere, hvad der skal renses ud af det samlede prisindeks for at få det bedste indeks for den indenlandske markedsbestemte pris. For de fleste varegrupper er der både et eksogent og et indenlandsk markedsmæssigt element i prisen. Fx er der megen indenlandsk forarbejdning i fødevarer. I appendiks er vist, at hvis forarbejdede føde- og drikkevarer medtages, øges IMIs andel til 45 pct. af privatforbruget, men det ændrer kun lidt ved IMI-indeksets forløb at medtage forarbejdede føde- og drikkevarer.

Når virkningen af bevægelserne i importpriserne renses ud, har man et prisudtryk for værditilvæksten ved leverancerne til privat forbrug. Værditilvæksten svarer til produktionen minus input af råvarer og angiver hvad der er til rådighed til aflønning af produktionsfaktorerne. IMI-indeksets udvikling modsvarer således udviklingen i lønninger og bruttoavance (restindkomst) på leverancen af de varer og tjenester, der indgår i IMI-indekset.

---

FRA FORBRUGERPRISINDEKS TIL IMI-INDEKS

Tabel 1

Forbrugerprisindeks (samlet inflation)  
÷ Energi og fødevarer

Forbrugerprisindeks ekskl. energi og fødevarer (kerneinflation)  
÷ Produkter med administrerede priser

Forbrugerprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser  
÷ Indirekte skatter

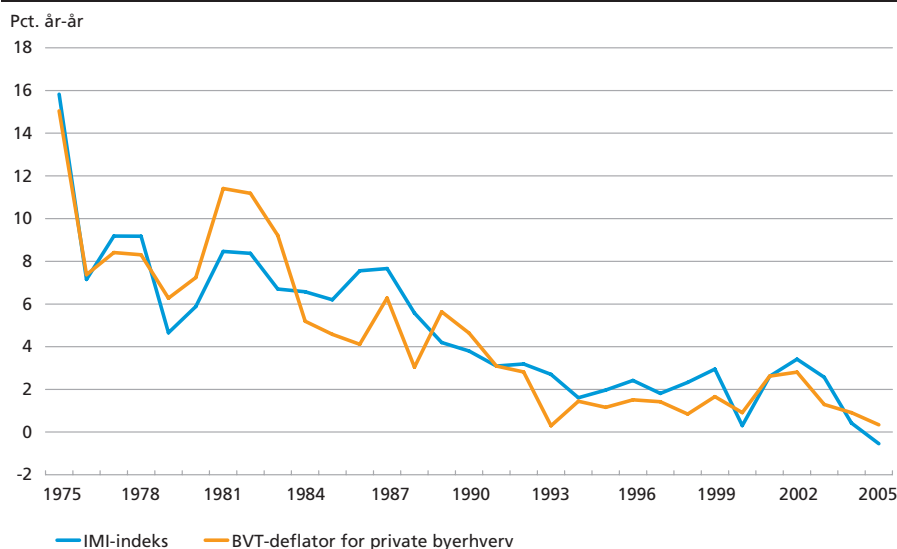
Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser  
÷ Input-output beregnet effekt af energipris (indirekte energiindhold)  
÷ Input-output beregnet effekt af importpris ekskl. energi (importindhold)

IMI-indeks (indenlandsk markedsbestemt inflation)

---

IMI-INDEKS OG BVT-DEFLATOR

Figur 1



Anm.: Årlige gennemsnit.

Kilde: Monabank og egne beregninger.

IMI-indekset relaterer sig til værditilvæksten i fremstillingen af private forbrugsgoder minus værditilvæksten i energiproduktionen, fødevarerproduktionen og i nogle offentlige erhverv. Det er en bred afgrænsning, der omfatter en stor del af fremstillings-, transport-, post-, tele- og sundhedssektoren, ligesom hotel- og restaurationsbranchen og en del virksomheder inden for finansiering og forretningsservice er inkluderet. Bygge- og anlægssektoren, jern- og metalindustrien og den kemiske industri, der fortrinsvis leverer til investeringer og eksport, indgår kun i beskeden grad.

Man kan ikke identificere en egentlig IMI-sektor i nationalregnskabet, da sektorernes værditilvækstdeflatorer, fx elektroniksektorens eller tekstilbranchens, i nationalregnskabet ikke kun afspejler sektorens leverancer til privat forbrug, men også prisen på leverancer til investering, eksport og offentligt forbrug. Tilnærmelsesvis minder IMI-indekset om deflatoren for private byerhverv<sup>1</sup>, jf. figur 1. Samvariationen med et officielt prisindeks fra Danmarks Statistik er betryggende, da IMI-beregningen er baseret på de månedlige forbrugerprisindeks og prisindeks for indenlandsk vareforsyning og derfor ikke nødvendigvis ligger tæt på nationalregnskabets priser, der principielt set afspejler al prisstatistik.

<sup>1</sup> Denne byerhvervssektor er opgjort som de samlede private erhverv ekskl. erhvervene landbrug, boligbenyttelse, energiudvinding samt nettoeksport af andre tjenester end turistbranchens.

## IMI-INDEKSET OG ANDRE PRIS- OG LØNINDEKS

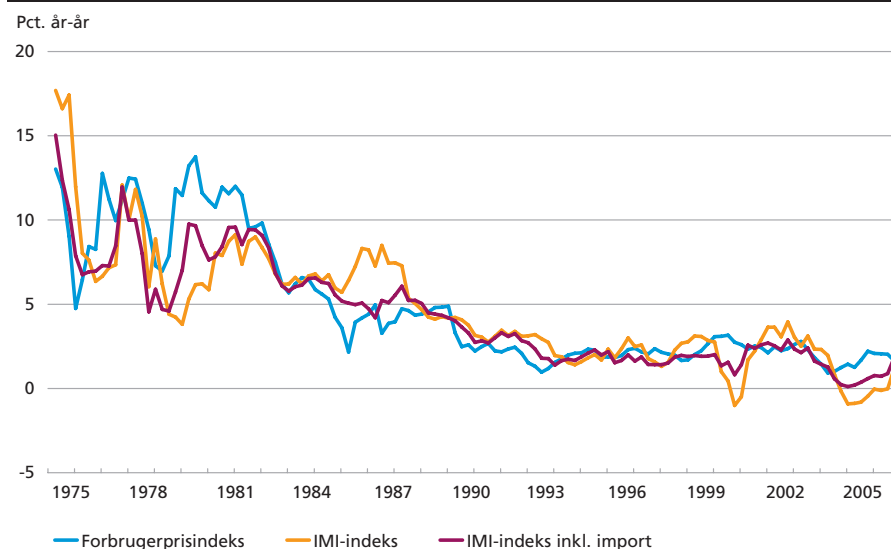
IMI-indekset har mange træk fælles med det samlede forbrugerprisindeks. Fx har stigningstakten i IMI-indekset i gennemsnit været 4,8 pct. år-til-år siden begyndelsen af 1975, mod 4,7 pct. i forbrugerprisindekset. Desuden angiver begge indeks, at inflationen har været lavere efter 1990 end før, jf. figur 2. Der er dog også forskelle, fx svinger IMI de seneste år mere end forbrugerprisstigningen.

Den indenlandske inflation var i slutningen af 1970'erne væsentligt lavere end den samlede inflation, hvilket kan afspejle den svage konjunktursituation med høj ledighed. I midten af 1980'erne var der igen tryk på økonomien, og den indenlandske inflation lå forholdsvis højt, samtidig med at lønudviklingen accelererede, jf. figur 3. De seneste tydelige afvigelser mellem IMI- og forbrugerindeksets udvikling ligger i 2000 og især 2005, hvor IMI-indekset ligefrem faldt år-til-år. Faldet kan afspejle, at kapacitetspresset i 2005 trods alt var for behersket til, at prisstigningerne på import- og energivarer anvendt i produktionen umiddelbart kunne sendes videre til forbrugerne. I 2006 er IMI-indekset begyndt at accelerere, jf. omtalen i Seneste økonomiske og monetære udvikling.

Omkring de netop nævnte episoder er der en tendens til negativ korrelation mellem stigningen i forbrugerprisindekset og IMI-indekset. Det er ikke mindst importpriserne, som gør forskellen på de to indeks. Ud-

FORBRUGERPRISINDEKS OG IMI-INDEKS

Figur 2

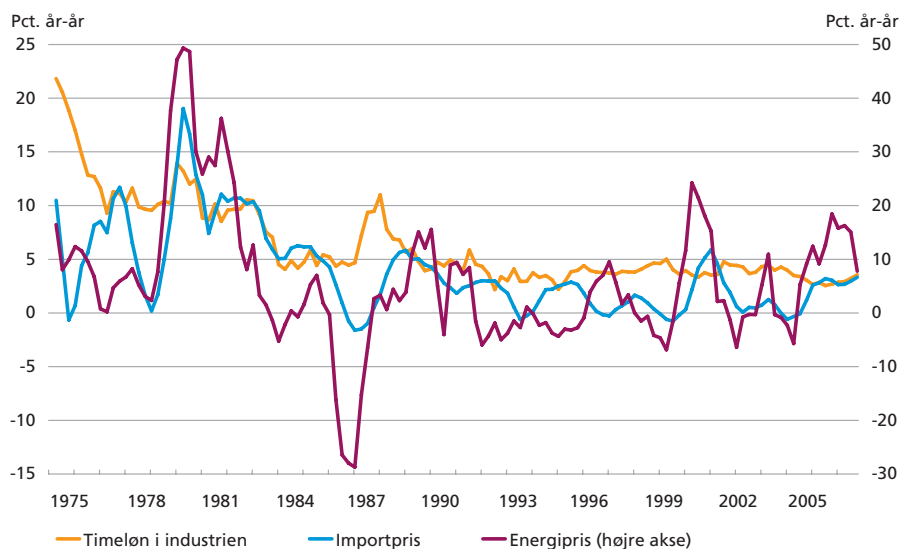


Anm.: Kvartalsvise observationer. Sidste observation er 3. kvartal 2006.

Kilde: Monabank og egne beregninger.

LØN, IMPORT- OG ENERGIPRISER

Figur 3



Anm.: Kvartalsvise observationer. Sidste observation er 3. kvartal 2006.

Kilde: Monabank og egne beregninger.

viklingen i forbrugerprisindekset følges således tættere med udviklingen i IMI-indekset før fraregning af importpriserne.

Som allerede beskrevet minder IMI-indekset om en værditilvækstdeflator, og det betyder at lønomkostningerne er en vigtig forklarende faktor bag udviklingen i IMI-indekset. Desuden betyder trægheden i prisdannelsen, at udviklingen i import- og energipriser afspejles i IMI-indekset. Nærmere bestemt reduceres IMI-indekset ved hop i importprisen<sup>1</sup>. Det samme gør en værditilvækstdeflator, hvis importprisstigningen ikke umiddelbart og fuldt ud overvælttes i produktprisen.

## SAMVARIATION MELLEM IMI OG KONJUNKTURSVING

Da IMI-indekset består af varer og tjenester, hvis prisdannelse er relateret til danske markedsforhold, vil vi også forvente, at IMI-indekset er mere følsomt over for den indenlandske konjunkturudvikling end fx forbrugerprisindekset. Samtidig er der grund til at tro, at et prisindeks for værditilvækst har et anderledes reaktionsmønster end priser på forbrugsvarer- og tjenester.

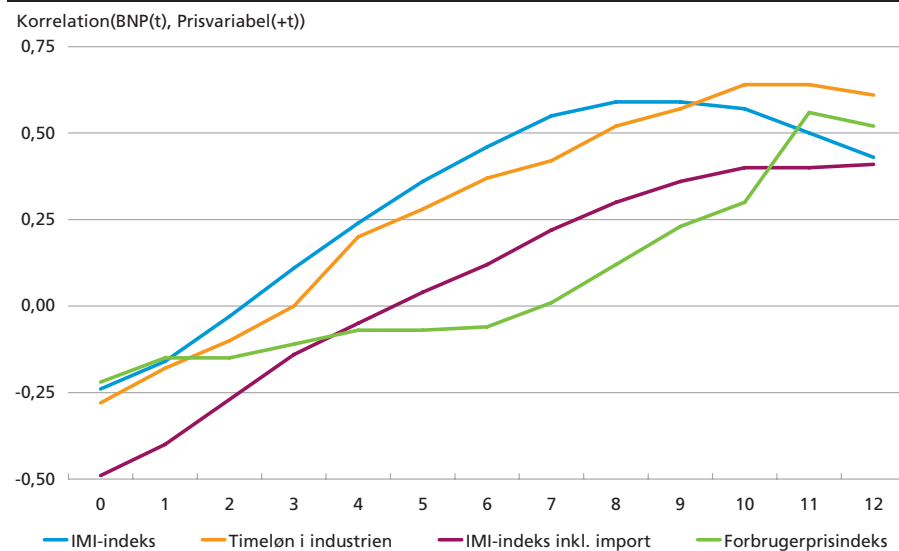
For at undersøge dette nærmere ser vi på samvariationen mellem på den ene side BNP<sup>2</sup> i faste priser og forskellige pris- og lønindeks i niveau

<sup>1</sup> For en beskrivelse af en adfældsrelation for IMI-indekset henvises til Danmarks Nationalbank (2003).

<sup>2</sup> Vi opnår lignende resultater ved at erstatte BNP med privatforbruget eller den indenlandske efterspørgsel.

SAMVARIATION MED BNP

Figur 4



Anm.: X-aksen angiver kvartaler. Korrelationskoefficienterne vedrører 1987-2002.

Kilde: Monabank og egne beregninger.

form på den anden. Den undersøgte periode er 1987-2002, da den økonomiske politik blev omlagt i begyndelsen af 1980'erne. Alle serier er sæsonkorrigerede kvartalsdata, dvs. i alt 64 observationer.

Udgangspunktet for analysen er at dekomponere de anvendte kvartalsserier i en cyklisk komponent og en trend<sup>1</sup>. Både BNP samt pris- og lønindeks har en tydeligt voksende trend. Herefter studeres konjunkturførløbet ved at se på korrelationsmønstret for de cykliske komponenter. De simple korrelationer mellem cykliske komponenter beskriver mønstret i samvariationen mellem aktivitetsvariable og nominelle variable.

Korrelationen mellem den cykliske komponent i BNP og de forskellige indeksserier ledet op til 12 kvartaler er vist i figur 4.

Korrelationen mellem BNP og forbrugerprisindekset er til at begynde med negativ og forbliver negativ nogle kvartaler. Fx er korrelationen mellem BNP og forbrugsprisindekset seks kvartaler senere stadig en smule negativ. Først efter otte kvartaler øges denne korrelation mærkbart. Det tager med andre ord tid, før en inflationær effekt af højt BNP sætter sig igennem på den samlede forbrugerpris. Cykliske forløb i forbrugerpriserne er et af de kontroversielle emner i studiet af konjunkturcyk-

<sup>1</sup> Til at opdele tidsrækker i cyklisk komponent og trend benyttes det såkaldte HP-filter, jf. Hodrick og Prescott (1997). Dataperioden i beregningen af de filtrerede serier er 1974-2005. Da HP-filteret har vanskeligt ved at estimere trend og cyklisk komponent nær endepunkterne, fjernes de første og sidste 12 observationer.

ler, jf. Kydland og Prescott (1990), der mente, den negative korrelation viste, at konjunkturcyklerne mest var skabt af udbudsstød.

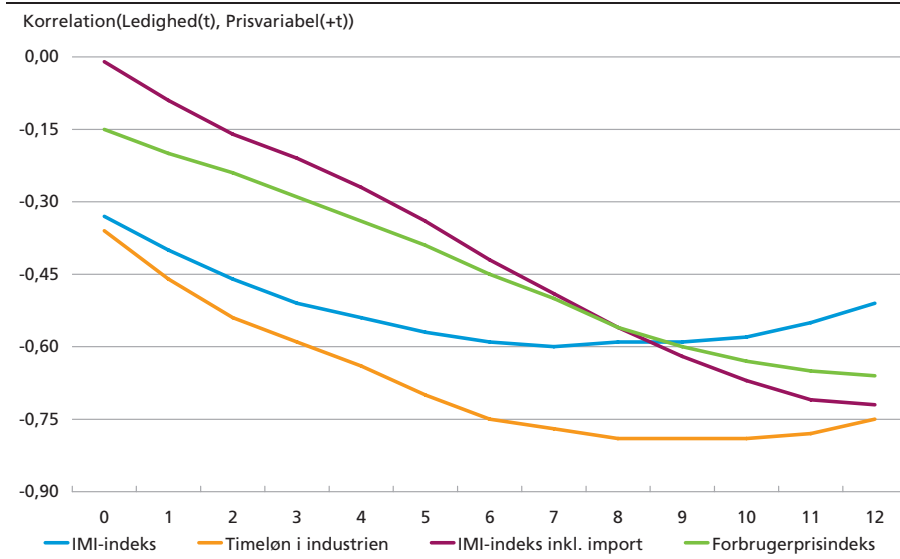
Derimod er der hurtigere en positiv korrelation mellem BNP og IMI-indekset. Det kan udtrykkes, at IMI-indekset er hurtigere til at afspejle aktivitetspres. De første kvartaler er korrelationen dog negativ, og man kan ikke regne med, at pludselige hop eller fald i BNP med det samme afspejles i IMI-indekset.

I beregningsovergangen fra forbrugerprisindekset til IMI-indekset er det specielt fraregningen af importindholdet, der løfter korrelationen mellem BNP og IMI-indekset. Det fremgår af, at et mellemregningsresultat, hvor netop fraregningen af importindholdet mangler, korrelerer negativt med BNP på en måde, der er tættere på niveauet for BNP's korrelation med forbrugerprisindekset. Den tydelige forskel på BNP-korrelationen for henholdsvis IMI-indekset og IMI-indekset inkl. import afspejler, at høj importpris, dvs. et dårligt bytteforhold, typisk har været forbundet med såvel lavt BNP som lavt IMI-indeks.

Timelønnen kan ses som en indenlandsk markedsbestemt pris dannet på det danske arbejdsmarked. Højt cyklisk BNP betyder at aktiviteten er høj. Dermed øges presset på arbejdsmarkedet, så med forsinkelse skulle korrelationen mellem BNP og løn blive positiv. I den undersøgte periode bliver korrelationen mellem BNP og timelønnen i industrien da også positiv med fire kvartalers forsinkelse. Effekten fra BNP på løn minder i høj grad om effekten fra BNP på IMI-indeks.

#### SAMVARIATION MED LEDIGHED

Figur 5



Anm.: X-aksen angiver kvartaler. Korrelationskoefficienterne vedrører 1987-2002.

Kilde: Monabank og egne beregninger.

I stedet for med BNP kan konjunktoren beskrives med ledigheden. Figur 5 viser korrelation mellem den cykliske komponent i ledigheden, målt i antal personer, og de nominelle variable.

Hvis påvirkningen af lønnen går via arbejdsmarkedet, må der være en klarere og hurtigere konjunktoreffekt i korrelationsmønsteret mellem de cykliske komponenter i ledighed og løn end mellem BNP og løn. Man ser da også, at lønnen umiddelbart korrelerer negativt med ledigheden. IMI-indeksets korrelation med ledigheden er svagere end lønnens, men forløbet over tid minder om lønnens korrelation med ledigheden.

Forbrugerprisindeksets korrelation med ledigheden er derimod tydeligt langsommere og svagere, og igen ser vi, at reaktionen for IMI-indekset inkl. import minder om forbrugerprisindeksets. Det mest afgørende informationselement i opstillingen af IMI-indekset synes således at være, at importpriserne fjernes.

## IMI-INDEKSET SOM INDIKATOR FOR FREMTIDIG INFLATION?

Hvis IMI-indekset reagerer hurtigere på konjunkturudviklingen, end forbrugerprisindekset gør, tyder det på, at IMI-indekset ligesom løn kan forudsige retningen for den samlede forbrugerpris.

En simpel måde at undersøge IMIs forudsigelsesegenskaber på er at sætte den aktuelle år-til-år stigning i forbrugerprisindekset og IMI-indekset over for den realiserede fremtidige forbrugerpris-inflation:

$$\pi_{t+h} = \alpha + \beta_1 \pi_t + \beta_2 \pi_t^{IMI} + \varepsilon_t$$

Med månedsdata og en horisont på fx 12 måneder ( $h=12$ ) angiver ligningens venstreside år-til-år stigningstakten i forbrugerprisindekset ét år frem. På ligningens højreside kan mange andre forklarende variable potentielt være nyttige til at forudsige inflationen.

### REGRESSIONSRESULTATER

Tabel 2

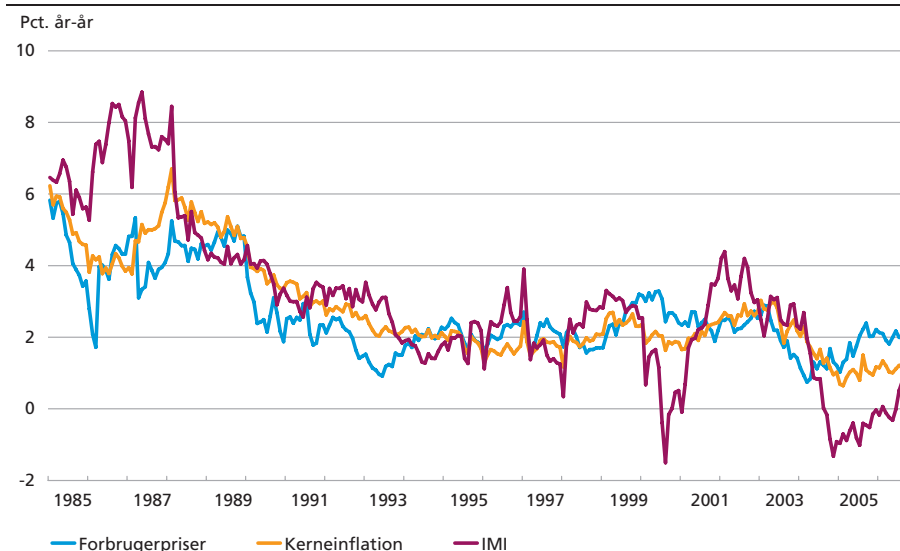
	Forklarings- grad ( $R^2$ )	Konstant	Forbruger- pris-inflation	Kernein- flation	IMI
Venstresidevariabel:					
Inflationen leaded 12 mdr.	0,45	0,97 (3,9)	0,10 (0,6)	0,45 (3,5)	-
Inflationen leaded 12 mdr.	0,49	1,15 (4,8)	0,23 (1,9)	-	0,24 (4,3)
Inflationen leaded 24 mdr.	0,27	1,19 (4,8)	0,24 (1,4)	0,20 (1,2)	-
Inflationen leaded 24 mdr.	0,44	1,23 (6,0)	0,09 (0,9)	-	0,29 (3,8)

Anm.: Dataperioden er januar 1985 til september 2006. Tabellen præsenterer de estimerede koefficienter samt forklaringsgraderne. Heteroskedasticitets- og autokorrelationskorrigeret t-statistik i parentes.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FORBRUGERPRISER, KERNEINFLATION OG IMI

Figur 6



Anm.: Månedlige observationer. Sidste observation er september 2006.

Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og egne beregninger.

Som benchmark for vores resultater erstattes IMI i ligningen med kerneinflationen afgrænset som forbrugerprisindekset ekskl. energi og fødevarer. Kerneinflationen svinger typisk mindre end både den samlede forbrugerprisstigning og IMI, jf. figur 6, og bruges internationalt set ofte til at forudsige bevægelserne i forbrugerprisindekset.

Tabel 2 præsenterer nogle regressionsresultater for  $h=12$  og  $h=24$ . Dataperioden er januar 1985 til september 2006.

Med en horisont på 12 måneder bidrager både kerneinflationen og IMI til at forudsige forbrugerprisinflationen. I begge tilfælde er den estimerede koefficient signifikant, og forklaringsgraden er en anelse større, når IMI indgår i ligningen. Ved  $h=24$  falder forklaringsgraden, især for kerneinflationen. Samtidig ser vi, at kun koefficienten til IMI er signifikant, så regressionsanalysen tyder på, at opgang i IMI ofte følges af opgang i den samlede forbrugerprisstigning. Med andre ord har udviklingen i IMI kunnet bidrage til at forudsige udviklingen i forbrugerprisinflationen om 2 år, mens kerneinflationen ikke har tilsvarende styrke.

## KONKLUSION

Vores analyse viser, at IMI-indekset er mere følsomt over for danske konjunkturbevægelser end det samlede forbrugerprisindeks. IMI-indekset reagerer hurtigere end forbrugerprisindekset på BNP og arbejdsløshed,

og minder i den forbindelse om reaktionerne i timelønsindekset. Samtidig er år-til-år stigningen i IMI-indekset trods højere volatilitet bedre end kerneinflationen til at forudsige den samlede forbrugerpris-inflation, især på mere end et års sigt.

Accelerationen i IMI-indekset i 2006 afspejler bl.a. det stramme arbejdsmarked, og opgangen i det indenlandske inflationspres, som IMI-indeksets acceleration indikerer, vil påvirke den samlede inflation i 2007.

## LITTERATUR

---

Bank of England (1998), Inflation Report, August.

Bank of England (2006), Minutes of The Monetary Policy Committee Meeting 5 & 6 July 2006.

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

Hansen, B. W. og D. Knudsen (2005), Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Hodrick, R. J. og E. C. Prescott (1997), Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29, No. 1.

Kydland, F. E. og E. C. Prescott (1990), Business Cycles, Real Facts and a Monetary Myth, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 14, No. 2.

---

## Appendiks: En bredere afgrænsning af IMI

---

I beregningen af IMI fraregnes alle føde- og drikkevarer, jf. Hansen og Knudsen (2005). Dermed ligger IMI-beregningen i forlængelse af den af Eurostats opgørelser af kerneinflationen, hvor man sammen med energi fjerner alle føde-, drikkevarer og nydelsesmidler fra HICP-indekset.

Eurostat offentliggør imidlertid også en kerneinflation, der er afgrænset som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. Den Europæiske Centralbank, ECB, anvender ofte denne i sine analyser. Knyttet beregningsstrukturen for IMI til dette udtryk for kerneinflationen, skal IMI-indekset udvides til at indeholde nydelsesmidler og forarbejdede fødevarer.

Føde- og drikkevarer inkl. alkohol og tobak udgør i det seneste vægtgrundlag for nettoprisindekset<sup>1</sup> 14,4 pct. af forbrugernes udgifter, mens uforarbejdede fødevarer (kød, fisk, frugt og grøntsager) kun udgør 5,1 pct. Vægtgrundlaget for IMI udvides således med 9,3 (14,3-5,1) procentpoint til 60 pct., hvis man vælger kun at fjerne uforarbejdede fødevarer. Figur 7 viser stigningen i to strippede nettoprisindeks i perioden januar 2001 til juli 2006. Trods det forskellige indhold er der en betydelig samvariation i de to indeks.

De forbrugskomponenter (IMI-produkter), som er repræsenteret i det rensede nettoprisindeks, identificeres i Danmarks Statistiks input-output tabel for 2000. På det mest detaljerede niveau er privatforbruget opdelt i 73 komponenter. Ved at inkludere forarbejdede fødevarer og nydelsesmidler udvides IMI-sektoren fra 41 til 55 af disse forbrugskomponenter, men trods den anderledes sammensætning, ændres input-output vægtene ikke nævneværdigt.

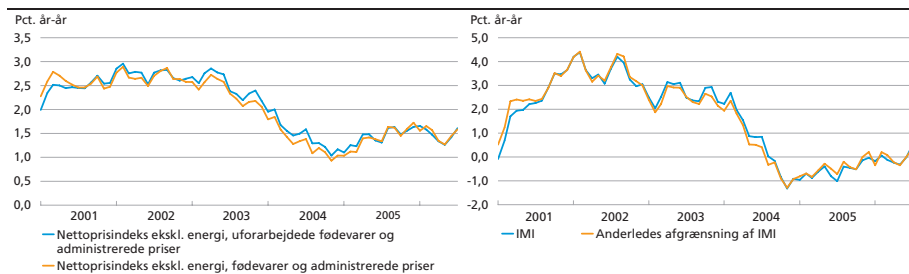
Importpriserne måles ved prisindeks fra statistikken for indenlandsk vareforsyning. Til at repræsentere forarbejdede fødevarer og nydelsesmidler anvendes importprisindeksene "råvarer til landbrug" samt "nydelsesmidler". Der indgår også forarbejdede forbrugsvarer (fx mejeriprodukter) i importprisindekset "animalske fødevarer, ekskl. fisk", men da dette indeks domineres af en række uforarbejdede kødprodukter, kan det ikke anvendes. De "nye" importprisindeks vægtes sammen med de hidtidigt anvendte importprisindeks, "råvarer til øvrige erhverv" og "andre forbrugsvarer". Indeksene vægtes sammen efter vægtfordelingen (fra 2000) i prisindekset for indenlandsk vareforsyning:

---

<sup>1</sup> Danmarks Statistik har senest opdateret vægtgrundlaget for nettoprisindekset i januar 2006 baseret på forbrugets sammensætning i 2003.

FORSKELLIGT AFGRÆNSEDE NETTOPRISINDEKS OG IMI-INDEKS

Figur 7



Anm.: Månedlige observationer.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

$$\text{Importprisindeks produktionsmidler} = (26,1 * \text{"råvarer til øvrige erhverv"} + 1,6 * \text{"råvarer til landbrug"}) / (26,1 + 1,6)$$

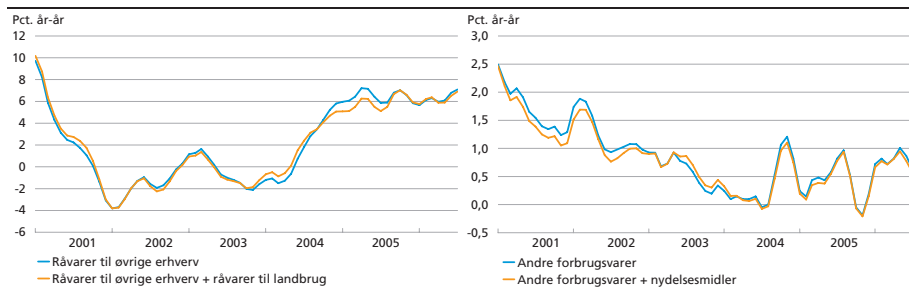
$$\text{Importprisindeks forbrugsvarer} = (12,3 * \text{"andre forbrugsvarer"} + 0,7 * \text{"nydelsesmidler"}) / (12,3 + 0,7)$$

Da vægtene for de to nye indeks er relativt beskedne (henholdsvis 1,6 pct. og 0,7 pct.), ændres importprisindeksene ikke signifikant, jf. figur 8.

Hverken det strippede nettoprisindeks, input-output vægtene eller importprisindeksene ændres væsentligt ved at inkludere forarbejdede fødevarer og nydelsesmidler i beregningen af IMI. Selv om IMI-produkternes samlede andel af forbrugernes udgifter udvides fra knap 35 pct. til omkring 45 pct. er effekten på IMI-indekset af manøvreren altså begrænset, jf. figur 7.

FORSKELLIGT AFGRÆNSEDE IMPORTPRISINDEKS

Figur 8



Anm.: Månedlige observationer.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

---

# En finansiel vinkel på USAs eksterne ubalance

---

*Per Flink Iversen, Økonomisk Afdeling*

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

Der har de senere år været stor fokus på de globale ubalancer, ikke mindst på den eksterne amerikanske. I denne artikel kigges nærmere på to påfaldende forhold vedrørende den finansielle side af USAs betalingsbalanceunderskud og udlandsgæld.

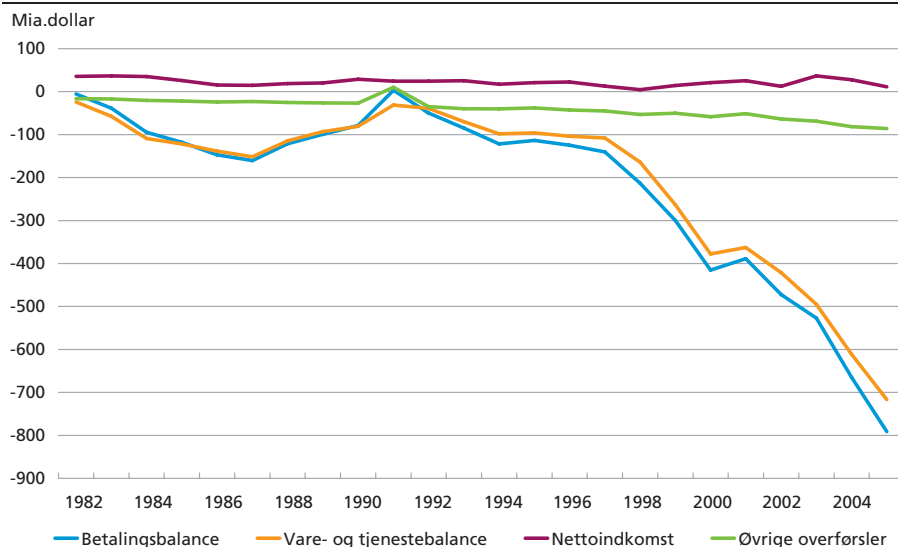
For det første er det interessant, at verdens største økonomi, USA, har kunnet finansiere et meget stort betalingsbalanceunderskud uden væsentlig ustabilitet på de internationale finansielle markeder til følge. Det undersøges derfor, hvordan USAs eksterne underskud er blevet finansieret. Især Asien og olieeksporterende økonomier har haft et stort placementsbehov af finansielle aktiver, mens en stor del af USAs låntagning er tilvejebragt ved salg af amerikanske statsobligationer. Det har ført til, at USAs udlandsgæld primært består af rentefølsomme passiver, og en højere global rente vil derfor reducere USAs nettokapitalindkomst betragtelig.

For det andet er det bemærkelsesværdig, at USAs nettokapitalindkomst – på trods af den store udlandsgæld – fortsat er positiv. Det skyldes bl.a., at USAs afkast fra direkte investeringer i udlandet er markant større end udlandets afkast fra direkte investeringer i USA. En egentlig forklaring på denne afkastforskel er dog vanskelig at give, da det virker urealistisk, at amerikanske virksomheder, der opererer i udlandet systematisk kan generere højere afkast end udenlandske selskaber, der opererer i USA. Det er derfor nærliggende, at der er problemer med en eller flere af de anvendte statistikker. I denne artikel gennemgås nogle af de forklaringer, som forskellige kommentatorer har givet, herunder diskussionen om "dark matter".

Under alle omstændigheder er USAs betalingsbalanceunderskud stort og udlandsgælden anseelig. Fremover vil et fortsat betalingsbalanceunderskud forøge udlandsgælden yderligere, og nettokapitalindkomsten vil falde. Som følge af de internationalt integrerede, finansielle markeder og store bruttokapitalstrømme er det dog ikke givet, at USA i fremtiden vil få vanskeligt ved at finansiere det eksterne underskud.

USAs BETALINGSBALANCE

Figur 1



Anm.: Nettoindkomst består af nettokapitalindkomst og nettolønindkomst.

Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

## FINANSIERINGEN AF USAs BETALINGSBALANCEUNDERSKUD

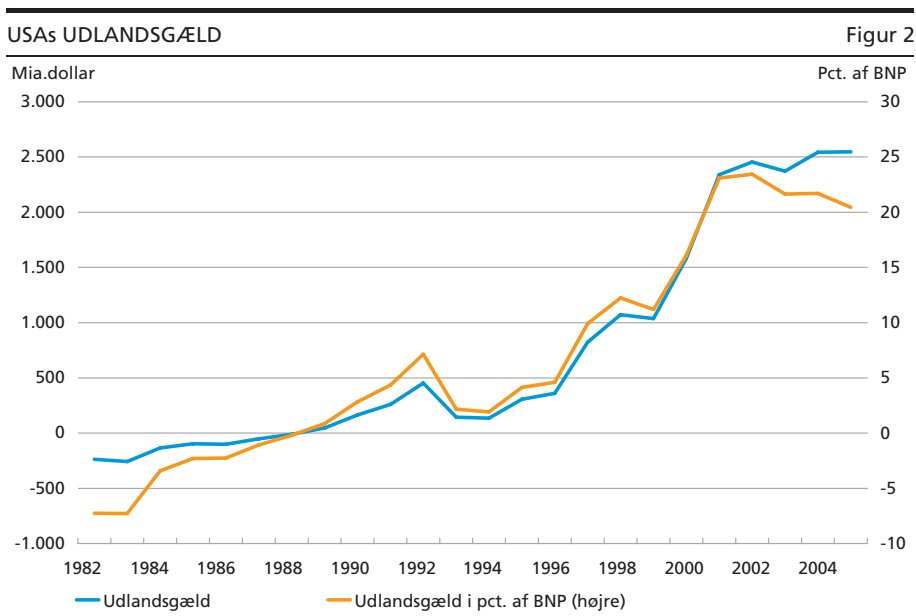
### Betalingsbalanceunderskud og globale ubalancer

USA har, bortset fra i 1991, haft underskud på betalingsbalancens løbende poster i samtlige år i perioden 1982-2005, jf. figur 1. Underskudet er tilmed vokset år for år og var sidste år på 792 mia.dollar svarende til 6,4 pct. af BNP. Det er primært udviklingen i vare- og tjenestebalancen, der har bevirket det voksende underskud på betalingsbalancen.

Betalingsbalanceunderskuddene har ført til, at USA har oparbejdet en anseelig gæld til udlandet efter tidligere at have haft tilgodehavender, jf. figur 2. Specielt fra midten af 1990'erne har udlandets nettoinvesteringer i – eller nettoudlån til – USA været markant tiltagende. I 2005 skyldte USA udlandet mere end 2.500 mia.dollar svarende til godt 20 pct. af BNP.

USAs betalingsbalanceunderskud er det mest tydelige kendetegn ved de globale ubalancer og skyldes hovedsageligt en stor indenlandsk efterspørgsel i USA. En lav rente og højere aktivpriser har øget efterspørgslen og dermed været afgørende for de seneste års forværring af betalingsbalancen. Samtidig har store dele af verdensøkonomien uden for USA haft en voksende opsparingskvote og har dermed været villig til at finansiere det amerikanske forbrug ved at holde stadig flere amerikanske obligationer. Dette har været betegnet som et globalt "saving glut".<sup>1</sup> Hertil kom-

<sup>1</sup> Jf. bl.a. IMF, 2005 og Bernanke, 2005.



Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

mer, at den høje oliepris har ført til voksende betalingsbalanceoverskud i de olieeksporterende lande.

### Hvem finansierer USAs eksterne underskud?

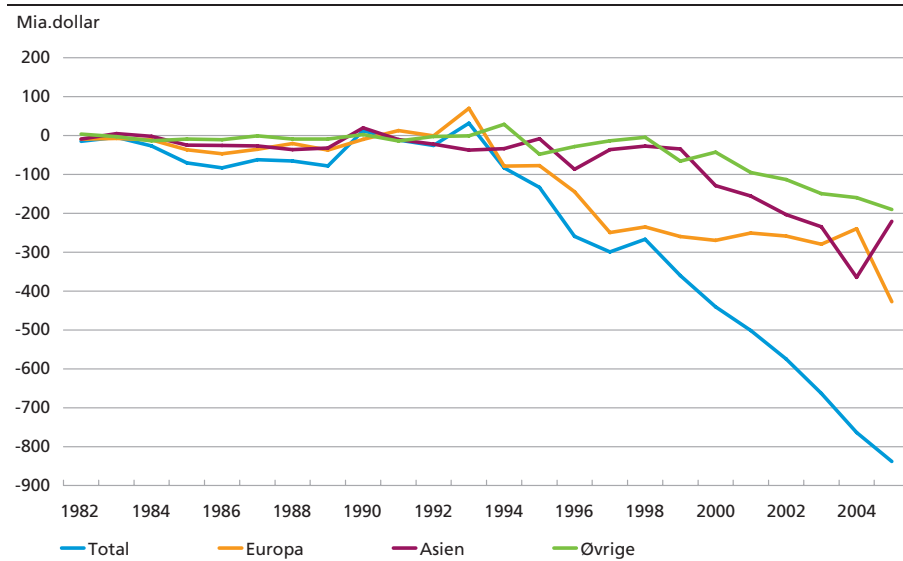
USAs betalingsbalanceunderskud modsvarer bogholderimæssigt hvert år af en tilsvarende kapitaltilgang fra udlandet. Kapitalimporten fra et givet land, fx Japan, behøver dog ikke svare til dette lands betalingsbalanceoverskud over for USA. Finansieringen af USAs eksterne underskud kan følge helt andre mønstre end de bilaterale over- og underskud på betalingsbalancen, og kapitalstrømmenes beskaffenhed kan dermed have en selvstændig betydning for USAs eksterne ubalance. På grund af datatilgængelighed vil udviklingen i kapitaltilgangen til USA i det følgende blive beskrevet ved udviklingen i nettoinvesteringerne i langsigtede værdipapirer.<sup>1</sup> Langsigtede værdipapirer udgør en stor andel af den samlede udenlandske beholdning af amerikanske finansielle aktiver og af den samlede nettokapitaltilgang, der desuden primært består af direkte investeringer og finansielle placeringer med løbetider på under 1 år.

Udviklingen i USAs finansielle nettoinvesteringer fordelt på de største regioner viser, at størstedelen af den amerikanske kapitalimport mod

<sup>1</sup> Langsigtede værdipapirer angiver papirer med løbetider på 1 år eller mere og følger opdelingen jf. Treasury International Capital System. Langsigtede værdipapirer repræsenterer amerikanske statsobligationer, obligationer udstedt af amerikanske statsejede og -støttede institutioner, obligationer udstedt af amerikanske private virksomheder, amerikanske aktier samt udenlandske obligationer og aktier. Der indgår ikke direkte investeringer i betegnelsen. Opdelingen i langsigtede værdipapirer følger ikke IMF's betalingsbalancemanual fra 1993 (BPM5).

USAs FINANSIELLE NETTOINVESTINGER I LANGSIGTEDE VÆRDIPAPIRER

Figur 3



Kilde: Treasury International Capital reporting system.

slutningen af 1990'erne kom fra Europa, jf. figur 3. Asiens andel voksede markant omkring årtusindeskiftet, og kapitaltilgangen fra Asien har de seneste år været på niveau med tilgangen fra Europa med undtagelse af 2005, jf. nedenfor.<sup>1</sup> Nettoplaceringerne fra de øvrige økonomier, ikke mindst latinamerikanske, er ligeledes tiltaget de senere år og udgør nu ca. 20 pct. af de samlede nettoinvesteringer i USA.

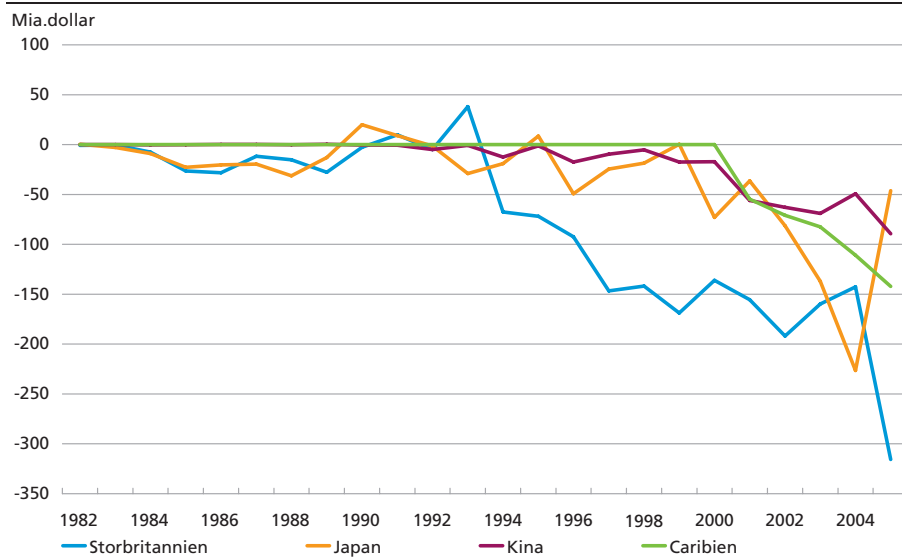
Kapitalimporten fra Europa kommer i høj grad fra Storbritannien, hvis nettoinvesteringerne i 2005 steg kraftigt til 316 mia.dollar, jf. figur 4. Stigningen var jævnt fordelt på alle typer værdipapirer. De mange investeringer afspejler ikke USAs betalingsbalanceunderskud over for Storbritannien, der kun var på 21 mia.dollar sidste år. Placeringerne dækker derimod over store kapitalstrømme fra andre lande til USA via Storbritannien. Især olieproducerende lande i Mellemøsten har de senere år haft store overskud på betalingsbalancen som følge af de høje oliepriser, men har stort set ikke øget nettoinvesteringerne i USA. Formodentlig ønsker disse landes regeringer af politiske årsager ikke at opkøbe amerikanske statspapirer direkte, men går i stedet via bl.a. britiske investeringsbanker. Hertil kommer øgede tilbageholdte overskud i europæiske virksomheder, jf. IMF (2006).

Det er især Japan og Kina, der har bidraget til Asiens positive nettoplaceringer de senere år. Japans betalingsbalanceoverskud har været en væsentlig årsag til opkøb af amerikanske aktiver. Den japanske central-

<sup>1</sup> På nær Ægypten er alle lande, som almindeligvis definerer Mellemøsten, indeholdt i Asien i figur 3.

USAs NETTOINVESTINGER I LANGSIGTEDE VÆRDIPAPIRER

Figur 4



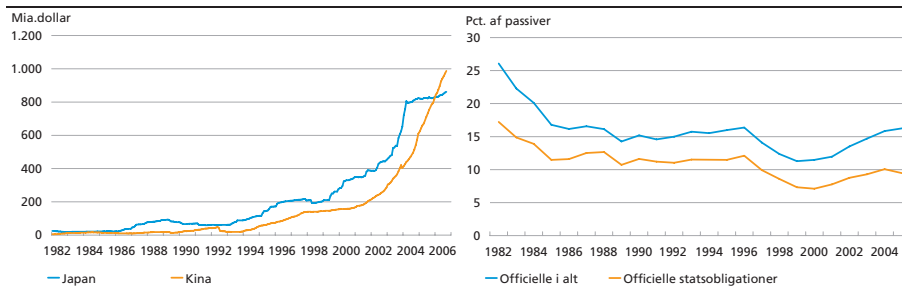
Kilde: Treasury International Capital reporting system.

bank har inter文neret på valutamarkedene med henblik på at stabilisere valutakursen, jf. figur 5 (venstre), hvilket har ført til ekstra store nettoplaceringer i USA. Japans nettoinvesteringer i USA faldt dog betragteligt i 2005 til 46 mia.dollar på trods af, at overskuddet på betalingsbalancen var 99 mia.dollar sidste år mod 94 mia.dollar i 2004. Der var ligefrem et fald i beholdningen af amerikanske statsobligationer, hvilket skyldes, at Bank of Japan ophørte med at inter文nere i valutamarkedet i 2004.

Selv om Japans nettoplaceringer i amerikanske statsobligationer sidste år var negative, er Japans beholdning fortsat stor, jf. figur 6. Betragt

VALUTARESERVER (VENSTRE) OG ANDEL AF USAs SAMLEDE PASSIVER, DER HOLDES AF OFFENTLIGE UDENLANDSKE MYNDIGHEDER (HØJRE)

Figur 5

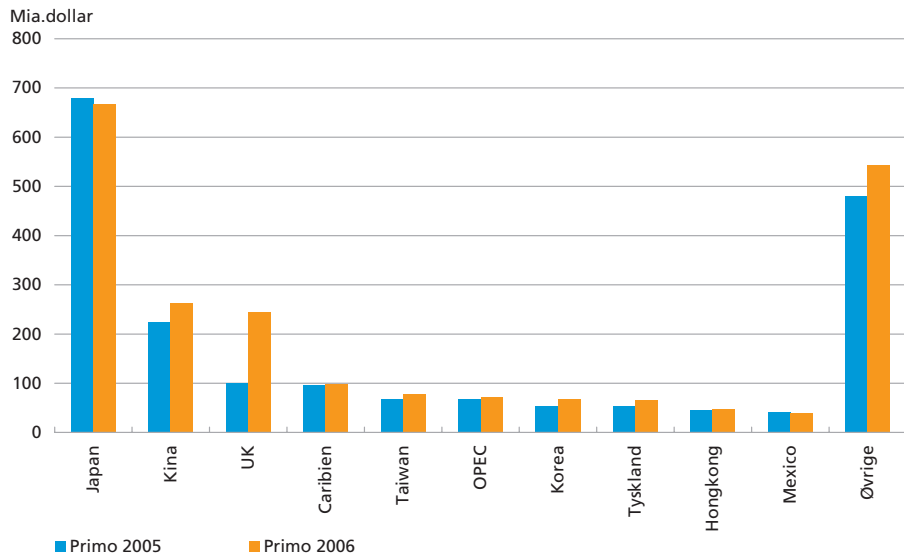


Anm.: Udlændets offentlige investorer i USA repræsenterer primært finansministerier, centralbanker og internationale og regionale organisationer.

Kilde: EcoWin og U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

## UDLANDETS BEHOLDNING AF AMERIKANSKE STATSobligationer

Figur 6



Anm.: Storbritannien, Caribien og til dels Hongkong er finansielle centre. Dermed registreres mange kapitalstrømme i disse økonomier, skønt kapitalen oprinder fra andre økonomier. Storbritanniens, Caribiens og Hongkongs store beholdning af amerikanske statsobligationer er således kun i mindre omfang udtryk for bilaterale betalingsbalanceoverskud over for USA.

Kilde: Treasury International Capital reporting system.

man beholdningen af samtlige værdipapirer, er Japan ligeledes den største kreditor, mens Storbritannien, Luxembourg, Cayman Islands og Kina befinder sig på de næste fire pladser.<sup>1</sup>

Kina har haft et voksende betalingsbalanceoverskud de senere år. Endvidere har de direkte investeringer i Kina været store. Da Kina har restriktioner på eksport af privatkapital, har den kinesiske centralbank opkøbt den indstrømmede kapital. Dermed er valutareserverne vokset betragteligt, og renminbien er blevet holdt omtrent uændret over for dollar. Centralbanken har således i stort omfang bestemt, hvor kapitalen efterfølgende er blevet placeret. Det har medført, at store dele af de kinesiske nettoinvesteringer i USA har været offentlige opkøb af statsobligationer. Medio 2005 anslås valutareserven til 711 mia.dollar, mens Kinas beholdning af amerikanske aktiver var 527 mia.dollar. Heraf udgjorde amerikanske statsobligationer knap 300 mia.dollar.

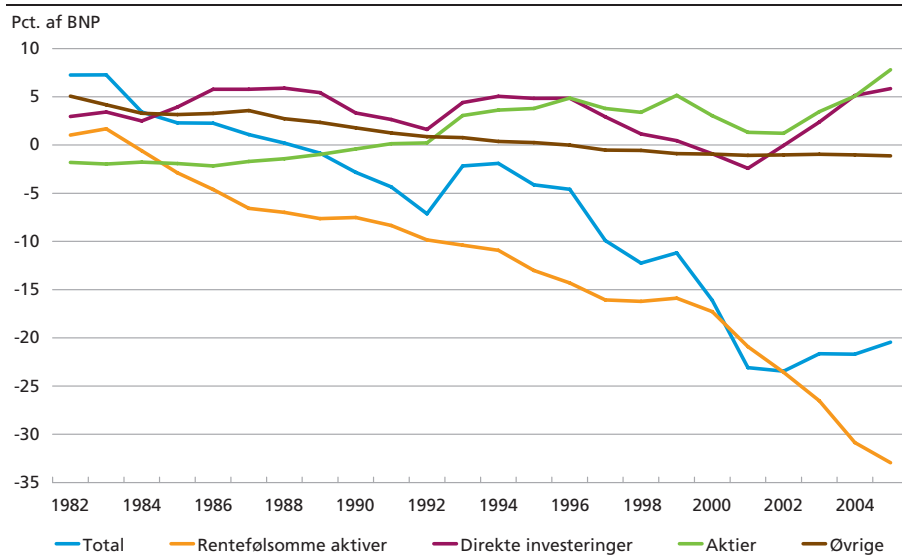
Andelen af USAs samlede passiver over for udlandet, som holdes af offentlige udenlandske myndigheder, har været voksende siden 2000, jf. figur 5 (højre).<sup>2</sup> Det skyldes bl.a. investeringerne fra Japan og Kina. I 2005 var andelen 16 pct., hvilket dog er lavere end begyndelsen af 1980'erne.

<sup>1</sup> Se evt. Department of Treasury, 2006.

<sup>2</sup> Udlandets offentlige investorer i USA repræsenterer primært finansministerier, centralbanker og internationale og regionale organisationer.

USAs NETTOBEHOLDNING AF UDENLANDSKE AKTIVER

Figur 7



Anm.: Nettobeholdningen af udenlandske aktiver, total, er lig (minus) udlandsgælden.

Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis og egne beregninger.

Den store kapitaltilgang fra Caribien skyldes bl.a. skatteforholdene i Cayman Islands, som har medført, at et stort antal banker og administrationselskaber har oprettet kontorer i landet.

### Rentens indvirkning på kapitalindkomsten

Nettokapitalindkomsten indgår i betalingsbalancens løbende poster og angiver indtægterne fra landets aktiver fratrukket betalingerne på passiverne.

USAs nettokapitalindkomst er følsom over for renteændringer. En opdeling af USAs udlandsgæld i nettobeholdningen af rentebærende aktiver, aktier, direkte investeringer i udlandet (FDI) og øvrige poster viser, at USA er nettodebitor af rentefølsomme aktiver, jf. figur 7. Rentefølsomme aktiver vil bl.a. sige obligationer og fordringer i pengeinstitutter.<sup>1</sup> USA er derimod nettokreditor af aktier og FDI.

Denne sammensætning indebærer, at et højere internationalt renteniveau vil øge USAs nettorentebetalinger til udlandet, hvorved nettokapitalindkomsten reduceres. I 2005 ville en global rentestigning på 1 procentpoint alt andet lige reducere den amerikanske kapitalindkomst med

<sup>1</sup> Denne opdeling følger Higgins m.fl. (2005). Rentefølsomme amerikanske aktiver indeholder bl.a. fordringer i pengeinstitutter, obligationer og valutaeserver, mens rentefølsomme passiver primært dækker over statsobligationer (Treasury Securities), andre obligationer og fordringer i pengeinstitutter. Direkte investeringer er defineret som aktiebeholdninger på mere end 10 pct. af aktiekapitalen. Modsat data for investeringer er udlandsgælden ikke opdelt på kort- og langsigtede aktiver.

rundt regnet 40 mia.dollar. Det seneste år er renten steget både i Europa og USA, og desuden er USAs udlandsgæld vokset i løbet af 2006. På den baggrund ventes USAs rentebetalinger til udlandet at stige en god del i år. Da nettokapitalindkomsten indgår i betalingsbalancens løbende poster, vil en fortsat stigning i renten øge den nødvendige forbedring af vare- og tjenestebalancen, hvis den eksterne balance skal genoprettes.

## KAPITALINDKOMST OG UDLANDSGÆLD

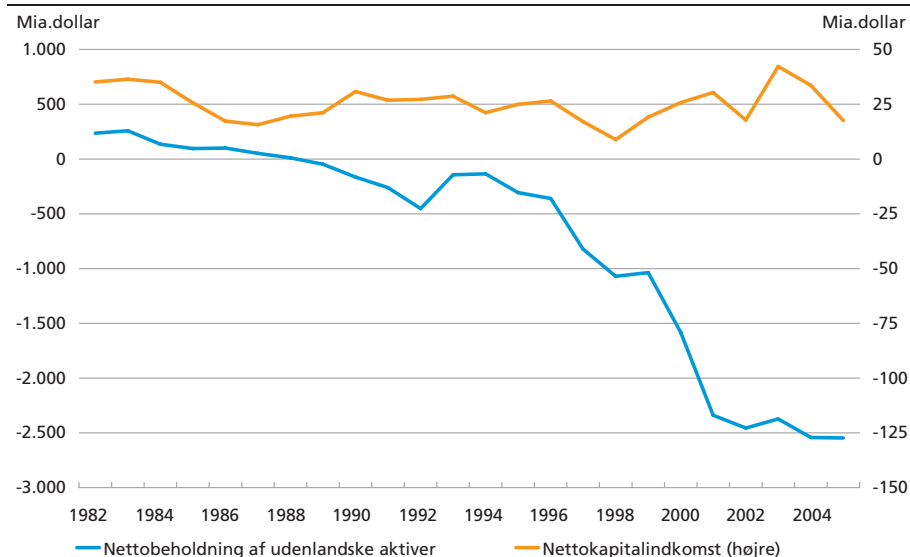
### Positiv nettokapitalindkomst

USAs udlandsgæld, netto, er vokset betragteligt de senere år og var ultimo 2005 på godt 2.500 mia.dollar. Alligevel har USA fastholdt en positiv nettokapitalindkomst over for udlandet, sidste år på 18 mia.dollar, jf. figur 8. En entydig forklaring på dette bemærkelsesværdige forhold er vanskelig at give.

Det er naturligt først at sammenligne afkastet på USAs aktiver med afkastet på dets passiver. Afkastet beregnes som indtægter fra aktivet i forhold til værdien af aktivet. Indtægten på de rentefølsomme aktiver består af renteindtægter, mens indtægten på aktier udgøres af aktieudbytter, men ikke kursgevinster. Indtægten på direkte investeringer i udlandet, FDI, beregnes som de indrapporterede overskud fra virksomhedernes regnskaber.

POSITIV NETTOKAPITALINDKOMST

Figur 8

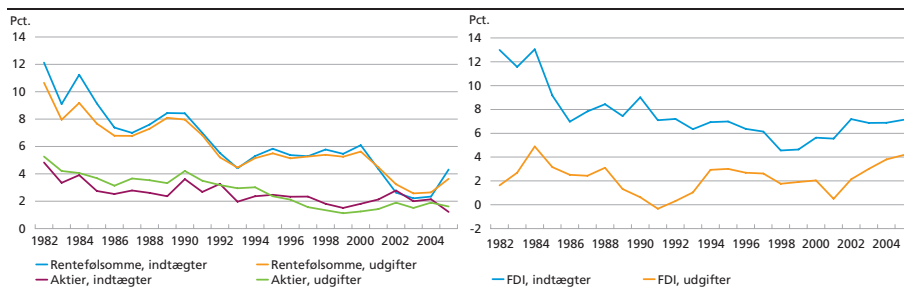


Anm.: Nettobeholdningen af udenlandske aktiver, total, er lig (minus) udlandsgælden.

Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis og egne beregninger.

**AFKAST PÅ RENTEFØLSOMME AKTIVER OG AKTIER (VENSTRE) OG AFKAST PÅ FDI (HØJRE)**

Figur 9



Anm.: Indtægter og udgifter angives i pct. af de tilhørende aktiver.

Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis og egne beregninger.

USA er nettodebitør af rentefølsomme aktiver og nettokreditor af aktier og FDI, jf. ovenfor. Idet FDI er forbundet med større risiko for investorerne end placering i rentefølsomme aktiver, er det ikke overraskende, at FDI-afkastet har været større end afkastet på de rentefølsomme investeringer og dermed bidraget til en øget kapitalindkomst.<sup>1</sup> USAs rentefølsomme passiver opgjort netto er imidlertid så meget større end aktivbeholdningen af aktier og FDI ligeledes opgjort netto, jf. figur 7, at et traditionelt merafkast på sidstnævnte ikke tilnærmelsesvis kan forklare den positive kapitalindkomst.

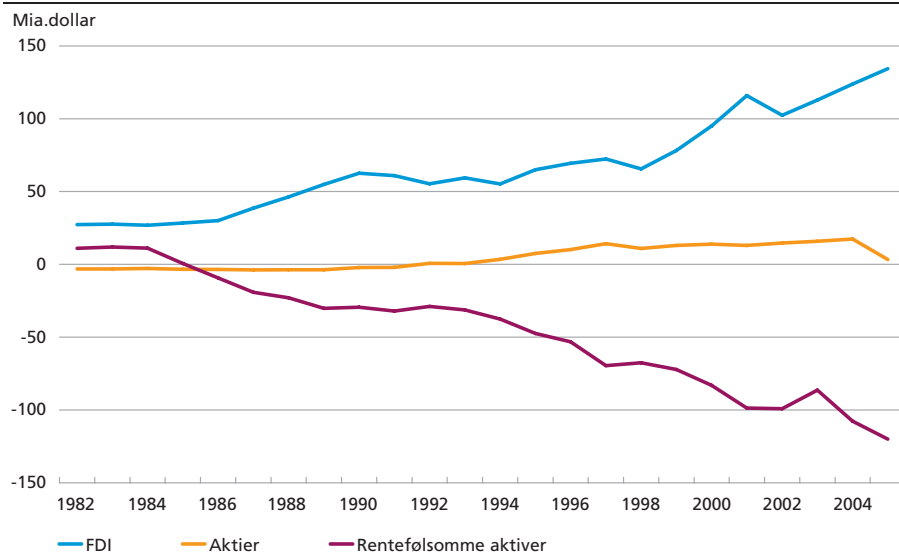
Det er således ikke sammensætningen af USAs aktiver og passiver, der er den primære årsag til den positive nettokapitalindkomst. En væsentlig del af forklaringen skal i stedet findes i forrentningen af USAs aktiver i udlandet i forhold til udlandets afkast på tilsvarende aktiver i USA. Mens afkastet på aktier og rentefølsomme aktiver har været stort set ens i USA og udlandet, jf. figur 9 (venstre), har afkastet på amerikanske FDI i udlandet været signifikant større end udlandets afkast på FDI i USA, jf. figur 9 (højre). Således har indtægterne fra amerikanske FDI i udlandet i gennemsnit oversteget udlandets FDI-forrentning med ca. 5,3 procentpoint siden 1982. Det har ført til en betragtelig nettoindkomst fra FDI, som dermed har oversteget nettorentebetalingerne til den rentefølsomme beholdning, jf. figur 10.

Det skal bemærkes, at også andre forhold i de seneste år har påvirket den amerikanske nettokapitalindkomst positivt. Den faldende rente indtil for nyligt har i udtalt grad reduceret rentebetalingen på USAs passiver, og en depreciering af dollaren har øget dollarværdien af afkastet på USAs aktiver i udlandet.

<sup>1</sup> På samme vis som for FDI bør afkastet på aktier teoretisk overstige afkastet på rentefølsomme aktiver, idet der er mere risiko forbundet med investering i aktier. Kapitalindkomsten fra aktier består dog som nævnt udelukkende af aktieudbytte, idet kapitalgevinster på aktiekursen statistisk ikke indgår som indkomst, men alene registreres som værdistigninger på balanceposten. Det er årsagen til det umiddelbart lave afkast på aktier.

## NETTOINDTÆGTER FRA FORSKELLIGE FINANSIELLE AKTIVER

Figur 10



Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis og egne beregninger.

### Forklaringer på USAs højere FDI-afkast

Det debateres i den økonomiske litteratur, hvorfor USAs FDI-afkast systematisk har været højere end udlandets afkast på FDI i USA.

Higgins et al. (2005) finder det besynderligt, at udlændinge fortsat ønsker at placere mange midler i FDI i USA, når afkastet er relativt lille. De analyserer forholdet nærmere ved at betragte FDI-afkast fordelt på lande og industrier. Det ændrer imidlertid ikke billedet. Fx har afkastet på USAs FDI i Europa og Japan konsekvent været højere end Europas og Japans FDI-afkast i USA. Dernæst forsøges afkastdifferencen forklaret ved, at amerikanske virksomheder i udlandet er mere effektive end udenlandske virksomheder, der opererer i USA. Det understøttes dog ikke af data. En anden mulighed er ifølge Higgins et al., at amerikanerne har været bedre til at investere i mere profitable virksomheder, og at udenlandske virksomheder i USA er nyere og derfor har flere opstartsomkostninger. Endvidere nævnes det, at konkurrencen i USA er større end i andre økonomier, og at profitraten dermed er mindre.

Higgins et al. nævner endelig skattetekniske forhold som begrundelse for afkastforskellen på FDI, jf. Laster og McCauley (1994). Buitter (2006) og Gros (2006) forklarer også afkastforskellen med skattetekniske forhold. Buitter argumenterer for, at multinationale selskaber via interne afregningsmetoder overfører overskud fra deres selskaber i USA til selskaber i lande med lavere virksomhedsskatter med det formål at reducere skattebetalingerne. Det kan fx gøres ved, at amerikanske dattersel-

skaber betaler en kunstigt høj pris for importerede varer fra udenlandske moderselskaber, såkaldt "transfer pricing". Det indebærer reducerede overskud i de amerikanske selskabers regnskaber, mens overskuddene øges i selskaberne uden for USA.

Overskuddene fra de amerikanske virksomheder i udlandet og fra de udenlandske virksomheder i USA består af en observerbar betalingsstrøm fra dividendeudbetalinger samt en ikke-observerbar betalingsstrøm benævnt geninvesterede overskud. Sidstnævnte beregnes residualt som virksomhedernes indberettede overskud fratrukket dividendeudbetalingerne. Gros mener, at udenlandske virksomheder i USA underrapporterer deres geninvesterede overskud, da de ønsker at reducere skattebetalingerne i USA.<sup>1</sup> Amerikanske virksomheder i udlandet har derimod ikke et incitament til at underrapportere deres geninvesterede overskud til de amerikanske statistikker, da overskud i disse virksomheder ikke er skattepligtige i USA, før profitten på et senere tidspunkt overføres til USA. Det resulterer i, at nettoafkastet fra USAs FDI-aktiver og -passiver, og dermed nettokapitalindkomsten, overvurderes i statistikkerne. Gros skønner, at en mere ensartet opgørelse af afkastet fra amerikanske og udenlandske virksomheder i USA vil reducere nettokapitalindkomsten med ca. 100 mia.dollar årligt.

Hausmann og Sturzenegger (2006) vender problemstillingen om og argumenterer for, at den positive nettokapitalindkomst ikke skal betragtes som et forunderligt afkast på udlandsgælden. I stedet er kapitalindkomsten et udtryk for, at USA er nettokreditor over for udlandet. Hausmann og Sturzenegger begrundes dette med, at hvis indtægterne fra et aktiv er højere end indtægterne fra et andet aktiv, er det et udtryk for, at værdien af det første aktiv er større end værdien af det andet aktiv uanset aktivernes bogførte værdi. Den positive nettokapitalindkomst i USA skyldes derfor primært, at værdien af USAs aktiver i udlandet er undervurderet i de officielle statistikker, idet aktiverne i høj grad indeholder ikke-målbare værdier. Disse skjulte værdier betegnes "dark matter". I tilknytning til FDI består "dark matter" af fx know-how, "branding" og R&D.<sup>2</sup> Som et eksempel beregner Hausmann og Sturzenegger USAs nettoaktiver i 2005 til at være ca. 352 mia.dollar, mod -2.500 mia.dollar ifølge de offentlige tal på baggrund af den positive nettokapitalindkomst på 18 mia.dollar og et på forhånd valgt afkast på alle aktiver på 5 pct.

---

<sup>1</sup> Geninvesterede overskud repræsenterer ikke en observerbar betalingsstrøm, men er derimod en anslået kontering på betalingsbalancen baseret på forespørgsler. De udenlandske virksomheders overskudsindberetning fra betalingsbalancestatistikken ligger til grund for vurderingen af virksomhedens overskud i USA og dermed for skattebetalingen i USA. Gros (2006) giver flere detaljer.

<sup>2</sup> Desuden nævner Hausmann og Sturzenegger (2006) andre årsager til "dark matter", som ikke relaterer sig til FDI. De er: Seignorage genereret af de store udenlandske beholdninger af dollars samt en udækket risikopræmie i forbindelse med finansielle transaktioner.

HYPOTESERNES VURDERING AF DE OFFENTLIGGJORTE DATA

Tabel 1

	Hausmann og Sturzenegger	Buiter	Gros
Vare- og tjenestebalanceunderskud..	Overvurderet	Overvurderet	--
Nettokapitalindkomst .....	Som data viser	Overvurderet	Overvurderet
Betalingsbalanceunderskud.....	Overvurderet	Som data viser	Undervurderet
USAs nettoaktiver.....	Større end nul	Som data viser	Overvurderet

Anm.: Tabellen angiver de forskellige hypotesers syn på, hvorvidt de offentliggjorte data for vare- og tjenestebalancen, nettokapitalindkomsten, betalingsbalancen og USAs nettoaktiver på systematisk vis er over- eller undervurderet. USAs nettoaktiver er lig (minus) udlandsgælden, dvs. når USAs nettoaktiver fx er overvurderet, betyder det, at udlandsgælden i realiteten er større end i de officielle tal.

### Hypotesernes implikationer for betalingsbalance og udlandsgæld

Det er afgørende for den videre udvikling i USAs betalingsbalance og udlandsgæld, hvilken forklaring der ligger bag den positive nettokapitalindkomst. Hausmann og Sturzenegger tilhører den mest optimistiske skole. Deres hypotese medfører ikke blot, at USAs nettoaktiver over for udlandet er positive, men tilmed at vare- og tjenestebalancen er tæt på nul, jf. tabel 1. Årsagen er, at USA i årevis har eksporteret "dark matter". Hausmann og Sturzenegger mener endvidere, at den høje nettokapitalindkomst kan opretholdes fremadrettet, idet amerikanske virksomheder også i fremtiden vil kunne eksportere "dark matter". På den baggrund er problemet vedrørende USAs eksterne underskud og dermed de globale ubalancer meget lille.

Buiters hypotese indebærer også, at underskuddet på vare- og tjenestebalancen i realiteten er mindre end det, de officielle data tilsiger, da værdien af USAs import har været kunstigt høj. Idet Buiters forklaring på den anden side medfører, at de officielle data for nettokapitalindkomsten er for positive, er tallene for betalingsbalancen formentlig stort set, som data viser<sup>1</sup>. Buiters hypotese har ingen afgørende implikationer for vurderingen af USAs udlandsgæld.

Ifølge Gros' analyse er betalingsbalanceunderskuddet større, end det fremgår af statistikkerne, da nettokapitalindkomsten er overvurderet. Også udlandsgælden er større, end det statistikkerne tilsiger, idet værdien af udlandets FDI i USA ikke i tilstrækkelig grad afspejler de akkumulerede overskud i virksomhederne.

Higgins et. al skønner ikke over, hvorvidt afkastforskellen også vil gælde fremover, og de vurderer ikke, om udlandsgælden og betalingsbalanceunderskuddet er under- eller overvurderet i statistikkerne. Det skyldes formentlig, at de ikke kan give en endegyldig forklaring på afkastforskellen på USAs FDI-aktiver og -passiver.

<sup>1</sup> Det er ikke sikkert, at nettoeffekten på betalingsbalancen fra Buiters hypotese er nul, da skattemæssige forhold måske ville bevirke, at et større overskud i virksomhederne under fravær af transfer pricing ikke ville føre til en tilsvarende dividendeudbetaling.

### En vurdering af analysernes robusthed

Stort set alle ovenstående forklaringer på, hvorfor USAs FDI-afkast systematisk har været højere end udlandets afkast på FDI i USA, er vanskelige at verificere. Buiters hypotese kan dog i nogen grad modbevise. Såfremt interne afregningsmetoder i stort omfang er blevet anvendt til at "flytte" overskud fra amerikanske virksomheder til udenlandske moderselskaber, ville det amerikanske bytteforhold gradvist være blevet forværret over de seneste årtier, da omsætningen mellem multinationale virksomheder er vokset hurtigere end udenrigshandlen.<sup>1</sup> Det har ikke været tilfældet.

Analysen af Gros lider af et valideringsproblem, da den udelukkende bygger på indicer om, at de udenlandske virksomheder ikke oplyser de korrekte tal for geninvesterede overskud. Gros vurderer ikke, i hvilket omfang det overhovedet er muligt for virksomhederne at skjule overskuddene over for skattemyndighederne. Hypotesen om "dark matter" lider i lige så høj grad af et valideringsproblem, da den ikke understøttes af en empirisk analyse.

En mere afgørende svaghed ved Hausmanns og Sturzeneggers teori er imidlertid, at hypotesen ikke i overbevisende form kan bortforklare de globale ubalancer, herunder Japans betalingsbalanceoverskud. Desuden har Hausmanns og Sturzeneggers beregninger været kritiseret for at antage ens afkast på forskellige typer aktiver, hvilket er urealistisk.<sup>2</sup> Denne kritik er berettiget, men beregningerne skal blot illustrere en pointe og ikke tages bogstaveligt. Endvidere er antagelserne om aktivafkastene ikke tæt knyttet til den tankegang, der ligger bag teorien, samt de overordnede konklusioner.

Hvad angår afkastforskellen på FDI i USA og udlandet, virker det utroværdigt, at udenlandske investeringer i USA på systematisk vis giver et lavere afkast end amerikanernes afkast på FDI i udlandet. Det gælder især, når mere end halvdelen af USAs FDI-aktiver og -passiver holdes i Europa, hvis økonomiske struktur ikke afviger væsentligt fra den amerikanske, jf. figur 11. Det synes usandsynligt, at udenlandske investorer er villige til at investere i USA, når de tilsyneladende kan få et større afkast i hjemlandet, og at amerikanske investorer skulle være bedre til at generere afkast som anført af Hausmann samt Sturzenegger og Higgins et al. Endvidere er det mærkværdigt, at udenlandske investorer kan opnå et afkast på aktier i USA, der svarer til amerikanske investorers aktieafkast i udlandet – lige indtil de udenlandske investorers beholdning af aktiekapitalen i den amerikanske virksomhed overskrider 10 pct., der definerer

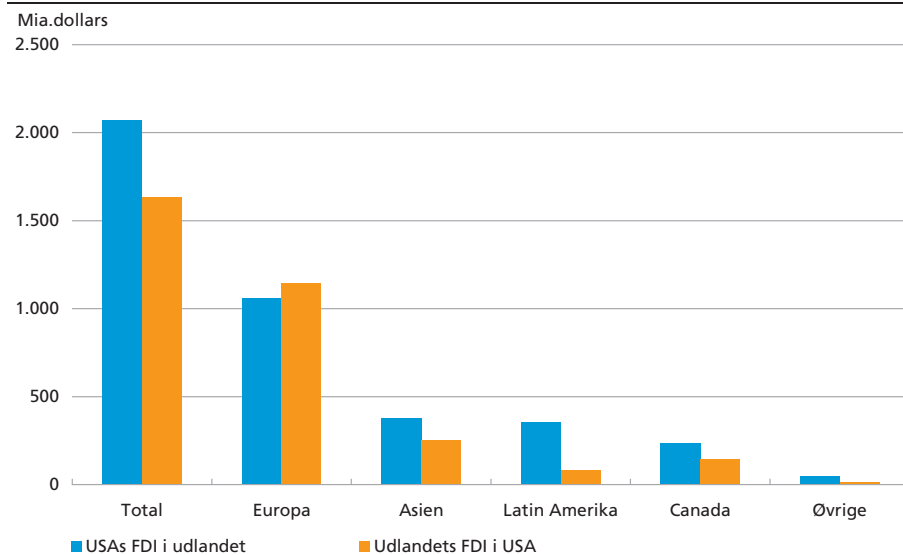
---

<sup>1</sup> Jf. Gros (2006) for flere detaljer.

<sup>2</sup> Jf. bl.a. Buiters (2006).

USAs BEHOLDNING AF FDI ULTIMO 2005: AKTIVER OG PASSIVER

Figur 11



Kilde: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

grænsen mellem aktier og FDI. Afkastforskellen på FDI i det omfang statistikkerne tilsiger, vurderes således at være misvisende og bør ikke tillægges for megen vægt.

Buiters, Gros' samt Hausmanns og Sturzeneggers forklaringer af afkastforskellen på FDI i USA og udlandet kan alle være delvist gældende. Skønt Hausmanns og Sturzenegger antageligt giver et alt for positivt billede af den amerikanske gældssituation, kan det ikke afvises, at hypotesen fanger lidt af virkeligheden. Det er sandsynligt, at USA i et vist omfang er i stand til at eksportere know-how og branding m.m., og at USAs aktiver i udlandet dermed er undervurderet. Det synes ligeledes plausibelt, at (udenlandske) virksomheder gør mest muligt for at reducere skattebetalingerne. På den anden side er hverken den ene eller anden forklaring i sig selv fyldestgørende.

I så fald er nettokapitalindkomsten mindre, end statistikken viser og det vil den fortsætte med at være, idet Buiters og Gros' forklaringer indebærer, at nettokapitalindkomsten er overvurderet, mens Hausmann og Sturzenegger tager nettokapitalindkomsten for pålydende. Gros' teori har ikke direkte implikationer for vare- og tjenestebalancen, mens Buiters og Hausmanns og Sturzeneggers forklaring resulterer i en forbedret vare- og tjenestebalance i forhold til de officielle data. Samlet set kan det derfor ikke udelukkes, at vare- og tjenestebalanceunderskuddet er mindre, end udenrigshandelstallene viser, om end der aktuelt stadig må være et betragteligt underskud.

Vedrørende USAs nettobeholdning af FDI, og dermed udlandsgælden, trækker hypoteserne i hver sin retning. Det kan derfor ikke konkluderes, om der er en systematisk skævhed i de opgjorte data for udlandsgælden.

## KONKLUSION

---

Der er væsentlig usikkerhed om de data, der vedrører den eksterne balance i USA. Der er tegn på, at underskuddet på vare- og tjenestebalancen er overvurderet, mens nettokapitalindkomsten reelt er noget lavere, end det data tilsiger. Der er således forhold, der peger på, at betalingsbalanceunderskuddet kan være både større og mindre, end det data viser. Den faktiske udlandsgæld kan ligeledes afvige fra de officielle tal. Der er dog næppe tvivl om, at betalingsbalanceunderskuddet er stort og udlandsgælden anseelig.

Det amerikanske betalingsbalanceunderskud finansieres i høj grad af Asien og de olieeksporterende økonomier. Et fortsat betalingsbalanceunderskud vil forøge udlandsgælden yderligere, og kombineret med USAs overvægt af rentebærende passiver samt rentestigningerne i år vil det stille større krav end ellers til den amerikanske vare- og tjenestebalance, hvis de globale balancer skal genoprettes.

Det har været nemt for amerikanerne at finansiere deres betalingsbalanceunderskud, bl.a. på grund af de internationalt integrerede, finansielle markeder og store bruttokapitalstrømme. Der er risiko for, at en pludselig genopretning af de globale ubalancer indtræffer og resulterer i en kraftig opbremsning i USA og øget ustabilitet på de internationale finansielle markeder. Det vedvarende amerikanske betalingsbalanceunderskud de senere år vidner dog om, at dybden af de finansielle markeder efterhånden er så stor, at man også fremover vil kunne opleve væsentlige globale ubalancer uden det nødvendigvis fører til dramatiske tilpasninger.

## LITTERATUR

---

Bernanke, B. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit". Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, April 14.

Buiter, W. (2006), "Dark Matter or Cold Fusion". *Global Economics Paper* No. 136, Goldman Sachs Economic Research, January 16.

Department of the Treasury (2006), "Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2005". Federal Reserve Bank of New York, June 2006.

Gros, D. (2006), "Why the US Current Account Deficit is Not Sustainable", *International Finance*, Volume 9, number 2, summer 2006.

Hausmann, R og F. Sturzenegger (2006), "Why the US Current Account Deficit is Sustainable", *International Finance*, Volume 9, number 2, summer 2006.

Higgins, M., T. Klitgaard og C. Tille (2005), "The Income Implications of Rising U.S. International Liabilities". *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 11, no 12, Federal Reserve Bank of New York.

International Monetary Fund (2005), *World Economic Outlook*, September.

International Monetary Fund (2006), *World Economic Outlook*, April.

Kitchen, J. (2005), "Sharecroppers or Shrewd Capitalists? Projections of the U.S. Current Account, International Income Flows, and Net International Debt". Ikke-offentliggjort manuskript, Office of Management and Budget.

Laster, D. og R. McCauley (1994), "Making Sense of the Profits of Foreign Firms in the United States". Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review* 19, no. 2 (summer-fall).

---

# Slovenien: Et økonomisk portræt af det nye euroland

---

*Niels Peter Hahnemann, Økonomisk Afdeling*

## INDLEDNING

---

Slovenien var indtil 1991 en del af Jugoslavien. Siden sin selvstændighed har landet gennemført en hurtig og succesfuld økonomisk omstrukturingsproces. 1. januar 2007 indtræder Slovenien i euroen. Det er det første af de tidligere kommunistiske lande, som bliver en del af et af verdens største valutaområder.

Der bor lidt over 2 millioner mennesker i Slovenien, heraf godt 300.000 i hovedstaden Ljubljana. Befolkningssammensætningen er forholdsvis homogen. Ifølge folketællingen fra 2002 er ca. 83 pct. slovener, 5 pct. er serbere, kroater eller bosniere, mens hovedparten af resten ikke er oplyst.

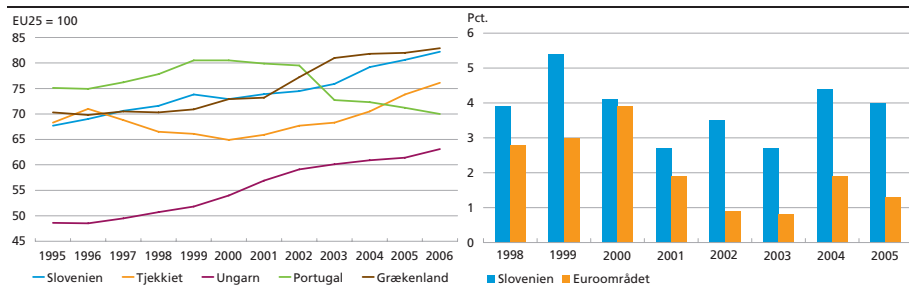
I 2005 var BNP i løbende priser 27,6 mia.euro. Det svarer til 0,3 pct. af euroområdet BNP, hvilket er lidt mindre end euroområdet hidtil mindste økonomi: Luxembourg, som imidlertid kun har omkring 400.000 indbyggere. Målt i købekraftskorrigerede priser var BNP i 2005 37,8 mia.euro og dermed lidt højere end Luxembourg. BNP pr. indbygger svarede i 2005 til 81 pct. af gennemsnittet for hele EU. Slovenien er efter Cypern det mest velstående af de nye EU-lande med et indkomstniveau på linje med Grækenland og lidt højere end Portugal, euroområdets to mindst velstående økonomier, jf. figur 1 (venstre).

Slovenien synes klar til at træde ind i euroområdet. Økonomien har gennem længere tid været stabil med afdæmpet inflation samt forholdsvis beskedne underskud på både den offentlige budgetbalance og det løbende betalingsforhold med udlandet. Den høje økonomiske vækst siden 2004, jf. figur 1 (højre), hvor slovenske tolar blev bundet tæt til euroen, underbygger en vurdering af, at økonomien vil kunne klare sig med fælles pengepolitik og fælles valuta.

I det følgende gives et økonomisk portræt af det nye euroland med vægt på konvergenskriterierne og de fremtidige udfordringer til Slovenien i Europas monetære union.

BNP PR. INDBYGGER (VENSTRE) OG BNP-VÆKST (HØJRE)

Figur 1



Anm.: BNP pr. indbygger er købekraftskorrigeret (PPS).

Kilde: Eurostat.

## KONVERGENSKRITERIERNE

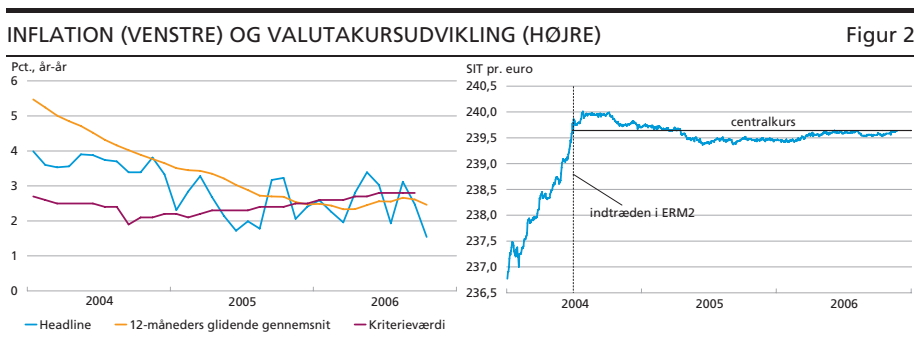
For at kunne indtræde i euroen skal et EU-medlemsland opfylde en række konvergenskriterier. Som følge af en stabil økonomi med høj vækst og begrænsede makroøkonomiske balanceproblemer har Slovenien forholdsvis hurtigt været i stand til at opfylde konvergenskriterierne. Europa-Kommissionens og Den Europæiske Centralbanks, ECB, vurdering af Slovenien blev foretaget i maj<sup>1</sup> og godkendt af Det Europæiske Råd i juni, dvs. efter kun to års medlemskab af EU. I det følgende ses på Sloveniens resultater sammenholdt med hvert af kravene.

### Prisudvikling

Ifølge inflationskriteriet må den gennemsnitlige år-til-år stigningstakt i det harmoniserede forbrugerprisindeks HICP over de seneste 12 måneder ikke overstige gennemsnittet for de højst tre EU-lande med laveste år-til-år stigningstakt plus 1,5 pct. I marts, som var måneden, for hvilken de sidste data forelå, da vurderingen af Slovenien blev foretaget var kriterieværdien 2,6 pct., 12-måneders gennemsnittet for Slovenien 2,3 pct., og den faktiske headline-inflation 2,0 pct. år-til-år. Inflationen var således på niveau med inflationen i euroområdet, som var 2,3 pct.

Udviklingen i den gennemsnitlige inflationstakt i Slovenien viser klar konvergens mod euroområdet. I januar 2006 kom den gennemsnitlige inflation under kriterieværdien og har på intet tidspunkt siden overskredet den, selv om tendensen i inflationen i løbet af 2006 er vendt til svag stigning, jf. figur 2 (venstre) især på grund af stigende energipriser. Alle de nye EU-lande er mere følsomme end euroområdet over for energiprisstigninger. Energi fylder godt 13 pct. i forbrugerprisindekset i Slovenien mod 9 pct. i euroområdet.

<sup>1</sup> Jf. Europa-Kommissionen, *Report from the Commission. Convergence report 2006 on Slovenia*, maj 2006, og: ECB, *Convergence Report*, maj 2006.



Anm.: I valutakursfiguren er stigning lig depreciering. Centralkursen er 239,640 tolar pr. euro. De aftalte interventionsgrænser på +/- 15 pct. er henholdsvis 275,586 og 203,694 tolar pr. euro.  
Kilde: Eurostat og EcoWin.

### Valutakursstabilitet

Indtræden i euroen forudsætter medlemskab af det europæiske valutakurssamarbejde ERM2 i minimum 2 år uden "alvorlige spændinger", herunder uden devaluering på eget initiativ. Slovenske tolar har været medlem af ERM2 siden 28. juni 2004, dvs. i mere end to år.

Sloveniens valutakurspolitik inden deltagelse i ERM2 var med en fast rate at nedskrive valutakursen over for euro. Denne politik ophørte i forbindelse med indtræden i valutakurssamarbejdet, og kursen over for euro har siden ligget meget tæt på centralkursen, jf. figur 2 (højre). Markedskursen er ikke afvejet fra centralkursen med mere end +/- 0,2 pct. til trods for, at centralbanken, Banka Slovenije, har valgt ikke at følge ECBs renteforhøjelser, bortset fra i august i år. Hertil kommer tre rentenedsættelser i henholdsvis februar, marts og juni. Spændet mellem den pengepolitiske rentesats, 60 day tolar bills, og ECBs rente er derfor indsnævret ganske betydeligt, jf. figur 3 (venstre). Pengemarkedsinstrumenter i tolar er dermed gjort mindre attraktive for forretningsbankerne relativt til instrumenter i euro.

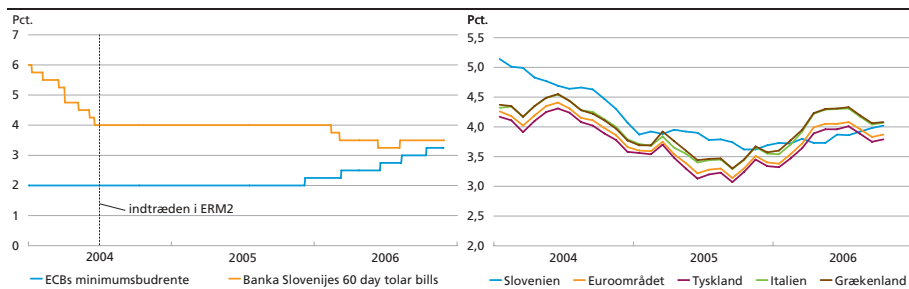
Rådet af økonomi- og finansministre besluttede i juli, at Sloveniens indtrædelseskurs i euroen 1. januar 2007 skal være den nuværende centralkurs, dvs. 239,64 tolar pr. euro.

### Udviklingen i den lange rente

For at kunne indtræde i euroen kræves det, at den gennemsnitlige rente på 10-årige statsobligationer i de 12 måneder, der er gået forud for vurderingen, ikke må overstige renten i de tre EU-lande med laveste år-til-år prisstigningstakt med mere end 2 procentpoint. Kriterieværdien kom i marts ud med en overgrænse på 5,9 pct., men den gennemsnitlige rente på lange slovenske statsobligationer var kun 3,8 pct., dvs. betydeligt lavere end kriteriet og også lavere end det uvejede gennemsnit for de

PENGEPOLITISK RENTE (VENSTRE) OG LANG RENTE (HØJRE)

Figur 3



Anm.: 60 day tolar bills er renten på indskudsbeviser udstedt af Banka Slovenije. Det er bankens vigtigste pengepolitiske rentesats. Bemærk at løbetiden er en anden end for ECBs minimumsbudrente på 1 uge. De lange renter er det månedlige gennemsnit af afkastet på en statsobligation med omkring 10 års resterende løbetid, for euroområdet vejet med nominelt udestående for hvert enkelt land. Det er den renteserie, der anvendes ved konvergensvurderingen.

Kilde: Banka Slovenije, Eurostat og EcoWin.

tre lande, der dannede grundlag for vurderingen. I kriterieværdien indgik dog Polen og Sverige, som ikke deltager i euroen. I forhold til euroområdet havde Slovenien et lille, men positivt gennemsnitligt rentespænd på 0,4 procentpoint over de 12 måneder frem til marts.

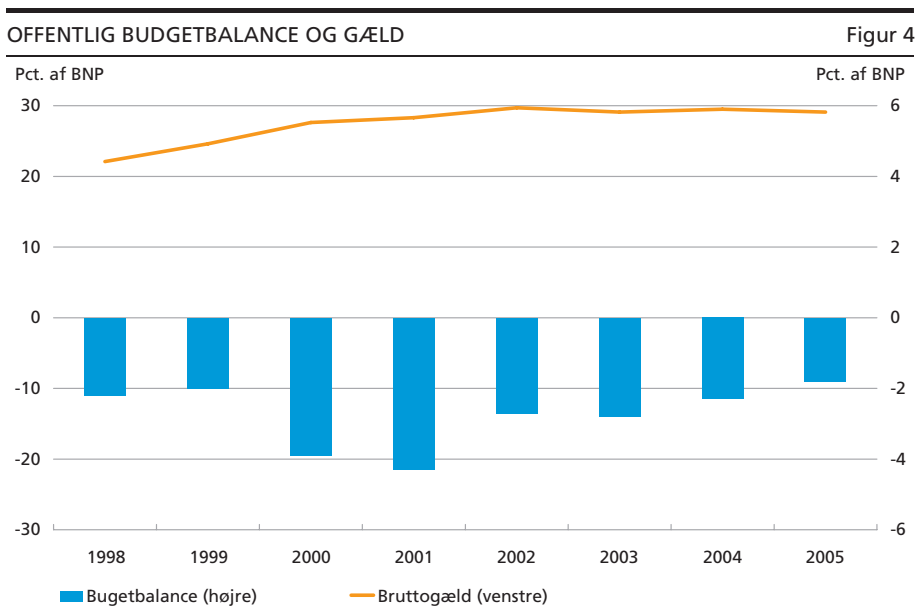
Den lange rente er faldet i de senere år i takt med det globale fald i obligationsrenterne, den stabile makroøkonomiske udvikling og den deraf følgende opfattelse af, at Slovenien hurtigt kunne blive euromedlem. Rentespændet til euroområdet er samtidig indsnævret på grund af afdæmpning af inflationen. Siden slutningen af 2005 er rentespændet indsnævret yderligere, jf. figur 3 (højre).

### Finanspolitikken

Ifølge konvergenskriterierne må underskuddet på det offentlige budget ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige gæld må ikke overstige 60 pct. af BNP. Referenceåret for vurdering med hensyn til beslutning om indtræden i euroen i 2006 er 2005. I dette år svarede Sloveniens budgetunderskud til 1,8 pct. af BNP, og gælden var 29,1 pct. af BNP.

I de senere år har budgetunderskuddet ligget forholdsvis stabilt mellem 2 og 2,5 pct. af BNP bortset fra i 2000-01, hvor underskuddet steg, jf. figur 4, bl.a. fordi forpligtelser i en offentlig krigsskadefond måtte bogføres som udgifter.

Der blev i konvergensrapporterne fra både ECB og Europa-Kommissionen gjort opmærksom på, at offentlige udgifter relateret til aldring af befolkningen ventes at stige særlig stærkt i Slovenien i de kommende årtier, stærkere end i både de nye EU-lande som samlet gruppe og det gamle EU. Det skyldes, at Slovenien om 20 år vil have en større andel i pensionsalderen end andre lande.



Kilde: Eurostat, ECB Convergence Report, maj 2006.

## SLOVENIEN I EUROEN

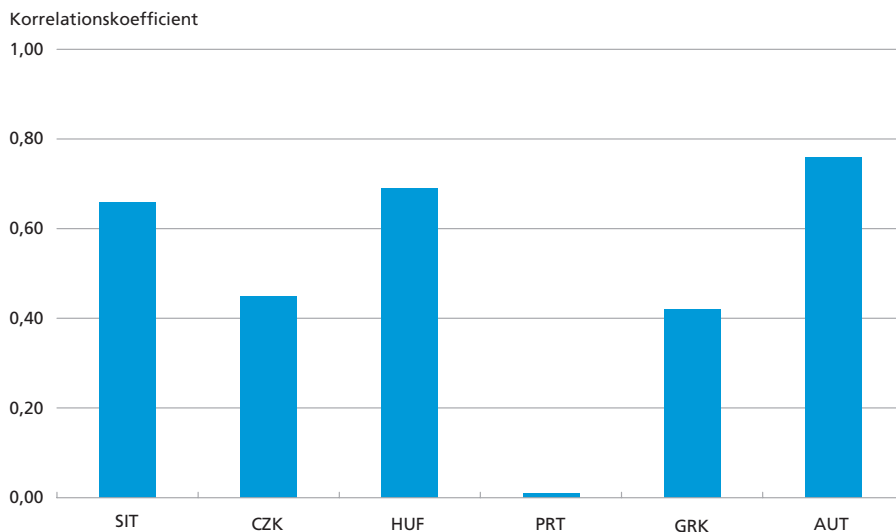
Sloveniens succesfulde og hurtige gennemførelse af den krævende nominelle konvergensproces er et afgørende tegn på, at økonomien er klar til at træde ind i euroområdet. Den høje økonomiske vækst, det fortsatte fald i arbejdsløsheden samt den stærke stigning i beskæftigelsen i de sidste par år, hvor valutaen har været tæt bundet til euroen, tyder på det samme. Den stærke økonomiske fremgang har dog medført et lille underskud på den løbende betalingsbalance.

På langt sigt kræver deltagelse i en monetær union, at den økonomiske struktur er tilpansningsdygtig. Slovenien har igennem de senere år gennemført en omfattende omstrukturingsproces, og økonomien er – ligesom i de andre nye EU-lande – blevet integreret i den europæiske produktionsstruktur. Den strukturelle tilpasning er især sket via fremstillingssektoren.

Dermed er strukturen i de nye landes fremstillingssektor blevet tilnærmert til de højtudviklede EU-landes gennem rationalisering, indskrænkning og modernisering, og den private tjenesteydelsessektor er blevet udviklet. Det medfører bl.a., at intraindustri handel med mellemprodukter og halvfabrikata kommer til at udgøre en stigende andel af de nye landes samlede industrihandel. Denne udvikling har også fundet sted i Slovenien. Væksten i industriproduktionen er derfor forholdsvis tæt korreleret med industriproduktionen i euroområdets "motor", Tyskland, dog ikke så tæt som i kernelandet Østrig, men tættere end i lande, der ligger mere i euroområdets udkant som fx Grækenland og Portugal, jf. figur 5.

KORRELATIONER MED TYSKLAND I INDUSTRIPRODUKTION 1999-2006

Figur 5



Anm.: Korrelationskoefficienterne er beregnet vis-à-vis Tyskland på år-til-år stigninger i månedlige sæsonkorrigerede industriproduktionsindeks. SIT = Slovenien, CZK = Tjekkiet, HUF = Ungarn, PRT = Portugal, GRK = Grækenland, AUT = Østrig.

Kilde: Egne beregninger, Eurostat, EcoWin.

Den økonomiske struktur i Slovenien er dog stadig en del anderledes end i det øvrige euroområde, herunder i Grækenland og Portugal. Ligesom i de andre nye EU-lande er fremstillingssektorens andel af den samlede økonomi betydeligt større end i euroområdet, men det specielle ved Slovenien er, at fremstillingssektoren også er større end i mange af de andre nye EU-lande, dog ikke Tjekkiet. Den private tjenesteydelses-sektor er tilsvarende mindre udviklet.

Slovenien har i en længere årrække modtaget færre direkte investeringer, FDI, end nogen af de andre, nye EU-lande. I perioden 2000-04 kom der FDI svarende til kun 2,3 pct. af BNP mod et gennemsnit på 5 pct. i de nye medlemslande. Tempoet i privatiseringsprocessen, herunder inden for den finansielle sektor, er blevet betegnet som langsommere end i de andre nye EU-lande.<sup>1</sup>

Sloveniens konkurrenceevne viser ikke tegn på problemer. Eksporten er pænt stigende, den reale valutakurs stabil,<sup>2</sup> og løn- og prisstigningerne moderate. Den gennemsnitlige stigningstakt i eksporten siden midten af 1990'erne har dog været lavere end i fx Tjekkiet og Ungarn, men

<sup>1</sup> Jf. IMF, *Republic of Slovenia – Selected Issues*, June 2006, tabel 3 side 104 og Europa-Kommissionen, *Convergence Report 2006 on Slovenia*, maj 2006, side 27.

<sup>2</sup> Beregning af ligevægtsvalutakurser er særlig vanskelig for økonomier, der som Slovenien er midt i en strukturel omformningsproces. Den reale, effektive kurs for slovenske tolar lå i 2006 på samme niveau som i 2001, og dette år kan ifølge Schadler m.fl., *Adopting the Euro in Central Europe*, IMF *Occasional Paper* No. 234, 2005, side 77, tages som benchmark for valutakursligevægt i Slovenien.

også importen er vokset langsommere. Det tyder på, at "catch-up" effekten har været en mindre stærk drivkraft for Slovenien end for de andre nye medlemslande som følge af Sloveniens relativt gunstige udgangsposition, idet landet allerede ved overgangsprocessens begyndelse i de tidlige 1990'ere var betydeligt mere velstående end de andre overgangsøkonomier, der siden er indtrådt i EU. Sloveniens eksportpræstation inden for EU er på linje med Grækenlands og Portugals, men Slovenien adskiller sig fra disse to lande og de fleste af de andre nye EU-medlemslande ved, at det løbende betalingsbalanceunderskud er forholdsvis beskedent. Alt i alt synes Slovenien således allerede forholdsvis godt integreret i samhandlen inden for EU.

Den samlede beskæftigelsesfrekvens er lidt højere end i euroområdet, hvor den for de fleste andre nye EU-lande er lavere som konsekvens af de senere års reformproces, der i en periode har overflødiggjort arbejdskraft. Samtidig er beskæftigelsesfrekvensen for ældre betydeligt lavere end i euroområdet, og også lavere end i de fleste af de andre nye lande, jf. figur 6. Den lave beskæftigelsesfrekvens i Slovenien for ældre afspejler, at landet har den laveste gennemsnitlige tilbagetrækningsalder i EU. Den effektive tilbagetrækningsalder var i 2003 lidt over 56 år mod omkring 61 i euroområdet og 58-61 år i Polen, Ungarn og Tjekkiet. Det er bl.a. det eksisterende pensionssystem, der indbyder til tidlig tilbagetrækning. Også skatte- og socialsikringsystemet spiller ind på arbejdsudbuddet. Interviewundersøgelser viser således en meget lavere arbejdsløshed end den registrerede, sandsynligvis fordi en stor del af de registrerede arbejdsløse reelt ikke søger arbejde, hvilket er nødvendigt for at blive regnet som arbejdsløs ved interviewundersøgelserne. Det kan skyldes samspillet mellem et progressivt skattesystem med høje skattesatser (den højeste indkomstskattesats er 50 pct.) og sociale ydelser, der er på OECD-niveau eller højere.<sup>1</sup>

Strukturen på Sloveniens arbejdsmarked er præget af nogle af de samme stivheder, som findes i mange af eurolandene. Fx er arbejdsmarkedslovgivningen forholdsvis striks,<sup>2</sup> løndannelsen centraliseret på branche eller nationalt niveau, og kollektive aftaler dækker det meste af den samlede beskæftigelse.<sup>3</sup> Slovenien adskiller sig fra de andre eurolande ved, at der føres indkomstpolitik. Det er senest aftalt mellem regeringen og arbejdsmarkedets parter, at lønstigningerne skal ligge mindst 1 procentpoint under produktivitetsstigningerne. Det er også specielt ved Slovenien, at der stadig findes en form for dyrtidsregulering, idet lønud-

---

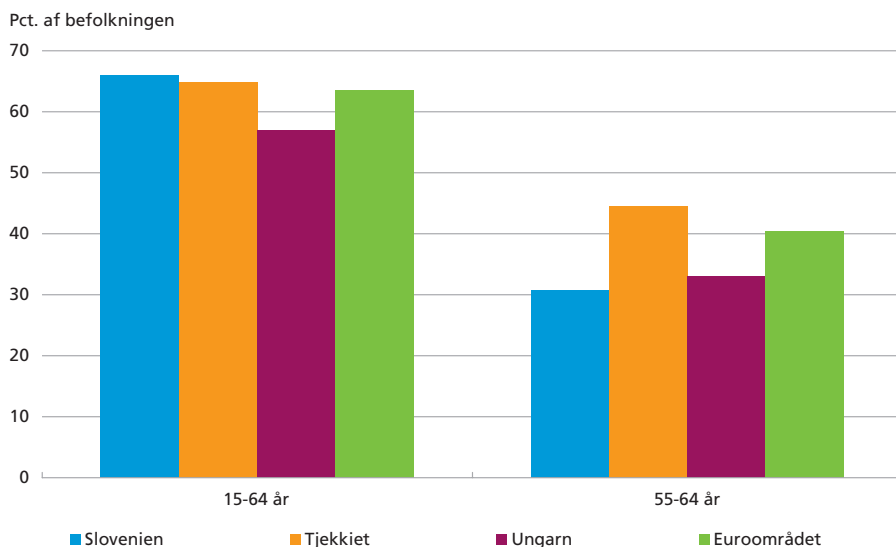
<sup>1</sup> Jf. IMF (2006), side 71 og 73.

<sup>2</sup> I forhold til OECDs indeks for den retlige beskyttelse af personer i beskæftigelse overgås Slovenien kun af eurolandene Portugal og Grækenland, jf. Schadler m.fl. (2005), tabel 3.7 side 25.

<sup>3</sup> Thomas Gruber, *Employment and Labour Market Flexibility in the New EU Member States*, ONB Focus I/2004, tabel 3 side 111 og figur 9 side 114.

## BESKÆFTIGELSESFREKVENS

Figur 6



Anm.: Beskæftigelsesfrekvens er beskæftigede i aldersgruppen som pct. af befolkning i samme aldersgruppe.  
Kilde: EcoWin.

viklingen følger inflationen tæt gennem indeksering til den forventede inflation.

Det lave arbejdsudbud har konsekvenser for Sloveniens finanspolitiske fleksibilitet. Det offentlige udgiftstryk var i 2005 48 pct. af BNP. Det er højere end både gennemsnittet på 42 pct. for de nye EU-lande og 44 pct. for de gamle. Det er især udgifterne til sociale ydelser, der er høje. Konjunkturfølsomheden af de offentlige udgifter ligger på de fleste budgetområder en del lavere i Slovenien end i både de nye EU-lande og de gamle.<sup>1</sup>

## KONKLUSION

Den slovenske økonomi er velfungerende og allerede godt integreret i den europæiske økonomi. På nogle punkter er økonomien dog præget af ufleksibilitet. Bl.a. har de offentlige finanser en forholdsvis høj grad af budgetmæssig rigiditet. Befolkningens aldring vil, sammen med ufleksibiliteten på udgiftsområdet, lægge pres på de offentlige finanser fremover. Der kan allerede nu forudses behov for en betydelig tilpasning af finanspolitikken i de kommende år for at holde både underskud og gæld inden for Maastricht-traktatens krav.

<sup>1</sup> Jf. IMF (2006), side 6-8 og tabel 1 side 10.

DE SLOVENSKE EUROMØNTER



---

# Relevansen af BNP-vækstrater

---

*Christian Ølgaard, Økonomisk Afdeling*

## INDLEDNING

---

Når et lands økonomiske præstation skal vurderes, er der ofte fokus på udviklingen i BNP i faste priser. Lande, som over en periode har haft en høj økonomisk vækst, bliver ofte fremhævet, og det konkluderes – eksplicit eller implicit – at disse lande har en konkurrencedygtig økonomisk model, som lande med lav vækst kan lære af. Ved en overfladisk betragtning kan det virke rigtigt, og – afhængig af afsenders dagsorden – kan det danne grundlag for politik-budskaber til politikere og offentlighed.

Der er imidlertid flere faldgruber ved sammenligning af simple BNP-vækstrater på tværs af lande – også selv om manualen for udarbejdelse af nationalregnskabstal er den samme for alle lande. I denne artikel ses der nærmere på et par af faldgruberne, som (for) ofte overses:

- Betydningen af demografi.
- Betydningen af bytteforhold.

Konklusionen af analysen er, at demografi og bytteforhold kan have stor betydning for vurderingen af, hvilke lande der har klaret sig godt, og hvilke lande der har klaret sig mindre godt.

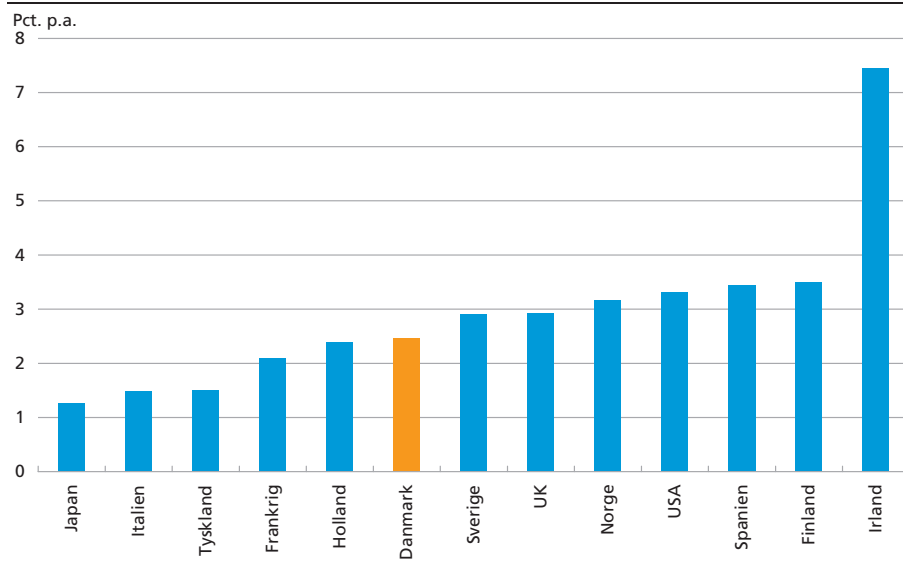
## AFGRÆNSNING AF ANALYSEN

---

Analysen er af hensyn til overskueligheden begrænset til 13 OECD-lande, der – hvad BNP-vækst angår – dækker hele spektret fra høj til lav. Der ses på perioden 1993-2005. Valget af periode er ikke ligegyldigt, bl.a. vil det enkelte lands placering i konjunkturførløbet i henholdsvis start- og slutåret påvirke væksten i den mellemliggende periode. Med valget af en periodelængde på 12 år begrænses dette problem, og i samme retning trækker, at alle de udvalgte lande – målt ved OECDs produktionsgab – enten nåede eller var tæt ved bunden af en lavkonjunktur i 1993. Samtidig er perioden så lang, at forskelle mellem landene næppe er udtryk for rene tilfældigheder, og forhåbentlig ikke længere, end at resultaterne har relevans for i dag.

BNP I FASTE PRISER, GENNEMSNITLIG ÅRLIG ÆNDRING FRA 1993 TIL 2005

Figur 1



Anm.: Standardafvigelsen for vækstraterne i figuren (et mål for deres spredning) er 1,56.  
 Kilde: OECD, Economic Outlook 79 (database), juni 2006 og egne beregninger.

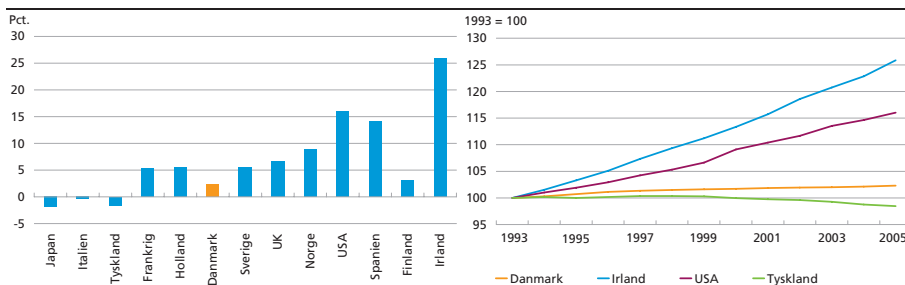
Målt ved simple BNP-vækstrater ligger Irland klart højest med en gennemsnitlig årlig vækst på 7,4 pct. i perioden 1993-2005, jf. figur 1. På de følgende pladser kommer Finland, Spanien og USA med vækstrater omkring 3,5 pct. Danmark ligger midt i feltet med en vækst på 2,5 pct., mens Tyskland, Italien, og Japan indtager bundpladserne. Det er velkendte resultater.

Forskellen i vækstraterne kan – i hvert fald når der ses bort fra Irland – synes beskedne, men over en 12-årig periode kan selv mindre forskelle akkumulere til en del. At Sverige har haft en gennemsnitlig vækstrate, der er 0,5 procentpoint højere end den danske, er ensbetydende med, at svensk BNP over hele perioden er vokset 6 pct. mere end det danske.

## BETYDNINGEN AF DEMOGRAFI

Demografien har væsentlig betydning for et lands vækstpotentiale. Et land med en stigning i antallet af personer i den arbejdsdygtige alder vil alt andet lige kunne vokse hurtigere end et land uden stigning. Hvis en højere vækst i land A end i land B alene afspejler, at der er blevet flere hænder til at producere, kan væksthforskellen ikke tages som udtryk for, at land A økonomisk set har klaret sig bedre. Det er elementært, men det overses ofte – måske ud fra en betragtning om, at "det nok ikke betyder det store".

ANTAL PERSONER I DEN ARBEJDSDYGTIGE ALDER, ÆNDRING FRA 1993 TIL 2005 Figur 2



Anm.: Afgrænsningen af, hvilken aldersgruppe, der tilhører den arbejdsdygtige alder, følger OECD, Economic Outlook. Afgrænsningen varierer fra land til land. For de fleste lande er de arbejdsdygtige aldre defineret som de 15-64 årige eller lignende, men for USA er det alle personer over 15 år. Da der her fokuseres på ændringer, har den præcise afgrænsning næppe den store betydning.

Kilde: OECD, Economic Outlook 79 (database), juni 2006.

Faktum er imidlertid, at demografien kan variere en del fra land til land over længere perioder. I perioden 1993-2005 var der en klar tendens til, at lande, der havde en høj BNP-vækst, også havde en høj vækst i den arbejdsdygtige befolkning og omvendt, jf. figur 2. Antallet af arbejdsdygtige voksede med 26 pct. i Irland i den belyste periode og med 16 pct. i USA, mens antallet faldt i Japan, Tyskland og Italien. Denne forskel i adgangen til arbejdskraft slår igennem på økonomiernes vækstpotentiale og dermed i den faktiske vækst.

Hvis BNP-vækstraterne korrigeres for ændringen i antallet af personer i den arbejdsdygtige alder<sup>1</sup>, mindskes vækstofforskellene, jf. figur 3. Irland har ganske vist fortsat klart den højeste vækstrate, men de øvrige landes vækstrater ligger nu langt tættere på hinanden. Endvidere er vækstrækkefølgen ændret. Især er det bemærkelsesværdigt, at den amerikanske vækstrate nu er mindre end den danske og kun lidt højere end eksempelvis den tyske. Så – i modsætning til, hvad der ofte fremføres – er den relativt høje økonomiske vækst i USA i de seneste 10-15 år først og fremmest et resultat af en stærk tilgang af arbejdskraft. Når der korrigeres herfor, har udviklingen i USA været tæt på gennemsnittet.<sup>2</sup>

## BETYDNINGEN AF BYTTEFORHOLD

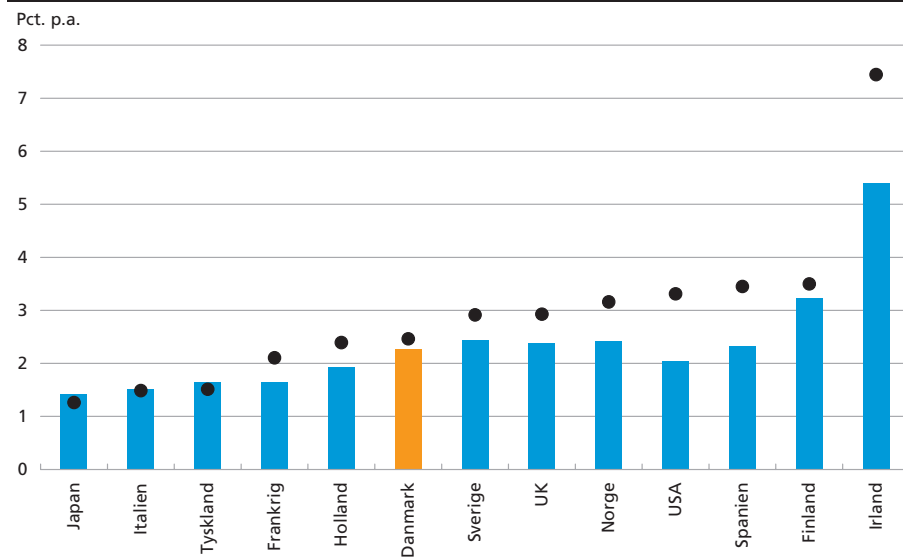
Et forhold, som har fået stigende opmærksomhed i de senere år, er, at BNP-vækstrater – uanset om de er korrigeret for demografi eller ej –

<sup>1</sup> Ved korrektion af BNP-væksten for demografi er det normalt at opgøre væksten i BNP *pr. indbygger*. Når der her korrigeres med antallet af *personer i den arbejdsdygtige alder*, skyldes det, at denne gruppe er tættere knyttet til produktionspotentialt end den samlede befolkning. Hvis et lands befolkning er vokset, fordi der er kommet flere børn eller gamle, vil landets arbejdskraftresurser ikke umiddelbart være påvirket nævneværdigt.

<sup>2</sup> Det skal bemærkes, at korrektion for demografi ikke er relevant, hvis man vil vurdere, hvilke markeder der har det største afsætningspotentiale. En større befolkningsvækst vil alt andet lige også give bedre muligheder for afsætning.

BNP I FASTE PRISER PR. PERSON I ARBEJDSDYGTIG ALDER,  
GENNEMSNITLIG ÅRLIG ÆNDRING FRA 1993 TIL 2005

Figur 3



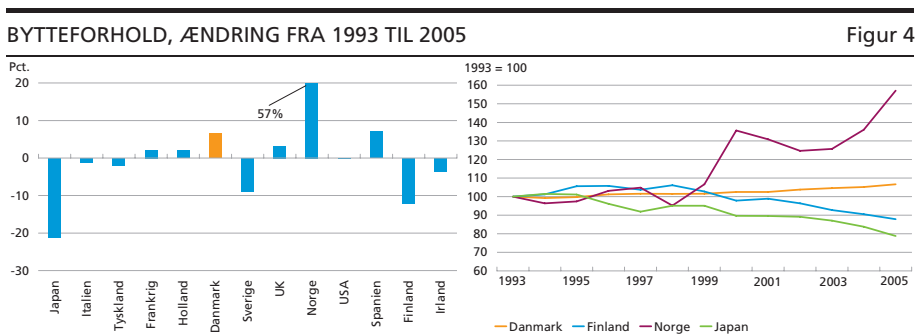
Anm.: Prikker viser BNP-vækst fra figur 1. Standardafvigelsen for vækstraterne i figuren (et mål for deres spredning) er 1,04, dvs. betydeligt mindre end i figur 1.

Kilde: OECD, Economic Outlook 79 (database), juni 2006 og egne beregninger.

ikke fanger effekten af forskelle i udviklingen i bytteforholdet, jf. fx Beier og Pedersen, 2005, Finansministeriet, 2005, og OECD, 2006.

Især Finland trækkes ofte frem. Lidt forenklet er historien, at finsk produktion af informations- og kommunikationsteknologi (ikt) er vokset hastigt siden midten af 1990'erne, eksemplificeret med Nokia, og i dag udgør en langt større andel af den samlede produktion end i andre lande. Produktion af ikt har været kendetegnet ved store produktivetsgevinster. Ikke blot i Finland, men over hele verden. Da ikt-industrien fylder mere i den finske økonomi end i de fleste andre økonomier, har væksten i den finske arbejdsproduktivitet været høj, og det er baggrunden for, at Finlands BNP i faste priser er steget hastigt. Den høje produktivetsvækst i ikt har imidlertid ikke været ledsaget af en tilsvarende vækst i indtjeningen. En effektiv konkurrence inden for ikt har indebåret, at produktivetsgevinsterne først og fremmest er kommet forbrugere og ikt-anvendende virksomheder til gode i form af lavere priser. Modstykket – et kraftigt fald i afsætningspriserne på ikt-produkter, som har ført til et fald i det finske bytteforhold på over 10 pct. siden 1993 – påvirker til gengæld ikke tallene for den reale BNP-vækst.

Eksemplet illustrerer, at tal for væksten i realt BNP eller produktivitet kan give et misvisende billede. En stor stigning i produktiviteten stiller ikke et land bedre, hvis det modsvares af, at landet må sælge sine varer og tjenester til faldende priser.



Anm.: Bytteforholdet er beregnet som forholdet mellem nationalregnskabs deflator for eksporten af varer og tjenester og deflator for import af varer og tjenester.

Kilde: OECD, Economic Outlook 79 (database), juni 2006.

Finland er ikke det eneste land, der i perioden 1993-2005 har haft en væsentlig ændring i bytteforholdet. I Sverige er bytteforholdet forværret næsten tilsvarende, og i Japan er bytteforholdet forværret mere, jf. figur 4. I Norge er bytteforholdet til gengæld forbedret voldsomt siden slutningen af 1990'erne – først og fremmest trukket af de stigende oliepriser. Også i Danmark er bytteforholdet forbedret, men her har forbedringen været mere gradvis og kan kun i mindre udstrækning tilskrives Nordsøproduktionen.

En stigning i BNP i faste priser øger alt andet lige realindkomsterne i et land, mens en forværring af bytteforholdet trækker i den modsatte retning. Spørgsmålet er derfor: I hvilket omfang bliver en given mer-vækst i BNP opvejet af en forringelse af bytteforholdet?

Dette spørgsmål har ikke et entydigt svar. Bytteforholdet afspejler nogle pris effekter, som BNP i faste priser pr. konstruktion netop tilstræber at rense ud. Det gør det vanskeligt at ækvivalere BNP og bytteforhold.

Et skøn for betydningen af bytteforholdsudviklingen kan fås ved at beregne, hvad BNP havde været, såfremt eksportpriserne havde udviklet sig parallelt med importpriserne. Det svarer til at opgøre eksportmængden som den mængde importvarer, man kan købe for eksportindtægten. Konkret deflateres værdien af eksporten med importprisindekset i stedet for eksportprisindekset:

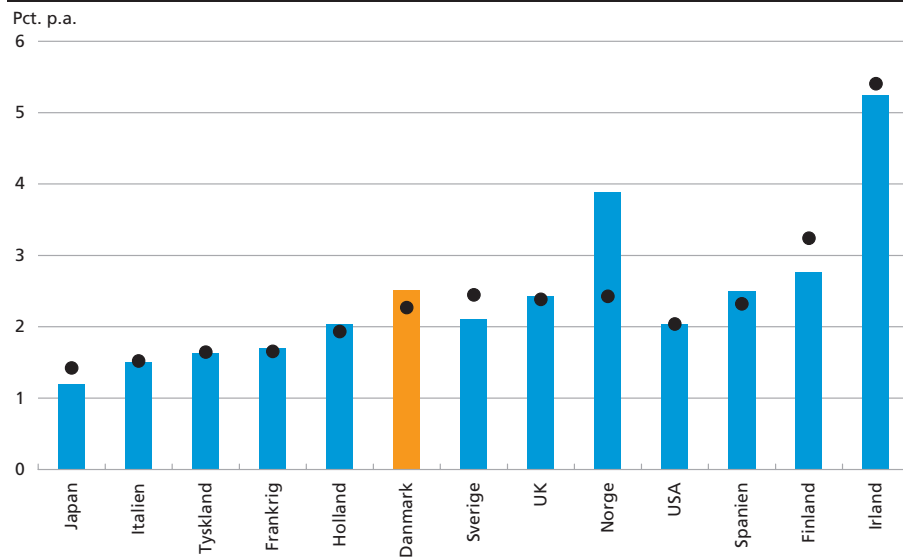
$$y_k = y - x + \frac{p_x}{p_m} x$$

hvor  $y$  er BNP i faste priser,  $y_k$  er korrigeret BNP,  $x$  er eksporten i faste priser og  $p_x$  og  $p_m$  er nationalregnskabs deflatorer for henholdsvis eksport og import af varer og tjenester. Samme metode er anvendt i Finansministeriet (2005) og OECD (2006).<sup>1</sup> Det er en statisk alt andet lige

<sup>1</sup> I førstnævnte ses på bytteforholdskorrigeret BNP pr. indbygger, mens der i sidstnævnte fokuseres på bytteforholdskorrigeret produktivitetsudvikling. OECD benytter i øvrigt betegnelsen "command GDP", BNP til rådighed, for det bytteforholdskorrigerede BNP.

BYTTEFORHOLDSKORRIGERET BNP PR. PERSON I ARBEJDSDYGTIG ALDER,  
GENNEMSNITLIG ÅRLIG ÆNDRING FRA 1993 TIL 2005

Figur 5



Anm.: Prikker viser BNP-vækst fra figur 3. Standardafvigelsen for vækstraterne i figuren (et mål for deres spredning) er 1,09, dvs. lidt højere end i figur 3.

Kilde: OECD, Economic Outlook 79 (database), juni 2006 og egne beregninger.

beregning, som ikke giver det fulde billede. Hvis udviklingen i bytteforholdet havde været en anden, havde udviklingen i den øvrige del af økonomien også været anderledes, men sådanne afledte effekter ses der bort fra her. På trods heraf giver beregningen et indtryk af størrelsesorden.

Bytteforholdskorrekturen har generelt en mere begrænset effekt på vækstraterne end demografi-korrekturen. Den største ændring sker for Norge, hvor vækstraten p.a. hæves med 1,6 procentpoint. Til gengæld reduceres vækstraten for Finland og Sverige med henholdsvis 0,5 og 0,3 procentpoint, jf. figur 5. Den japanske vækst mindskes kun med 0,2 procentpoint trods den klart største bytteforholdsforringelse. Det afspejler, at den japanske økonomi er mere lukket end de nordiske, hvorfor bytteforholdstab betyder mindre for den samlede økonomi.

For Danmark er der et tillæg til BNP-væksten på 0,25 procentpoint p.a. Væksten i det bytteforholdskorrigerede BNP i Danmark er dermed lidt højere end i Sverige, og der lægges yderligere afstand til USA.

Efter bytteforholdskorrekturen har Norge den næsthøjeste vækstrate efter Irland. Da det norske bytteforhold er meget følsomt over for oliepriserne, vil korrekturen variere mere fra år til år end for andre lande. Så længe olieprisen er høj, og olieproduktionen er stor, vil den bytteforholdskorrigerede vækst være større end den ukorrigerede.

Efter korrektion for demografi og bytteforhold har Finland den tredje-højeste vækstrate, men vækstraten er kun en smule højere end i eksempelvis Danmark. Det hører med i billedet, at Finland i 1993, dvs. analyseperiodens startår, efter nogle år med dyb økonomisk krise havde et negativt produktionsgab på 11-12 pct. af BNP. Ingen af de andre lande lå tilsvarende under deres produktionspotentiale i 1993. I Danmark, der på daværende tidspunkt havde været gennem syv "magre" år, var produktionsgabets 3-4 pct. I 1993 havde den finske økonomi med andre ord et langt større produktionsefterslæb end de øvrige lande i analysen, og den relativt høje finske vækst siden 1993 afspejler ikke blot strukturelle forskelle, men også det svage konjunktuelle udgangspunkt.

## BYTTEFORHOLDSEFFEKT I KRONER

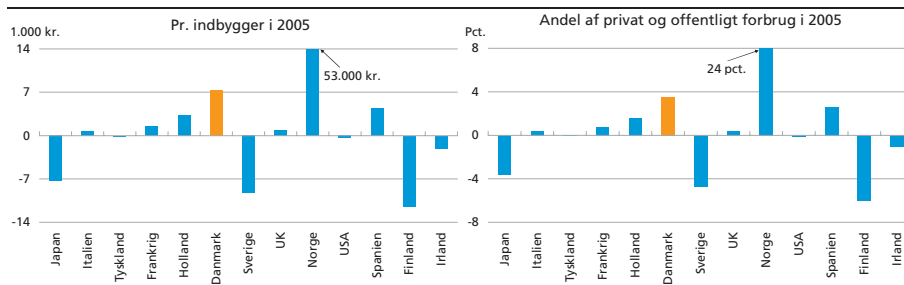
Effekten af ændringen i bytteforholdet kan alternativt kvantificeres som kroner pr. indbygger. I figur 6 (venstre) er vist, hvor meget bruttonationalproduktet pr. indbygger (løbende priser) er ændret sammenlignet med en situation, hvor bytteforholdet havde været uændret. I Norge var nationalproduktet i 2005 53.000 danske kroner højere pr. indbygger, end det havde været ved uændret bytteforhold. I Danmark var der en bytteforholdsgevinst på 7.000 kr. pr. indbygger i 2005. Det svarer til 3,5 pct. af forbruget (privat og offentligt), jf. figur 6 (højre), mens bytteforholdsgevinsten i Norge udgjorde 24 pct. af forbruget.

Omvendt indebar bytteforholdstab for Finland en nedgang i bruttonationalproduktet på 11.000 kr. i 2005 svarende til 6 pct. af forbruget.

Beregningerne illustrerer, at bytteforholdsgevinsterne kan have en anseelig effekt på indkomster og forbrug, når de akkumuleres over en længere periode – også selv om korrektionen af den årlige BNP-vækst kan virke begrænset.

INDKOMSTEFFEKT AF BYTTEFORHOLDSÆNDRING FRA 1993 TIL 2005

Figur 6



Anm.: Beløbene er omregnet til danske kroner ved anvendelse af OECDs købekraftspariteter for 2005 og ikke markedskurserne. Derved undgås, at resultaterne påvirkes af tilfældige udsving i valutakursen. Købekraftspariteten mellem Danmark og USA var 8,33 kr. pr. dollar i 2005.

Kilde: OECD, Economic Outlook 79 (database), juni 2006 og egne beregninger.

## AFRUNDING

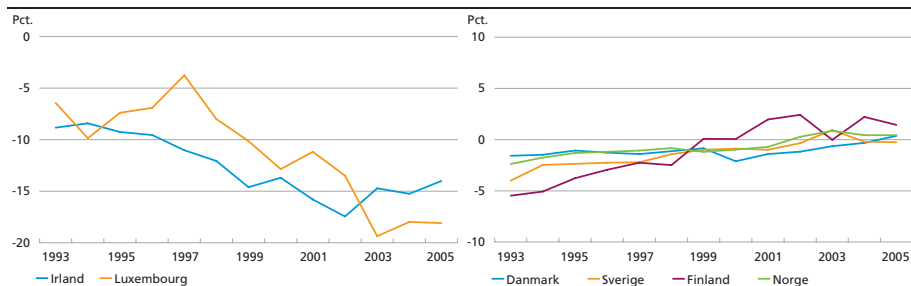
Beregningerne ovenfor har illustreret, at det kan føre til misvisende resultater, hvis et lands økonomiske præstation alene vurderes ud fra simple BNP-vækstrater. Korrektionerne for demografi og bytteforhold mindsker væksthforskellene mellem landene, og rangordningen ændres. Norge og til dels Danmark forbedrer sin placering mærkbart, mens væksten i USA, Finland og Sverige kommer til se mindre imponerende ud. Efter korrektionerne har Danmark således i perioden 1993-2005 haft en vækst, der er klart højere end i USA og Sverige og på niveau med Finland, mens de ukorrigerede tal umiddelbart viser, at Danmark har klaret sig dårligere end disse lande.

I det ovenstående har fokus været på demografi og bytteforhold. Der er andre forhold, som kan føre til forskelle i den opgjorte BNP-vækst, uden det reelt er udtryk for forskel i den økonomiske evne til at skabe realindkomst. Eksempelvis inddrages kapitalindsatsen ikke. En høj vækst kan være en konsekvens af en hurtig udbygning af kapitalapparatet. Derfor bør man i princippet fradrage forbruget af fast realkapital, afskrivningerne, fra bruttonationalproduktet. Problemet er, at det er vanskeligt at opgøre kapitalapparatets størrelse, og at der ikke findes internationalt sammenlignelige tal for afskrivningerne.

Man kan udvide analysen ved at se bredere på mål for landenes levestandard. Det er imidlertid lidt en anden diskussion, hvor man bl.a. skal se på, hvem værditilvæksten tilfalder. I specielt Irland og Luxembourg er en stigende del af produktionen blevet sendt ud af landet til aflønning af den betydelige udenlandske kapital og arbejdskraft, som man har tiltrukket over de seneste årtier. Bruttonationalindkomsten er derfor ikke steget i helt samme omfang som bruttonationalproduktet, jf. figur 7 (venstre). I de fire nordiske lande, som i en længere periode har haft

FORSKEL PÅ BRUTTONATIONALINDKOMST OG -PRODUKT

Figur 7



Anm.: Bruttonationalindkomsten (BNI) fremkommer som bruttonationalproduktet (BNP) tillagt løn- og formueindkomst fra udlandet (netto) samt produktions- og importskatter mv. fra udlandet. Forskellen er beregnet som  $(BNI - BNP)/BNP$ .

Kilde: OECD og Eurostat.

store overskud på betalingsbalancen, ses til gengæld en modsat tendens, jf. figur 7 (højre). Korrektionerne kan i princippet fortsætte nærmest i det uendelige, så det er vigtigt, at man holder sig for øje, hvad det er, man ønsker at belyse.

Udgangspunktet for analysen i denne artikel er *ændring* i landenes *BNP* over en periode. Ved at korrigere *BNP*-væksten for udviklingen i demografi og bytteforhold fås et mål, der bedre end den rene *BNP*-vækst sammenfatter landenes økonomiske præstation – eller måske mere præcist landenes evne til at skabe indkomst gennem produktion. Derved beskriver målet en central dimension af landenes konkurrenceevne.

## LITTERATUR

---

Beier, Niels C. og Erik Haller Pedersen (2005), Løn, konkurrenceevne og betalingsbalance, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Finansministeriet (2005), Samarbejdet om den økonomiske politik, november.

OECD (2005), *OECD Economics Surveys*, Denmark.



---

# Afvikling af valutahandler

---

*Lone Natorp, Handelsafdelingen og Tina Skotte Sørensen, Betalingsformidlingskontoret*

## SAMMENFATNING

---

De sidste 25 år har deltagerne på de finansielle markeder haft fokus på at nedbringe risikoen ved afvikling af valutahandler. Centralbankerne formulerede i 1996 en strategi for arbejdet. I overensstemmelse med denne har de private banker forbedret egen praksis vedrørende styring af valutaafviklingsrisiko. Etableringen i 2002 af det internationale valutaafviklingssystem, CLS<sup>1</sup> Bank International, har givet mulighed for, at valutahandler kan afvikles uden kreditrisiko mellem handlens parter. Den samlede valutaafviklingsrisiko vil dermed kunne reduceres i takt med, at en større og større andel af valutahandlen afvikles via CLS. Undersøgelser viser, at danske markedsdeltagere generelt håndterer afviklingsrisiko på forsvarlig vis, men også at afviklingsrisikoen for nogle deltagere kan nedbringes ved at optimere afviklingsrutiner eller ved at afvikle via CLS.

## INDLEDNING

---

På de internationale valutamarkeder handles dagligt valuta for over 1.900 mia.dollar.<sup>2</sup> Når en valutahandel er indgået, afvikles handlen ved at gennemføre to modsatrettede betalinger mellem parterne i handlen. En handel i fx kroner mod euro afvikles ved, at det aftalte beløb i kroner overføres fra den ene part til den anden, mens det modsvarende beløb i euro overføres i modsat retning.

Traditionelt er valutahandler blevet afviklet ved, at de aftalte beløb overføres via korrespondentbanker<sup>3</sup>. Denne afviklingsform påfører parterne i valutahandlen en gensidig kreditrisiko svarende til det købte valutabeløb. Givet de meget store beløb, som handles, kan denne afviklingsrisiko potentielt påvirke den finansielle stabilitet. Bankhaus Herstatt's konkurs i 1974 satte fokus på dette. Der er også senere eksem-

---

<sup>1</sup> Continuous Linked Settlement.

<sup>2</sup> Jf. BIS (2005) blev der dagligt indgået valutahandel for ca. 1.900 mia.dollar i april 2004. Handelsomfanget forventes at være gradvist stigende over tid.

<sup>3</sup> En korrespondentbank fører konti for andre banker og foretager betalinger på vegne af disse.

## VALUTAAFVIKLINGSRISIKO OG FINANSIEL STABILITET

Boks 1

Der har gennem tiden været flere eksempler på, at afvikling af valutahandler via de traditionelle kanaler for internationale betalinger kan medføre, at finansielle problemer spredes mellem deltagere på valutamarkedet.

I juni 1974 inddrog det tyske banktilsyn Bankhaus Herstatt's banklicens med øjeblikkelig virkning, og Herstatt gik i betalingsstandsning. Betalingsstandsningen blev annonceret kl. 15.30 europæisk tid svarende til kl. 10.30 i New York. På det tidspunkt havde flere af Herstatt's valutamodparter via deres korrespondentbanker i Tyskland indbetalt D-mark til Herstatt i forventning om at modtage dollar fra Herstatt senere på dagen. Betalingsstandsningen fik imidlertid Herstatt's korrespondentbank i New York til at stoppe alle udbetalinger fra Herstatt's konto, hvilket efterlod Herstatt's modparter med krediteksponering svarende til hele det købte valutabeløb.

I februar 1990 ledte alvorlige likviditetsproblemer til Drexel Burnham Lambert, DBL, gruppens kollaps. Efterhånden som likviditetsproblemerne blev kendt blandt datterselskabet Drexel Burnham Lambert Tradings, DBLT, modparter, voksede deres modvilje mod at påtage sig kredit- og likviditetseksponeringer i forbindelse med afvikling af valutahandler med DBLT. DBLT ønskede på sin side ikke at "betale først", idet de frygtede, at modparten ikke ville betale sin del af valutahandlen, men i stedet modregne modtagne valutabeløb i andre tilgodehavender. Da DBLT kunne påvise at være solvent, indvilligede Bank of England i at etablere en midlertidig afviklingsfacilitet til sikring af, at begge parter leverede den solgte valuta.

I juli 1991 gik Bank for Credit and Commerce International (BCCI) i betalingsstandsning, hvilket medførte tab af købte valutabeløb hos BCCIs britiske og japanske modparter. En britisk modparts betaling af pund sterling til BCCI blev gennemført som planlagt, mens BCCIs modsatte betaling af dollar blev forsinket og senere trukket tilbage af BCCIs amerikanske korrespondentbank, da betalingsstandsningen blev kendt. En japansk modpart indkasserede tab på grund af tidsforskellen mellem Japan og USA. Modparten havde leveret japanske yen til BCCI i japansk åbningstid, mens BCCIs midler i New York blev indefrosset, inden betalingen af handlens dollarside blev gennemført.

pler på, at afviklingsproblemer i valutamarkedene har været en trussel mod den finansielle stabilitet, jf. boks 1.

Siden 2002 har det internationale valutaafviklingssystem, CLS Bank International, muliggjort afvikling af valutahandler på en måde, som ikke påfører handlens parter en gensidig kreditrisiko. Omtrent halvdelen af verdens valutahandel anslås at blive afviklet via CLS. For den resterende valutahandel anvendes traditionelle afviklingsmetoder.

Finansiel stabilitet er en vigtig målsætning for centralbankerne. Det er baggrunden for, at centralbankerne siden Herstatt's konkurs sammen med tilsynsmyndighederne og de private banker har arbejdet med at reducere valutaafviklingsrisici. Centralbankernes arbejde koordineres i BIS<sup>1</sup> Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS. CPSS formu-

<sup>1</sup> Bank for International Settlements, BIS, er centralbankernes bank.

## BIS-ARBEJDET MED NEDBRINGELSE AF VALUTAUFVIKLINGSRISIKO

Boks 2

BIS' Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS, offentliggjorde i marts 1996 rapporten Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions. I denne blev opstillet en metode til opgørelse af eksponeringen ved afvikling af valutahandler. En undersøgelse af praksis blandt 80 internationale banker viste, at der ofte gik mere end tre dage fra den solgte valuta var leveret, til banken med sikkerhed vidste, at den købte valuta var modtaget. Det indebar, at en bank kunne løbe en kreditrisiko svarende til den samlede værdi af flere dages handler. Undersøgelsen viste endvidere, at hovedparten af bankerne enten ikke opgjorde eksponeringen over for afviklingsrisiko korrekt eller slet ikke opgjorde den. G10-centralbankerne formulerede på den baggrund en trestrengt strategi for nedbringelse af bankernes valutaafviklingsrisiko:

- 1) De enkelte private banker skulle forbedre deres egen risikostyring, dels ved løbende at måle og styre deres eksponering over for valutaafviklingsrisiko, dels ved at optimere afviklingsrutinerne med henblik på at reducere varigheden af eksponeringen.
- 2) Den internationale bankverden skulle udvikle en eller flere risikobegrænsende afviklingsfaciliteter, der i overensstemmelse med PVP<sup>1</sup>-princippet kunne sikre, at begge sider i en valutahandel blev afviklet samtidigt.
- 3) Centralbankerne skulle understøtte og fremme de private initiativer ved at give klare anbefalinger vedrørende opgørelse og styring af afviklingsrisiko, ved at samarbejde med de private banker om udviklingen af nye afviklingsfaciliteter, og ved at gennemføre relevante forbedringer i de nationale betalingsystemer.

I de følgende to år gennemførte BIS/CPSS yderligere undersøgelser med henblik på at følge op på strategien fra 1996.<sup>2</sup> Undersøgelserne viste, at selv om bankernes opmærksomhed på og styring af afviklingsrisiko var markant forbedret, var der fortsat over 60 pct. af de adspurgte banker, som undervurderede deres eksponering over for valutaafviklingsrisiko. I foråret 2006 igangsatte CPSS en undersøgelse af over 100 finansielle institutters og virksomheders håndtering af valutaafviklingsrisiko, herunder deres brug af CLS. Formålet var at foretage endnu en opfølgning på strategien fra 1996. De overordnede resultater fra den danske del af undersøgelsen præsenteres i sidste del af denne artikel. Danske markedsdeltagere har ikke medvirket i de tidligere BIS-undersøgelser.

Med etableringen af CLS-afviklingen i september 2002 blev BIS-strategiens punkt 2) opfyldt. Forud var gået omkring fem års forberedende arbejde. I hele forløbet var centralbankerne i dialog med bankerne bag CLS med henblik på at følge udviklingen og medvirke til at identificere problemstillinger i relation til finansiel stabilitet.

<sup>1</sup> Payment versus Payment, dvs. samtidig udveksling af de to sider i en valutahandel.

<sup>2</sup> Resultaterne blev præsenteret i BIS (1998).

lerede i 1996 en strategi for nedbringelse af valutaafviklingsrisiko og har løbende fulgt op på denne. Senest er der i april 2006 gennemført en undersøgelse af markedsdeltagernes håndtering af valutaafviklingsrisiko, herunder af deres brug af CLS. BIS' arbejde med valutaafviklingsrisiko er beskrevet i boks 2.

I det følgende gives en generel beskrivelse af forskellige afviklingsmetoder og dermed forbundne risici. Derefter redegøres for danske deltageres valutaafviklingsrisiko baseret på bl.a. ovennævnte BIS-undersøgelse.

## FORSKELLIGE AFVIKLINGSMETODER OG DERES RISICI

---

Afviklingsrisikoen ved en valutahandel opstår, når en part i handlen har leveret den solgte valuta og endnu ikke modtaget den købte valuta. Afviklingsrisiko omfatter forskellige typer risici:

- Kreditrisiko, der betegner risikoen for tab som følge af, at en modpart ikke kan leve op til sin forpligtelse, og den købte valuta derfor ikke modtages hverken på afviklingstidspunktet eller et senere tidspunkt.
- Likviditetsrisiko er risikoen for at lide tab, fordi den købte valuta ikke modtages på det forventede tidspunkt. Tabet kan opstå, hvis der fx er omkostninger ved at skaffe alternativ likviditet.
- Operationel risiko er risikoen for tab som følge af menneskelige fejl, systemfejl og eksterne begivenheder som fx naturkatastrofer, terrorisme, etc. Ved valutaafvikling vil operationelle risici typisk give sig udslag i uventet kredit- og/eller likviditetsrisiko på den købte valuta.

Nedenfor beskrives de mest anvendte afviklingsmetoder og den tilhørende afviklingsrisiko. Beskrivelsen anvender den terminologi, som er udviklet i BIS-rapporterne om afviklingsrisiko.

### Afvikling via korrespondentbanker og betalingssystemer

En valutahandel kan afvikles ved, at de handlede beløb udveksles via de traditionelle kanaler for internationale betalinger. Afviklingen af fx en euro/dollar handel sker ved, at de to modsatrettede betalinger i henholdsvis euro og dollar foretages uafhængigt af hinanden i betalingssystemer for de pågældende valutaer eller via parternes korrespondentbanker i euro henholdsvis dollar.<sup>1</sup>

#### *BIS' metode til opgørelse af afviklingsrisiko*

Afvikling af valutahandler via korrespondentbanker og betalingssystemer indebærer en afviklingsrisiko, fordi parterne i handlen, når de sender betalingen af den solgte valuta, ikke har garanti for at modtage den købte valuta<sup>2</sup>. Eksponeringen modsvarer det købte valutabeløb og varer

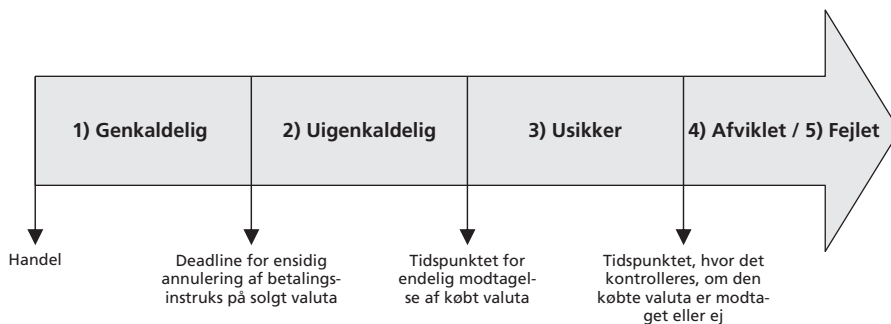
---

<sup>1</sup> For en nærmere beskrivelse af betalinger via betalingssystemer og korrespondentbanker henvises til kapitel 3 i *Betalingsformidling i Danmark*, Danmarks Nationalbank, 2005.

<sup>2</sup> Ud over afviklingsrisikoen kan der være kreditrisiko på korrespondentbanken. Derudover kan der være risici forbundet med deltagelsen i betalingssystemer. For en nærmere beskrivelse af risici ved betalingsafvikling henvises til kapitel 4 i *Betalingsformidling i Danmark*, Danmarks Nationalbank, 2005.

## EN HANDELS STATUS I GENNEM AFVIKLINGSPROCESSEN

Figur 1



- 1) *Genkaldelig*: Betalingsinstruksen på den solgte valuta er endnu ikke sendt, eller den kan annulleres uden samtykke fra korrespondentbank og/eller modpart. I den fase er der ingen afviklingsrisiko.
- 2) *Uigenkaldelig*: Betalingsinstruksen på den solgte valuta er uigenkaldelig, dvs. den er afviklet i det relevante betalingssystem, eller der kræves samtykke fra andre, fx korrespondentbanken og/eller modparten, for at annullere den. En betalingsinstruks kan være uigenkaldelig, så snart den sendes. Da den købte valuta endnu ikke er modtaget, er der afviklingsrisiko på hele det handlede beløb.
- 3) *Usikker*: Det er usikkert, om den købte valuta er modtaget, da den endelige kontrol af dette først sker senere. Derfor er der potentielt stadig afviklingsrisiko på den købte valuta.
- 4) *Afviklet*: Det er endeligt bekræftet, at den købte valuta er modtaget. Der er ikke længere afviklingsrisiko.
- 5) *Fejlet*: Det vides med sikkerhed, at den købte valuta ikke er modtaget som aftalt. Der er fortsat afviklingsrisiko, indtil den købte valuta modtages.

fra betalingen af den solgte valuta er sendt, til den købte valuta er modtaget. De forskellige faser i afviklingsprocessen fremgår af figur 1.

Den samlede eksponering over for afviklingsrisiko svarer som minimum til summen af de handler, hvor betalingen af den solgte valuta er uigenkaldelig, og hvor den købte valuta samtidig ikke er modtaget, plus de handler, hvor det vides med sikkerhed, at den købte valuta ikke er modtaget. I figur 1 svarer det til summen af handler med status 2) og 5). Dertil kommer, at der potentielt er afviklingsrisiko på de handler, hvor det endnu ikke er kontrolleret, om den købte valuta er modtaget. I figur 1 svarer det til, at en andel af handlerne med status 3) skal tillægges eksponeringen. Den maksimale eksponering vil være summen af handler med status 2), 5) og 3).

Varigheden af en markedsdeltagers eksponering over for afviklingsrisiko på den enkelte handel vil variere alt efter hvilke valutaer, der er handlet, og om der afvikles direkte i betalingssystemer eller via korrespondentnetværket. Endvidere er det afgørende, om handlens to sider skal afvikles i forskellige tidszoner. Undersøgelser fra 1997 viste, at afviklingsrisikoen på en handel typisk havde en varighed på mellem 10 og 37 timer afhængigt af hvilke valutaer, der blev handlet. I visse tilfælde løb afviklingsrisikoen i mere end tre dage. En markedsdeltagers samlede

eksponering over for afviklingsrisiko kunne derfor løbende udgøre den samlede værdi af flere dages handler.

### Afvikling via CLS

CLS er et internationalt system til afvikling af valutahandler i p.t. 15 valutaer<sup>1</sup>. CLS er etableret som et bankaktieselskab og ejes af 69 af verdens største private banker. I CLS afvikles de to sider i en valutahandel samtidigt, såkaldt Payment versus Payment, PvP. Parterne i handlen afleverer kun den solgte valuta, hvis de samtidig modtager den købte valuta. Der er således ikke kreditrisiko mellem parterne i handlen, når denne afvikles i CLS. I boks 3 er CLS-afviklingen beskrevet.

CLS har p.t. 55 direkte deltagere, hvis valutahandler afvikles på konti i CLS. Kun aktionærer i CLS kan være direkte deltagere. Endvidere er der omkring 750 såkaldt indirekte deltagere, som både indberetter og afvikler deres valutahandler via en direkte deltager. De direkte deltagere er typisk store internationale banker, mens, i den sammenhæng, mindre banker, fondsmæglere, fonde og ikke-finansielle virksomheder ofte vælger at deltage som indirekte deltagere.<sup>2</sup>

Afviklingen af handler i CLS sker ved, at de handlede beløb overføres mellem de pågældende deltageres konti hos CLS. Handlens to sider overføres samtidigt, dvs. PvP. Selv om handler således afvikles enkeltvist, gennemføres deltagernes indbetalinger til CLS på nettobasis<sup>3</sup>. Nettoindbetalingen opdeles i flere mindre indbetalinger, som skal være CLS i hænde på faste tidspunkter i løbet af afviklingsdagen. Udbetalingerne til deltagerne sker løbende. Ind- og udbetalinger til og fra CLS sker via de nationale RTGS<sup>4</sup>-systemer. En deltager behøver ikke at være tilsluttet alle 15 RTGS-systemer, men kan i stedet vælge at anvende en såkaldt nostroagent til at håndtere ind- og udbetalingerne for sig. I alt 48 store banker, som typisk også selv deltager i afviklingen, tilbyder nostro-service til CLS-deltagerne.<sup>5</sup> En mere detaljeret beskrivelse af CLS-afviklingen findes i bilaget.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Amerikanske, canadiske, australske, new zealandske, Singapore og Hongkong dollar; euro, japanske yen, britiske pund, schweizer franc, koreanske won, sydafrikanske rand samt danske, svenske og norske kroner.

<sup>2</sup> Flere aktører på det danske valutamarked afvikler deres handler via CLS. Nordea og Danske Bank er direkte deltagere, mens Amagerbanken, Forstædernes Bank, HSH Nordbank, ISS Finans, ISS Global, Jyske Bank, Nykredit Bank, Saxo Bank og Sydbank er indirekte deltagere.

<sup>3</sup> Eksempel: Et medlem af CLS har indberettet to valutahandler: Køb af 100 mio.dollar mod salg af euro og køb af danske kroner mod salg af 100 mio.dollar. De to positioner i dollar udligner hinanden, hvorfor det pågældende medlem alene skal indbetale euro og modtage danske kroner.

<sup>4</sup> RTGS står for Real Time Gross Settlement. Et RTGS-system er et betalingssystem, hvor hver betaling afvikles enkeltvist og øjeblikkeligt. RTGS-systemer ejes og drives typisk af centralbankerne.

<sup>5</sup> Hovedparten af deltagerne i CLS bruger Danske Bank og Nordea som nostroagenter for deres ind- og udbetalinger i danske kroner. SEB, ABN Amro og Jyske Bank tilbyder også nostroservice i danske kroner.

<sup>6</sup> For en yderligere beskrivelse af CLS henvises til kapital 8 i *Betalingsformidling i Danmark*, Danmarks Nationalbank, 2005.

### *Risici i CLS-afviklingen*

Etableringen af CLS har ændret risikobilledet for valutaafvikling. Anvendelsen af PVP-princippet i afviklingen har fjernet den traditionelle kreditrisiko mellem parterne i en valutahandel. Der er fortsat en vis likviditetsrisiko forbundet med afviklingen som følge af, at indbetalingerne til CLS skal ske efter en stram tidsplan. I opbygningen af CLS-afviklingen er der imidlertid lagt stor vægt på at mindske deltagernes likviditetsbehov og dermed deres likviditetsrisiko. Et centralt element er, at indbetalingerne til CLS sker på nettobasis. Dette reducerer, jf. boks 3, likviditetsbehovet i CLS betragteligt. Kravene til likviditetsfremskaffelse reduceres yderligere ved opdelingen af den enkelte deltagers indbetaling i en given valuta i flere mindre tidsmæssigt forskudte indbetalinger. Likviditetsstyringen understøttes derudover gennem en række online-faciliteter, udsendelse af foreløbige indbetalingsplaner, mv.

For indirekte deltagere i CLS-afviklingen er risikobilledet lidt anderledes. Indirekte deltagere undgår kreditrisiko på deres handelsmodparter, men kan i stedet få en mindre kreditrisiko på den direkte deltager. Dette er tilfældet, hvis den indirekte deltager foretager indbetaling af den solgte valuta til den direkte deltager om morgenen og modtager den købte valuta i løbet af dagen. Til forskel fra afvikling uden for CLS løber afviklingsrisikoen altid kun inden for dagen, og eksponeringen svarer alene til nettobeløbet for hver af de solgte valutaer.<sup>1</sup>

Koncentrationen af afviklingen af valutahandler i CLS betyder, at risici koncentrerer sig i CLS. CLS er et komplekst system, der i praksis binder 15 RTGS-systemer og 55 deltagere sammen. Operationelle problemer i CLS-systemet eller fejl i selve afviklingen kan derfor få store globale konsekvenser. Fx kan én deltagers manglende eller forsinkede indbetalinger til CLS medføre forsinkede udbetalinger til andre deltagere og udskydelse af lukketiden i andre landes RTGS-systemer.

For at sikre afviklingen mod systemnedbrud er der etableret parallel drift af CLS-systemet i London og New York, og der er en komplet "out of region" back-up løsning undervejs. Når denne efter planerne er færdiggjort i 2007, opfylder CLS de amerikanske myndigheders skærpede krav<sup>2</sup> efter angrebet 11. september 2001 på World Trade Center i New York. Der er endvidere taget forholdsregler til sikring af, at afviklingen kan gennemføres, selv om deltageren med den største indbetalingsforpligtelse ikke kan leve op til denne. Eventuelle tab i forbindelse med afviklingens gennemførelse dækkes af en tabsfordelingsaftale mellem de direkte deltagere, der er store, velkapitaliserede private banker.

---

<sup>1</sup> En anden mulighed er, at den indirekte deltager får intradag-kredit hos den direkte deltager, således at skyldige beløb først skal dækkes ind inden lukketid. I det tilfælde påtager den direkte deltager sig en kreditrisiko på den indirekte deltager.

<sup>2</sup> Jf. Board of Governors of the Federal Reserve System et al. (2003).

## CLS BANK INTERNATIONAL

Boks 3

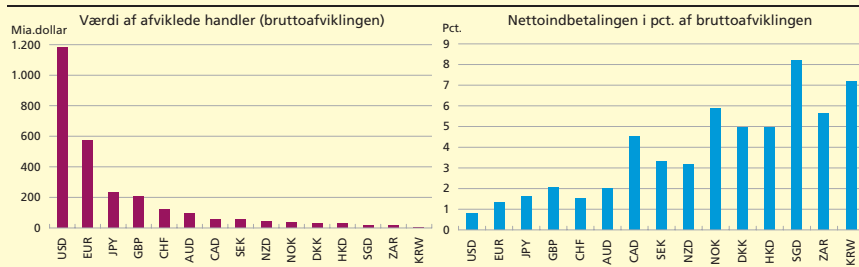
CLS er etableret i 2002 af en række af verdens største private banker som svar på BIS-strategiens opfordring om udvikling af risikobegrænsende afviklingsfaciliteter. CLS afvikler valutahandler i p.t. 15 valutaer. Danske kroner blev sammen med svenske og norske kroner tilsluttet CLS i september 2003. Der tilsluttes løbende nye valutaer.

I april 2006 blev der dagligt afviklet i gennemsnit 125.000 valutahandler til en samlet værdi af 1.350 mia.dollar, hvilket anslås at udgøre omkring halvdelen af verdens valutahandel.<sup>1</sup> CLS-afviklingens fordeling på forskellige valutaer er vist i figuren nedenfor. Figuren afspejler, at hovedparten af alle valutahandler har dollar som det ene ben i handlen.

Deltagernes indbetalinger til CLS sker på nettobasis. I gennemsnit blev der i april 2006 dagligt indbetalt 42 mia.dollar opgjort som summen af alle nettoindbetalinger omregnet til dollar. Nettoindbetalingen udgør mellem 1 og 8 pct. af bruttoafviklingen, som er det samlede beløb, der er handlet, afhængigt af hvilken valuta, der er tale om. Figuren viser nettingeffekten (nettoindbetalingen i procent af bruttoafvikling) for de forskellige valutaer. Det ses, at netting er mere effektiv, jo større bruttoafviklingen er i den pågældende valuta.

Den største daglige bruttoafvikling i CLS til dato er på lidt over 2.700 mia.dollar. Den samlede nettoindbetaling var på 51 mia.dollar. Rekorden faldt den 20. september 2006, hvor der var kvartalsvis afvikling af futures. Antalmæssigt er rekorden på lidt over 250.000 handler afviklet den 17. januar, som er dagen efter Martin Luther King dag i USA. Der kan ikke indgås handler i dollar til afvikling på amerikanske lukkedage. Det er et gennemgående mønster omkring amerikanske helligdage, at afviklingen udskydes til dagen efter, hvorfor afviklingsomfanget i dollar næsten fordobles på disse dage.

## VÆRDI AF HANDLER OG NETTINGEFFEKT I CLS FORDELT PÅ VALUTAER



Anm.: Gennemsnit for april 2006.

<sup>1</sup> Tallene fra CLS-afviklingen er ikke direkte sammenlignelige med BIS-opgørelsen af verdens valutahandel.

Samlet set indebærer afvikling af valutahandler via CLS en betydelig reduktion af afviklingsrisikoen sammenlignet med traditionelle afviklingsmetoder. Dette bekræftes af en undersøgelse af store amerikanske CLS-deltageres afviklingsrisiko to år efter introduktionen af CLS.<sup>1</sup> Den samlede afviklingsrisiko i valutamarkedet kan dermed reduceres ved at øge ande-

<sup>1</sup> The Payments Risk Committee (2005).

len af valutahandler, som afvikles i CLS. CLS arbejder løbende med at introducere nye valutaer og nye produkter i CLS-afviklingen. Dette vil fremover gøre det muligt for deltagerne i CLS at afvikle en større andel af deres valutahandler via CLS. Endvidere er tilslutningen af nye deltagere afgørende for, om CLS-afviklingen vinder yderligere udbredelse. Det er primært antallet af indirekte deltagere, som ventes at stige.

## DANSKE MARKEDSDELTAGERES VALUTA-AFVIKLING

---

BIS har i foråret 2006 igangsat en undersøgelse af afviklingsrisiko på valutahandler. Formålet er at fastslå, i hvilket omfang BIS-strategiens mål er nået, og om der er behov for yderligere tiltag for at reducere afviklingsrisikoen. Cirka 100 finansielle institutter og virksomheder fra omkring 20 lande deltager i undersøgelsen. Deltagerne er udvalgt, så deres samlede markedsandel udgør mindst 80 pct. af valutahandlen i det pågældende land. Endvidere er der lagt vægt på, at undersøgelsen omfatter forskellige typer markedsdeltagere, herunder både CLS-deltagere og markedsdeltagere uden adgang til CLS. Til brug for undersøgelsen har deltagerne leveret data for afviklede valutahandler i april 2006 og besvaret spørgsmål om, hvordan afviklingsrisiko håndteres i praksis. Undersøgelsen tager udgangspunkt i BIS' definitioner, jf. ovenfor. BIS forventer på baggrund af undersøgelsen at offentliggøre en rapport i 2007.

Danmarks Nationalbank har ansvaret for den danske del af undersøgelsen, hvor syv danske markedsdeltagere har medvirket. To af disse har p.t. ikke adgang til CLS-afviklingen. I det følgende præsenteres nogle af resultaterne fra den danske del af undersøgelsen. Først beskrives de danske deltageres brug af forskellige afviklingsmetoder. Dernæst belyses deltagernes valutaafvikling henholdsvis i og uden for CLS. For afvikling uden for CLS opgøres eksponeringen over for afviklingsrisiko, varigheden af denne samt koncentrationen af afviklingsrisikoen på de danske deltageres modparter. Til slut beskrives, hvordan de danske deltagere i praksis håndterer deres afviklingsrisiko.

### Anvendte afviklingsmetoder i Danmark

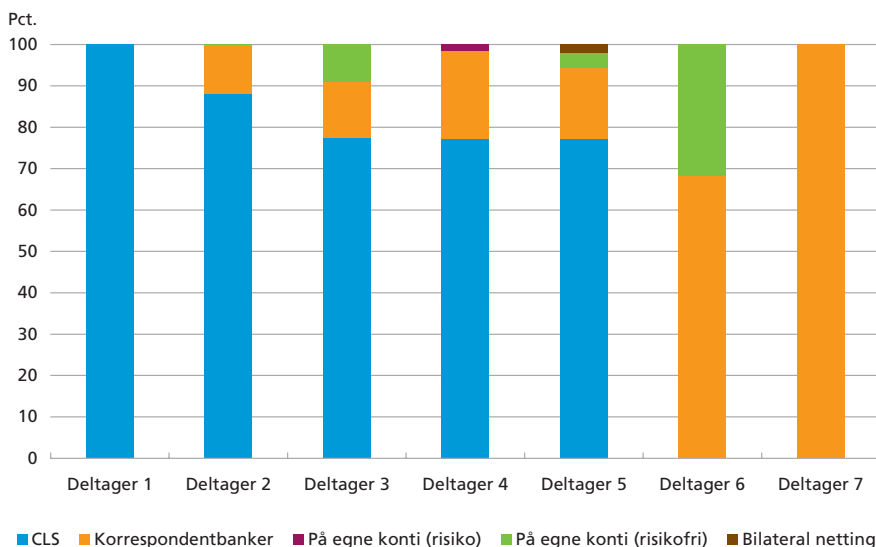
Fordelingen på afviklingsmetoder for de syv danske deltagere i BIS-undersøgelsen er vist i figur 3. De fem deltagere, som har direkte eller indirekte adgang til CLS, afvikler i gennemsnit ca. 80 pct. af deres handler i CLS. De resterende handler afvikles via de traditionelle kanaler for internationale betalinger, subsidiært på egne konti<sup>1</sup> og ved brug af bila-

---

<sup>1</sup> Valutahandler indgæet imellem en bank og dens kunder kan afvikles på "egne konti", hvis kunden har konto i begge handlens valutaer i banken. Afviklingsrisikoen kan reduceres, hvis banken tilbyder en PvP-service, således at debitering og kreditering af konti sker på samme tid. Afvikling på egne konti kan derfor ske med eller uden afviklingsrisiko.

DANSKE DELTAGERES AFVIKLINGSMETODER

Figur 3



Kilde: Oplyst af danske deltagere i undersøgelsen fra april 2006. Valutahandler afviklet af danske institutters filialer i udlandet er inkluderet.

teral netting<sup>1</sup>. Indirekte deltagere i CLS, som ikke handler på vegne af kunder, har muligheden for udelukkende at afvikle via CLS. Dette er tilfældet for én af de danske deltagere i undersøgelsen, jf. figur 3.

De to deltagere i undersøgelsen, som ikke har adgang til CLS, afvikler hovedsageligt valutahandler på traditionel vis via korrespondentbanker og/eller betalingssystemer. Disse deltagere er derfor eksponerede for afviklingsrisiko svarende til det fulde beløb af den købte valuta.

### Danske deltageres brug af CLS

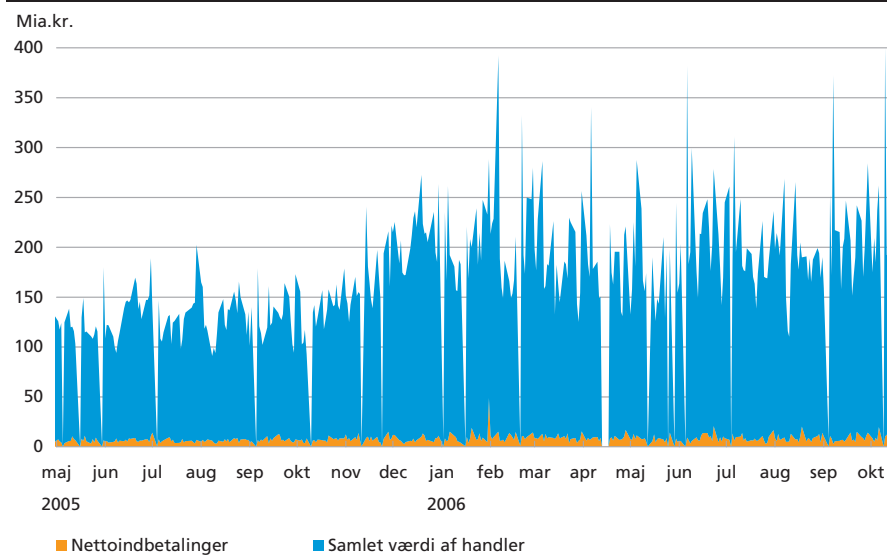
BIS-undersøgelsen fastslår, at CLS i dag er den mest anvendte metode til afvikling af valutahandler blandt de største markedsdeltagere i Danmark. Dette medfører, at kreditrisikoen i valutaafviklingen er reduceret betydeligt, hvilket også gavner den finansielle stabilitet i Danmark.

I figur 4 vises afviklingen af kroner i CLS på baggrund af data fra CLS-afviklingen. Det ses, at nettoindbetalingerne er meget små i forhold til den samlede værdi af de afviklede handler, hvilket illustrerer likviditetsbesparelsen ved, at indbetalingerne sker på nettobasis, jf. tidligere. På visse dage afvikles ingen eller meget få handler i kroner. Det er på enten danske eller amerikanske lukkedage. Det skyldes, at dollar stort set altid er det ene ben i valutahandler i kroner.

<sup>1</sup> Modregning af tilgodehavender og forpligtelser mellem to parter, så kun nettotilgodehavende-/forpligtelse udveksles.

CLS-AFVIKLINGEN I KRONER

Figur 4



De stramme tidsfrister for indbetalinger til CLS-afviklingen stiller krav til deltagerens likviditetsstyring. For de danske CLS-deltagere er de største daglige enkeltindbetalinger typisk på 1-2 mia.kr., men der forekommer enkeltindbetalinger på over 10 mia.kr. et par gange om året. Ingen danske CLS-deltagere har givet udtryk for, at de stramme tidsfrister og enkeltindbetalingernes størrelse giver anledning til problemer.

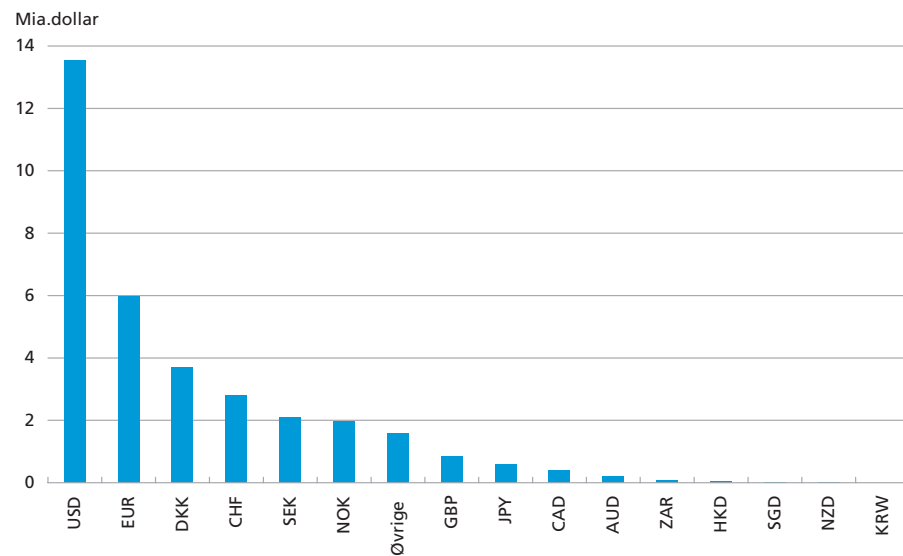
BIS-undersøgelsen viser, at i gennemsnit afvikles ca. 20 pct. af de danske CLS-deltageres valutahandler fortsat på traditionel vis eller via andre afviklingsmetoder, der indebærer en vis risiko. Det skyldes primært, at ikke alle handler kan afvikles via CLS. Det drejer sig ifølge deltagerne om handler i valutaer eller med modparter, som ikke er tilsluttet CLS, eller om handelstyper, fx handler indgået til afvikling samme dag, der ikke kan afvikles via CLS.

### Danske deltageres afvikling via korrespondentbanker og betalingssystemer

For valutahandler, som afvikles via traditionelle kanaler for internationale betalinger, er der som tidligere beskrevet afviklingsrisiko på hele det handlede beløb. Det er vigtigt, at de danske markedsdeltagere kender størrelsen og varigheden af deres eksponering, når der afvikles uden for CLS, og ved, hvordan afviklingsrisikoen kan reduceres og styres.

## DANSKE DELTAGERES SAMLEDE EKSPONERING VED TRADITIONEL AFVIKLING – DAGLIGT GENNEMSNIT I APRIL 2006

Figur 5



Kilde: Oplyst af danske deltagere i undersøgelsen fra april 2006. Valutahandler afviklet af danske institutters filialer i udlandet er inkluderet.

### Afviklingsrisikoens størrelse

Figur 5 viser den samlede gennemsnitlige eksponering over for afviklingsrisiko pr. dag for de danske deltagere i BIS-undersøgelsen, dog undtagen den ene deltager, som udelukkende afvikler via CLS. Af figuren ses, at efter dollar er euro og kroner de valutaer, der handles og afvikles mest. I gennemsnit har de danske deltagere tilsammen haft en daglig eksponering over for afviklingsrisiko på ca. 34 mia.dollar i alle valutaer under ét. Størrelsen af de enkelte deltageres eksponering varierer meget.

For at belyse, om disse store eksponeringer over for afviklingsrisiko er en alvorlig risiko, kan den enkelte deltagers eksponering ses i forhold til dennes egenkapital. For de deltagere, som har adgang til CLS, er eksponeringen i nogle tilfælde mindre end egenkapitalen, mens eksponeringen i andre tilfælde er lidt større end egenkapitalen. For en af de deltagere, som ikke har adgang til CLS, overstiger eksponeringen egenkapitalen flere gange. Det betyder, at selv få modparters forsinkede betalinger eller konkurs kan få alvorlige konsekvenser, og det stiller særlige krav til håndteringen af afviklingsrisikoen.

### Afviklingsrisikoens varighed

Eksponeringen over for afviklingsrisiko varer fra tidspunktet, hvor betalingen af den solgte valuta er uigenkaldelig, til tidspunktet hvor den

DANSKE DELTAGERES EKSPONERING VED TRADITIONEL AFVIKLING Tabel 1

Køb/salg af valuta	Timer			
	Max eksponering	Minimum eksponering	Gennemsnitlig eksponering	Tidsforskel <sup>1</sup>
Dollar / euro .....	42	22	29	6
Euro / dollar .....	39	6	20½	-6
Dollar / yen .....	68	37	45½	14
Euro / yen .....	68	16½	36	8
Dollar / kroner .....	42½	22½	30	6
Kroner / dollar .....	39	5	19¾	-6
Euro / kroner .....	42½	9	27¾	0
Kroner / euro .....	42	8	26	0

Kilde: Oplyst i BIS-undersøgelsen fra april 2006 af danske deltagere, som har afviklet på traditionel vis i perioden.

<sup>1</sup> Forskellen mellem tidszonerne for den købte og den solgte valuta.

købte valuta konstateres endeligt modtaget, jf. figur 1. Tabel 1 viser, hvor mange timer de danske deltagere i BIS-undersøgelsen er eksponerede over for afviklingsrisiko. Varigheden er opgjort efter BIS' definition og er vist for udvalgte valutaer. De længste og korteste eksponeringer blandt de danske deltagere er angivet, og et gennemsnit er beregnet.

Af tabellen ses, at der er store variationer i, hvor lang tid deltagerne er eksponeret over for afviklingsrisiko. BIS-undersøgelsen viser, at variationen skyldes store forskelle i deltagernes afviklingspraksis. Én af deltagerne har således nedbragt varigheden af eksponeringen over for afviklingsrisiko, så den kun løber inden for dagen ved afvikling af de mest handlede valutaer<sup>1</sup>. Derimod er en anden af undersøgelsens deltagere, som ikke har adgang til CLS-afviklingen, eksponeret over for afviklingsrisiko i markant længere tid end de andre danske deltagere.

For den enkelte deltager varierer varigheden af eksponeringen alt efter hvilke valutaer, der handles. Det skyldes tidsforskelle, idet de længste eksponeringer typisk forekommer, når den solgte valuta er fra en tidszone øst for den købte valuta<sup>2</sup>. De danske deltagere har i gennemsnit længst eksponering, når der købes dollar, euro eller kroner mod yen, men der er også lang eksponering på dollar/euro og dollar/kroner.

### *Afviklingsrisikoens koncentration*

Modtages den købte valuta fra et lille antal modparter, er afviklingsrisikoen koncentreret. Det betyder, at man er mere afhængig af, at den enkelte modpart kan opfylde sine forpligtelser, end hvis afviklingsrisikoen er spredt på et større antal modparter. De danske deltagere i BIS-undersøgelsen, som har adgang til CLS, spreder afviklingsrisikoen på

<sup>1</sup> Jf. tabel 1 i kolonnen for de mindste eksponeringer for euro/dollar, kroner/dollar, euro/kroner og kroner/euro.

<sup>2</sup> Dvs. køb og salg af de valutaer, hvor der i tabel 1 er angivet en positiv tidsforskel.

mange modparter. De to danske deltagere i undersøgelsen, som ikke har adgang til CLS, spreder deres afviklingsrisiko på et mindre antal modparter.

### *Danske deltageres håndtering af afviklingsrisiko*

Størrelsen og varigheden af eksponeringen over for afviklingsrisiko kan være betydelig, når handler afvikles uden for CLS. Markedsdeltagerne kan dog selv aktivt begrænse deres afviklingsrisiko ved at mindske varigheden af eksponeringen. Dette kan ske ved at udskyde tidspunktet for afsendelsen af den solgte valuta og/eller ved at fremskynde kontrollen af, om den købte valuta er modtaget.

BIS-undersøgelsen viser, at enkelte danske deltagere er nået langt med at nedbringe varigheden af eksponeringen. Det skyldes bl.a., at de kan lægge betalinger direkte ind i flere af de relevante betalingssystemer i løbet af selve afviklingsdagen. Dertil kommer, at de gennem afviklingsdagen løbende kontrollerer, om den købte valuta er modtaget. En af deltagerne har medarbejdere, som foretager kontrol af visse valutaer indtil mindst kl. 18 dansk tid på afviklingsdagen.

Det fremgår imidlertid af tabel 1, at flere af deltagerne må kunne mindske varigheden af deres eksponeringer væsentligt. For deltagere, hvor afviklingen udelukkende foregår via korrespondentbanker, kan varigheden af eksponeringen mindskes, hvis der kan indgås aftaler om en senere tidsfrist for afsendelse/tilbagebetaling af betalte valutabeløb. Sker afviklingen via korrespondentbanker, kan modtagelsen af købte valutabeløb først kontrolleres, når der er modtaget bekræftelse fra korrespondentbanken fx i form af en kontoudskrift. Varigheden af eksponeringen kan mindskes, hvis der kan indgås aftale med korrespondentbanken om, at bekræftelse videresendes hurtigst muligt.

Det er i dag ikke muligt at eliminere al afviklingsrisiko. Den afviklingsrisiko, som er til stede, skal markedsdeltagere være i stand til at håndtere på forsvarlig vis. De danske deltagere i BIS-undersøgelsen har oplyst, at de sætter grænser for, hvor meget de på et givent tidspunkt må være eksponeret over for de enkelte modparter. Disse grænser fastsættes på basis af kreditvurderinger af modparterne. Derudover opgør deltagerne løbende deres eksponeringer over for afviklingsrisiko. Deltagerne styrer således afviklingsrisiko på samme måde som andre typer kreditrisici.

## **AFRUNDING**

---

Danmarks Nationalbank støtter BIS-strategien om nedbringelse af afviklingsrisiko i valutahandler og deltager i arbejdet med at gennemføre strategien. Den seneste BIS-undersøgelse viser, at de danske deltagere

generelt håndterer afviklingsrisiko på forsvarlig vis. Der er dog stadig grund til at overveje, hvordan afviklingsrisikoen kan nedbringes yderligere. Det gælder særligt for markedsdeltagere, hvis eksponering over for afviklingsrisiko er meget stor i forhold til deres egenkapital. Uanset at den enkelte markedsdeltager har mulighed for at nedbringe varigheden af eksponeringen, er CLS den eneste afviklingsmetode, som sikrer afvikling af valutahandler uden kreditrisiko på handelsmodparten. Ved at deltage i CLS som indirekte deltager begrænses kreditrisikoen betydeligt.

---

## Bilag: CLS-afviklingens opbygning

---

Deltagere i CLS-afviklingen har en såkaldt multi-currency-konto hos CLS. På kontoen registreres deltagerens indestående i de forskellige valutaer, CLS afvikler. På baggrund af de indberettede handler beregner CLS deltagerens nettopositioner i de forskellige valutaer. Indbetaling af valuta til CLS sker i de nationale RTGS-systemer ved, at deltagerne overfører beløb til CLS' konto i de pågældende centralbanker. Indbetalinger på CLS' centralbankkonti krediteres automatisk deltagerens konto hos CLS.

Valutahandler afvikles ved at overføre den handlede valuta mellem de pågældende deltageres konti hos CLS. Når en valutatransaktion afvikles, sker bogføringen af handlens to sider samtidigt (PvP). Afviklingen af en transaktion gennemføres under overholdelse af en række risikomål, herunder at en deltagers samlede balance på tværs af valutaer ikke må være negativ. Dette risikomål sikrer, at CLS ikke har en kreditrisiko på deltagerne.<sup>1</sup>

Udbetaling af valuta til deltagerne sker ved, at CLS i de nationale RTGS-systemer overfører beløb fra egen centralbankkonto til deltagerens centralbankkonti. Udbetalingerne debiteres samtidig deltagerens konto hos CLS. Udbetalinger gennemføres under overholdelse af CLS' risikomål. I tilfælde af at deltagerne ikke har konto i et RTGS-system, eller ikke har adgang til tilstrækkelig likviditet i en valuta, kan de anvende en nostroagent<sup>2</sup> i den pågældende valuta.

Deltagerens ind- og udbetalinger til/fra CLS sker som beskrevet i de nationale RTGS-systemer for de tilsluttede valutaer. For at dette kan lade sig gøre, skal RTGS-systemerne være åbne samtidigt på tværs af de relevante tidszoner. Afviklingen i CLS er derfor tilrettelagt, så den gennemføres i tidsrummet 7.00-12.00 centraleuropæisk tid (CET), svarende til eftermiddag/aften i Asien og Stillehavsområdet og nat/tidlig morgen i Nordamerika.<sup>3</sup> Afviklingsforløbet i CLS er beskrevet nærmere i boks 4.

---

<sup>1</sup> For en nærmere beskrivelse af CLS' risikostyring henvises til Danmarks Nationalbank (2005).

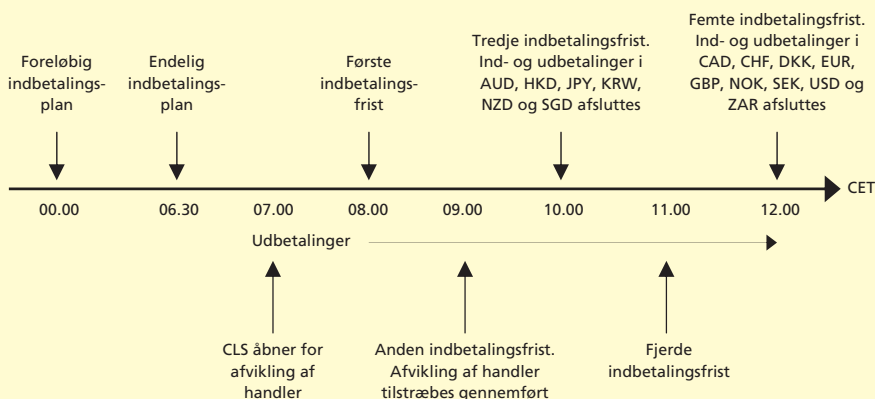
<sup>2</sup> Nostroagenter er typisk deltagere i CLS, som i deres "hjemvaluta" tilbyder at sende og modtage betalinger til og fra CLS på vegne af andre deltagere.

<sup>3</sup> RTGS-systemerne i Asien og Stillehavsområdet lukker om formiddagen centraleuropæisk tid, hvorfor afvikling og udbetaling af disse valutaer tilstræbes gennemført inden 10.00 CET.

## AFVIKLINGSFORLØBET I CLS

Boks 4

Deltagerne indberetter løbende handelsinstruktioner til CLS. Kl. 00.00 CET beregner CLS hver deltagers foreløbige nettoposition pr. valuta og udsender en foreløbig indbetalingsplan til deltagerne. Indtil kl. 6.30 er der mulighed for at indberette handler til afvikling samme dag. Umiddelbart efter kl. 6.30 udsender CLS den endelige indbetalingsplan til deltagerne. En deltagers samlede indbetaling er delt op i tre eller fem indbetalinger pr. valuta. Indbetalingerne skal være CLS i hænde inden for fastsatte tidsfrister, jf. figuren.



KL. 7.00 åbner CLS for afviklingen af valutahandler, og så snart CLS har modtaget indbetalinger fra deltagerne eller deres nostroagenter, påbegyndes afviklingen. Valutahandlerne afvikles enkeltvist ved at bogføre begge sider af en handel samtidigt (PvP) på de respektive deltageres konti hos CLS. CLS tilstræber, at alle valutahandler er afviklet og bogført kl. 9.00. Afviklingen af handler kan i overensstemmelse med CLS' risikomål afsluttes, inden alle indbetalinger er gennemført. Udbetalingen af valuta sker ikke efter en fast tidsplan, men gennemføres løbende under hensyn til overholdelse af CLS' risikomål. Udbetalinger i valutaer fra Asien og Stillehavsområdet tilstræbes afsluttet umiddelbart efter kl. 10.00. Udbetalinger i de resterende valutaer tilstræbes afsluttet umiddelbart efter kl. 12.00.

## LITTERATUR

---

BIS, 1996. *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems, Bank for International Settlements, March 1996.

BIS, 1998. *Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: A Progress Report*, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems, Bank for International Settlements, July 1998.

BIS, 2000. *Supervisory Guidance for Managing Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, September 2000.

BIS, 2005. *Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*.

Board of Governors of the Federal Reserve System et al., 2003. *Inter-agency Paper on Sound Practices to Strengthen the Resilience of the U.S. Financial System*, April 2003.

CLS Bank International, *Regulator's Summary, International Rules og Member Handbook*.

CLS' hjemmeside: [www.cls-services.com](http://www.cls-services.com)

Danmarks Nationalbank, 2005. *Betalingsformidling i Danmark*.

Norges Bank, 2000: *Settlement risk in foreign exchange transactions*. Economic Bulletin, Q4, 2000.

The Payments Risk Committee, 2005. *Foreign Exchange Settlement Risk, Report by the FX Settlement Risk Task Force*, February 2005.

---

# IMFs gennemgang af den finansielle sektor i Danmark

---

*Gitte Wallin Pedersen, Internationalt Kontor*

I de seneste år har IMF opprioriteret den finansielle overvågning af medlemslandene, fordi de finansielle systemer er afgørende for den økonomiske stabilitet. I 2005-06 gennemgik IMF den finansielle sektor i Danmark, og det var en god anledning til at gå de finansielle systemer efter i sømmene. IMF fandt overordnet såvel systemerne som tilsynet med dem velfungerende. Uanset IMFs overvågning, har det enkelte land ansvaret for sin finansielle sektor.

## **BAGGRUND FOR IMF'S FINANSIELLE OVERVÅGNING**

---

Siden den finansielle krise i Asien i 1997-98 har IMF gennemgået den finansielle sektor i over 100 af sine 184 medlemslande, og i 2005-06 var det Danmarks tur. Dermed gennemførte Danmark det såkaldte Financial Sector Assessment Program, FSAP, hvor IMF grundigt gennemgår og derefter vurderer stort set alle sider af det finansielle system, jf. boks 1.

Rationalet bag FSAP er, at de frie kapitalbevægelser har gjort den finansielle sektor afgørende for økonomisk stabilitet i de enkelte lande og også globalt, fordi finansielle kriser i ét land kan smitte af på andre lande. Problemer i de finansielle systemer kan bl.a. skabe økonomiske kriser og store udgifter til at hjælpe finansielle institutter og dermed påvirke den økonomiske stabilitet. Hvis man i tide identificerer og håndterer svagheder i de enkelte landes finansielle sektorer, bliver risikoen for nye kriser på de finansielle markeder mindre, også internationalt.

IMFs hensigt med FSAP er derfor i det enkelte land;

- at identificere styrker og svagheder i det finansielle system,
- at afdække, hvordan de væsentligste risici håndteres,
- at vurdere behovet for udvikling af den finansielle sektor og
- at hjælpe med at prioritere politiske tiltag over for udfordringerne.

Ved IMFs gennemgang sættes der spørgsmålstejn ved alt, såvel opbygning som funktion af de finansielle systemer. I nogle lande har gennemgangen påpeget behov for omfattende ændringer. I et land med en

velfungerende finansiel sektor kan en gennemgang mere føre til finjusteringer og endnu bedre systemer.

## INDHOLD AF FSAP

Boks 1

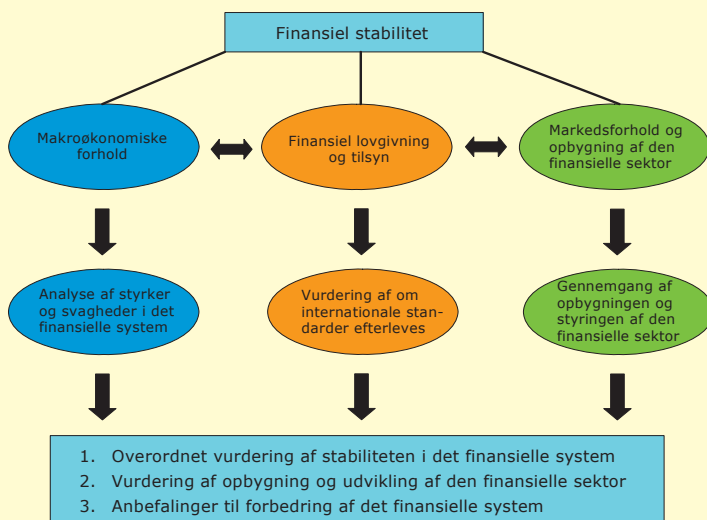
FSAP er en gennemgang af den finansielle sektor med henblik på at vurdere stabiliteten i de finansielle systemer. IMF tager udgangspunkt i den makroøkonomiske situation, og der gennemføres såkaldte stresstest. Stresstest er simulationer, hvor det undersøges, hvorledes forskellige former for hypotetiske makroøkonomiske chok måtte påvirke de centrale finansielle institutioner og dermed hele det finansielle system.

Derudover vurderes det, om internationalt anerkendte standarder for den finansielle sektor er opfyldt, fx for tilsyn med banker og forsikringselskaber eller funktionen af betalingssystemerne. Der findes i alt 12 forskellige standarder, men IMF og det pågældende land udvælger i forbindelse med FSAP typisk 4-5 standarder efter en vurdering af, hvilke dele af de finansielle systemer, der er særligt interessante for den finansielle stabilitet. Fx gennemgås landets tilsyn med bankerne og foranstaltninger for at bekæmpe hvidvask af penge og finansiering af terrorisme næsten altid.

Samtidig vurderes de vigtigste aktører og opbygningen af den finansielle sektor. Denne vurdering omfatter såvel ansvarsfordelingen mellem landets myndigheder som markedsforholdene, fx om de finansielle markeder er præget af få store eller mange små finansielle institutioner eller af specielle finansielle instrumenter.

Til sidst foretager IMF en samlet vurdering af stabiliteten i de finansielle systemer og anbefaler konkrete reformer og udvikling af den finansielle sektor.

IMF gennemfører typisk FSAP op til en såkaldt artikel IV-konsultation, som er kernen i IMF's overvågning af den makroøkonomiske situation i medlemslandene. Artikel IV-konsultationer gennemføres hvert eller hvert andet år. At FSAP er knyttet tæt til artikel IV-konsultationer, styrker sammenhængen mellem IMF's vurderinger af den makroøkonomiske og finansielle udvikling i medlemslandene.



For en nærmere beskrivelse af FSAP, henvises til Gennemgang af det finansielle system i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2005, side 41ff.

## FORLØB AF FSAP I DANMARK

---

I alt deltog knap 20 IMF-eksperter i gennemgangen af den finansielle sektor i Danmark med henblik på at vurdere muligheden for forbedringer. Mange oplysninger er tilgængelige på danske hjemmesider, og derudover har IMF anmodet de involverede om at udfylde en række spørgeskemaer samt aflagt besøg i Danmark for at mødes med relevante myndigheder, organisationer og virksomheder.

Alt i alt har IMF aflagt 7 besøg i Danmark inden for et år, hvoraf 4 besøg udelukkende var på grund af FSAP, mens de resterende fokuserede mere bredt på dansk økonomi og sammenhængen mellem makroøkonomiske og finansielle spørgsmål. IMF afholdt indledningsvis en præsentation for de relevante myndigheder og organisationer i den finansielle sektor i august 2005, hvilket blev fulgt op med en præsentation af IMF's hovedkonklusioner om den finansielle sektor i maj 2006. I den mellemliggende periode havde såvel myndigheder som organisationer og konkrete finansielle institutter beredvilligt afholdt møder og besvaret spørgsmål fra IMF. FSAP har været arbejdskrævende for både IMF og de berørte parter i Danmark. Fx afholdtes der næsten 90 møder med IMF i løbet af to uger i november 2005.

De afsluttende FSAP-møder med IMF blev afholdt i juni 2006 i forbindelse med en såkaldt artikel IV-konsultation af dansk økonomi. FSAP knyttes sammen med artikel IV-konsultationer for at styrke sammenhængen mellem IMF's vurderinger af henholdsvis den makroøkonomiske og den finansielle udvikling. Mens FSAP er en ekstraordinær gennemgang, gennemføres artikel IV-konsultationer regelmæssigt, i Danmark hvert andet år. I de efterfølgende tre måneder færdiggjorde IMF en række overordnede rapporter med konkrete vurderinger og anbefalinger til Danmark, som blev drøftet af IMF's bestyrelse den 29. september 2006 og herefter offentliggjort<sup>1</sup>.

Figur 1 giver et overblik over forløbet af FSAP i Danmark.

## IMFs VURDERING AF DANMARK

---

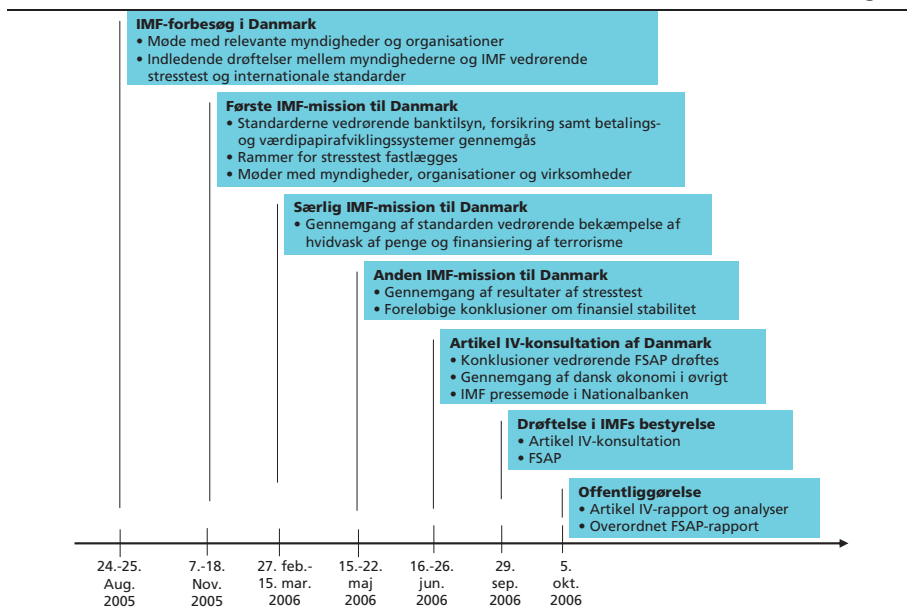
I Danmark tog IMF udgangspunkt i den gunstige konjunktursituation, som generelt påvirker den finansielle sektors økonomi positivt, og at kreditinstitutternes udlån er steget markant. Eftersom IMF's overordnede sigte er finansiell stabilitet – i Danmarks tilfælde at den fastholdes – skulle IMF derfor vurdere, om bl.a. myndighederne tager tilstrækkelige foranstaltninger til, at den gunstige udvikling kan fortsætte.

---

<sup>1</sup> Jf. Nationalbankens hjemmeside [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk).

TIDSLINJE FOR FSAP I DANMARK

Figur 1



IMFs overordnede konklusioner efter FSAP i Danmark illustrerer, hvordan IMF sammenkæder oplysninger om den finansielle sektor med tilsynsmyndighedernes mulighed for at påvirke den finansielle sektor og betydningen af den makroøkonomiske politik.

Overordnet vurderer IMF således, at de finansielle systemer i Danmark er modstandsdygtige og tilsynet godt. Men det påpeges, at fastholdelse af de stærke finansielle resultater og stabilitet kræver støtte fra den makroøkonomiske politik og fortsat tilsynsmæssig bevågenhed, herunder løbende overvågning og vurdering af den økonomiske udvikling og relaterede risici. Samtidig konstateres det, at enhver lempelse af bankernes kapitalkrav, som indebærer mulighed for yderligere vækst i udlånet, bør ske gradvist, og at tilsynsmyndighederne i højere grad bør anvende sine tilsynsmæssige beføjelser til at stille skærpede kapitalkrav til individuelle institutter, hvor det er hensigtsmæssigt.

Om boligmarkedet konstaterer IMF, at den nuværende situation berettiger til en tæt overvågning og strikt anvendelse af tilsynslovgivningen. IMF ser dette afspejlet i Finanstilsynets brev til kreditinstitutterne i februar 2006 om, at institutterne - bl.a. i lyset af de stigende boligpriser - ved opgørelsen af solvensbehovet skal være opmærksomme på at indregne den risiko, instituttet måtte have vedrørende udlån baseret på sikkerhed i fast ejendom.<sup>1</sup> Derudover anser IMF det for vigtigt, at myn-

<sup>1</sup> Jf. Finanstilsynets hjemmeside [www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk).

## IMFs HOVEDANBEFALINGER TIL DANMARK

Boks 2

*Finansiell stabilitet på kort sigt*

- Enhver lempelse af kapitalkravene i henhold til Basel II bør ske gradvist, og tilsynsmyndighederne bør anvende deres tilsynsmæssige beføjelser til at stille skærpede kapitalkrav til individuelle institutioner, hvor det er hensigtsmæssigt. IMF-missionen støtter reglerne om at begrænse reduktionen af kapitalkrav i 2007-08 for institutioner, der benytter avancerede metoder til beregning af deres kapitaldækning.
- Arbejdet med at forbedre overvågning, indsamling af information samt modelberegning af virkningen af forskellige stød bør intensiveres ved at øge Finanstilsynets kapacitet til at udføre stresstest. Finanstilsynet bør overveje hyppigere inspektion efter behov.
- Tæt overvågning af boligmarkedet, nøje overholdelse af tilsynsreglerne samt en effektiv forbrugeroplysning om risici anbefales for at undgå en skævvridning af boligmarkedet, som kan have en negativ indvirkning på den finansielle stabilitet.

*Strukturelle forhold*

- Finanstilsynets autonomi og ansvarlighed bør forankres i lovgivning, og tilsynets budgetmæssige selvbestemmelse bør øges. Med hensyn til sidstnævnte bør det overvejes at have adskilte budgetter for henholdsvis tilsyn og arbejde med lovgivning og regulering.
- Finanstilsynets resurser bør tages op til fornyet overvejelse i lyset af behovet for at øge tilsynets kapacitet til at efterprøve bankernes interne modeller til beregning af ansvarlig kapital, udføre stresstest og sikre effektive rammer for bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme.
- De lovgivningsmæssige rammer har fungeret godt, men kan forbedres ved at opgradere retningslinjerne vedrørende intern kontrol til en mere bindende bekendtgørelse og øge dækningsområdet for "fit & proper"-krav, som vedrører egnethed og hæderlighed.

Kilde: IMFs rapport "Financial System Stability Assessment" (2006), boks 1, side 7.

dighederne fortsat sikrer offentlig bevågenhed om risici ved overbelåning. IMFs overordnede anbefalinger er gengivet i boks 2.

To analyser var særligt centrale i IMFs vurdering af Danmark.

1. Gennemførelse af en række *stresstest*, som beregner, hvordan hypotetiske makroøkonomiske chok måtte påvirke den finansielle sektor.<sup>1</sup>
2. Gennemgang af, om Danmark lever op til *internationale standarder* på det finansielle område. IMF og Danmark udvalgte 4 områder, som er særligt interessante for stabiliteten af de finansielle systemer i Danmark: Banktilsyn, forsikring, betalings- og værdipapirafviklingsystemer samt bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme.

<sup>1</sup> Jf. Nationalbankens årlige publikation "Finansiell Stabilitet", som også indeholder stresstest.

## Stresstest

Allerede i udgangspunktet kunne det konstateres, at de finansielle institutter oplever rekordhøje indtægter og fremstår robuste. Bankernes gennemsnitlige solvens, dvs. egenkapital i forhold til risikovægtede aktiver, var ved udgangen af 2005 således 13 pct., dvs. betydeligt over kapitaldækningskravet på 8 pct.

IMFs spørgsmål var derfor, hvad konsekvensen af eventuelle makroøkonomiske chok ville være for de finansielle institutters regnskaber. I udgangspunktet aftalte IMF og Nationalbanken tre ekstreme makroøkonomiske scenarier beregnet på Nationalbankens økonomiske model:

1. Boom-bust i boligpriser og udlån, hvor boligpriserne falder, og udlånet reduceres med 14 pct. Resultatet er, at arbejdsløsheden stiger til 8,8 pct. efter tre år, hvor der samlet er nulvækst i BNP.
2. Eksternt chok til den effektive valutakurs som følge af korrektion af globale ubalancer, hvor danske kroner (og euro) apprecierer med 29 pct. over for andre valutaer. Resultatet er, at arbejdsløsheden stiger til 8,2 pct. efter tre år, og at BNP stiger 2,6 pct. over tre år.
3. Boom-bust i boligpriser og udlån kombineret med renteforhøjelse på 250 basispoint. Resultatet er, at arbejdsløsheden stiger til 10,1 pct. efter tre år, mens BNP falder 2,9 pct. over tre år.

Herefter bidrog såvel Nationalbanken som Finanstilsynet og udvalgte danske banker til de makroøkonomiske stresstest, eftersom konsekvenserne for bankernes solvens både skulle beregnes af IMF og af bankerne. Finanstilsynet aftalte deltagelsen med de konkrete banker, idet bankerne dels skulle udgøre en meget stor andel af banksektoren, dels skulle være i stand til at håndtere de makroøkonomiske scenarier på deres interne systemer. Resultaterne af IMF's og bankernes beregninger var

IMFs BEREGNINGER AF SOLVENSPROCENT (GENNEMSNIT) Tabel 1

Scenarier	2006	2007	2008
<b>1. Boom-bust i boligpriser og udlån.</b>			
Arbejdsløsheden stiger til 8,8 pct., og der er nulvækst i BNP over tre år .....	8,5	8,3	<b>6,7</b>
<b>2. Eksternt chok til den effektive valutakurs.</b>			
Arbejdsløsheden stiger til 8,2 pct., og BNP stiger kun 2,6 pct. over tre år .....	8,5	8,3	8,1
<b>3. Boom-bust i boligpriser og udlån samt renteforhøjelse på 250 basispoint.</b>			
Arbejdsløsheden stiger til 10,1 pct., og BNP falder 2,9 pct. over tre år .....	8,6	8,0	<b>5,7</b>

BANKERNES BEREGNINGER AF SOLVENSPROCENT (GENNEMSNIT)			Tabel 2
Scenarier	2006	2007	2008
<b>1. Boom-bust i boligpriser og udlån.</b>			
Arbejdsløsheden stiger til 8,8 pct., og der er nulvækst i BNP over tre år .....	10,5	9,0	<b>6,6</b>
<b>2. Eksternt chok til den effektive valutakurs.</b>			
Arbejdsløsheden stiger til 8,2 pct., og BNP stiger kun 2,6 pct. over tre år .....	10,1	9,2	<b>7,7</b>
<b>3. Boom-bust i boligpriser og udlån samt renteforhøjelse på 250 basispoint.</b>			
Arbejdsløsheden stiger til 10,1 pct., og BNP falder 2,9 pct. over tre år .....	9,3	<b>7,4</b>	<b>4,5</b>

Kilde: IMF (2006) Financial System Stability Assessment.

nogenlunde ens, om end bankernes beregninger viser større fald i solvensprocenten, jf. tabel 1 og 2.

På baggrund af beregningerne konkluderede IMF, at bankerne kan modstå betydelige chok, men ville lide væsentlige kapitaltab i tilfælde af voldsomme chok. Realkreditinstitutterne var i øvrigt ikke omfattet af analysen, mens forsikringsselskaberne blev vurderet gennem Finanstilsynets såkaldte "trafiklys"-test. Ved udgangen af 2005 havde kun ét forsikringsselskab fået vurderingen "rødt lys", hvilket indebærer tæt overvågning fra Finanstilsynet.

### Internationale standarder

Efter en detaljeret gennemgang af dansk lovgivning, arbejdsgange og opbygning af de finansielle systemer var det IMF's overordnede vurdering, at den finansielle sektor i Danmark i høj grad efterlever de internationale standarder.

Ikke desto mindre identificerede IMF på de enkelte områder – banktilsyn, forsikring, betalings- og værdipapirafviklingssystemer samt bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme – hvordan systemerne og tilsynet kunne forbedres.<sup>1</sup> Finanstilsynet har ansvaret for banktilsyn og forsikring, mens Nationalbanken har hovedansvaret for betalings- og værdipapirafviklingssystemer. Finanstilsynet har desuden det overordnede ansvar for bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme sammen med Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet.

<sup>1</sup> De relevante standarder er:  
 For banktilsyn: *Basel Committee's Core Principles for Effective Banking Supervision*.  
 For forsikring: *IAIS Insurance Core Principles*.  
 For betalings- og værdipapirafviklingssystemer: *CPSS Core Principles for Systemically Important Payments Systems* og *CPSS-IOSCO Recommendations for Securities Settlement Systems*.  
 For bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme: *FATF 40+9 Recommendations (Anti Money Laundering and Combating Financing of Terrorism)*.

Vedrørende *banktilsyn og forsikring* vurderede IMF, at alle principper enten helt eller i høj grad er efterlevet. Ikke desto mindre mente IMF, at det i lyset af fremtidige udfordringer ville være ønskeligt med en yderligere styrkelse af Finanstilsynet, bl.a. hvad angår Finanstilsynets autonomi, resurser og tilsyn på tværs af landegrænser. Endvidere så IMF mulighed for, at Finanstilsynet udvider den såkaldte "fit & proper"-bestemmelse til at omfatte alle nøglemedarbejdere og ikke kun bestyrelsesmedlemmer, således at Finanstilsynet får mulighed for at iværksætte foranstaltninger mod nøglemedarbejdere, der ikke er kvalificerede. IMF understregede også behovet for at styrke myndighedernes kapacitet til at udføre stresstest af de finansielle institutter.

Vedrørende *betalings- og værdipapirafviklingssystemer* fandt IMF, at systemerne var sikre og effektive, men at der kunne foretages mindre forbedringer. Alle standarder var helt eller delvist opfyldt ved IMF's gennemgang, som omfattede Nationalbankens system til interbank betalinger (Kronos), Finansrådets system til afvikling af detailbetalinger (Sumclearingen) samt Værdipapircentralens system til værdipapirafvikling. For Kronos anbefalede IMF, at visse operationelle risici nedbringes yderligere, samt at effektiviteten i Kronos dokumenteres yderligere. For værdipapirafviklingen opfordrede IMF bl.a. til, at man overvejer fordele og ulemper ved at indføre en såkaldt central modpart i handelsafviklingen. For Sumclearingen anbefalede IMF bl.a. omlæggelse af visse dele af afviklingen samt, at overvågningen styrkes yderligere. Nationalbanken er ved at følge op på IMF's anbefalinger.

Vedrørende *bekæmpelse af hvidvask og finansiering af terrorisme* vurderede IMF, at Danmark har solide rammer for bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme. På nogle områder vurderes Danmark dog ikke at leve op til de internationale standarder. Det skal ses på baggrund af, at en ny og meget omfattende lov på området trådte i kraft den 1. marts 2006 under IMF's besøg, hvormed IMF i sagens natur ikke kunne vurdere, om loven ville blive effektivt implementeret. Endvidere havde det indflydelse på en del af IMF's bedømmelser, at Færøerne og Grønland ikke er omfattet af den nye lov.

For alle de gennemgåede standarder gælder det, at det er op til de relevante myndigheder i Danmark at vurdere, hvordan man håndterer de konkrete anbefalinger fra IMF. Generelt har de danske myndigheder været meget lydhøre over for IMF's anbefalinger, og på mange områder arbejdes der på at implementere anbefalingerne for at forbedre de allerede velfungerende finansielle systemer. En opsummering af myndighedernes reaktion på IMF's anbefalinger fremgår af boks 3.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Myndighedernes reaktion på anbefalingerne er gengivet i IMF's rapport om stabiliteten i de finansielle systemer, *Financial System Stability Assessment* (2006). Reaktionen er opsummeret i myndighedernes indlæg i IMF's bestyrelse, som er vedlagt IMF's rapport *Denmark: Article IV Consultation-Staff Report* (2006). Rapporterne findes på Nationalbankens hjemmeside [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk).

FSAP-gennemgangen bekræfter, at det danske finansielle system fremstår modstandsdygtigt, og at tilsynet fungerer godt, hvilket understøttes af en effektiv lovgivningsmæssig og finansiell infrastruktur. Der er god koordination mellem de forskellige indenlandske institutioner, der er ansvarlige for den finansielle sektors stabilitet.

Den danske regering vil nøje overveje anbefalingen vedrørende Finanstilsynets institutionelle struktur. Det er imidlertid Folketinget, der skal træffe beslutning om budgettet for en styrelse som Finanstilsynet i forbindelse med den årlige Finanslov. Finanstilsynets bevillinger øges, når det får nye opgaver.

På basis af analyser og stresstest var konklusionen i Danmarks Nationalbanks seneste rapport om finansiell stabilitet, at de finansielle institutioner fortsat er robuste, og at der i øjeblikket ikke er nogen sorte skyer i horisonten, der kan true den finansielle stabilitet i Danmark. Det er i overensstemmelse med IMF's konklusioner. Fremover vil stresstest blive prioriteret højere i Nationalbankens vurdering af finansiell stabilitet. Endvidere bør det bemærkes, at Finanstilsynet vil videreudvikle anvendelsen af stresstest i overvågningen af de finansielle institutioner.

For institutioner, der ansøger om at anvende interne rating-baserede metoder vedrørende kreditrisiko og avancerede målemetoder vedrørende operationel risiko, kan de nye Basel II-kapitaldækningsregler indebære en betydelig reduktion af minimumskapitalkravene. For at sikre, at en eventuel betydelig reduktion af kapitalkravene sker gradvist, inkluderer de danske regler grænser for reduktion af kapitalkravene for institutioner, der anvender de avancerede metoder, i 2007, 2008 og 2009 i overensstemmelse med EUs kapitaldækningsdirektiv. Desuden har Finanstilsynet mulighed for at indføre yderligere kapitalkrav for individuelle institutioner.

Finanstilsynet vil overveje at udstede bekendtgørelser i stedet for retningslinjer. Fordelen ved bekendtgørelser skal ses i forhold til de øgede omkostninger, som de kan medføre for de virksomheder, der er genstand for tilsyn. Der er afgjort tilsynsmæssige fordele ved at opgradere retningslinjer til lovgivning. Navnlig hvad angår anbefalingen om at udvide "fit & proper"-bestemmelsen til at omfatte alle nøglemedarbejdere og ikke kun bestyrelsesmedlemmer, er de danske myndigheder generelt enige om, at det vil være nyttigt, hvis Finanstilsynet havde mulighed for at iværksætte foranstaltninger mod medarbejdere, der ikke er kvalificerede. Det forekommer imidlertid at være en unødvendig byrde for de finansielle institutioner, hvis disse nøglemedarbejdere på forhånd skal godkendes som "fit & proper". Det ville i høj grad også være resursekrævende for Finanstilsynet, og efter tilsynets opfattelse er det tvivlsomt, hvorvidt fordelene kan opveje omkostningerne.

Det skal understreges, at Danmark er langt fremme med gennemførelsen af det tredje direktiv om hvidvask af penge. Gennemførelsesloven er vedtaget af Folketinget. Dele af loven er allerede trådt i kraft, og de resterende dele træder i kraft den 1. januar 2007, hvor de nødvendige gennemførelsesforanstaltninger også træder i kraft. FSAP-gennemgangen har belyst visse mangler og har derfor været til stor nytte i gennemførelsesprocessen samt i arbejdet med at formulere de administrative bestemmelser.

FSAP bekræfter, at de danske betalings- og værdipapirafviklingssystemer er sikre og effektive. Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet vil grundigt analysere anbefalingerne om forbedringer.

Ligesom FSAP blev afsluttet med en artikel IV-konsultation, forventes IMF at følge op på Danmarks håndtering af anbefalingerne ved kommende artikel IV-konsultationer. Mere tilbundsgående opdateringer af FSAP og de internationale standarder finder typisk først sted efter fem år eller mere.

IMF og det enkelte medlemsland kan dog aftale, at der foretages gennemgang af konkrete standarder uden for rammerne af FSAP. I mange lande har IMF foretaget en gennemgang af standarderne vedrørende fx statistik<sup>1</sup> eller gennemsigtighed i finanspolitikken<sup>2</sup>, uden der var tale om en FSAP.

### EFFEKT AF FSAP PÅ FINANSIEL STABILITET

---

IMF har etableret et uafhængigt evalueringskontor, IEO, som har undersøgt, om IMF's opprioritering af den finansielle overvågning har haft en effekt. Ud over en omfattende gennemgang af IMF's rapporter og procedurer, har IEO bl.a. foretaget en spørgeskemaundersøgelse blandt lande, som har gennemført FSAP. 45 lande besvarede spørgeskemaet, og derudover gennemførte IEO mere tilbundsgående gennemgange af 25 lande.<sup>3,4</sup>

IEOs undersøgelser viser, at FSAP fremmer den interne diskussion i administrationen i det enkelte land, og at en del lande ser FSAP som instrumentel med hensyn til at rejse tabu-belagte emner. Stort set alle lande anser det for afgørende for værdien af FSAP, at vurderingen af den finansielle sektor er uafhængig og kommer udefra. IEO vurderer, at FSAP har haft størst effekt i lande, hvor regeringen i forvejen var engageret i reformer af den finansielle sektor, hvad enten baggrunden var intern politisk eller mere udenrigspolitisk, såsom optagelse i EU. Ca. 50 pct. af landene mener, at FSAP har styrket deres politiske overvejelser om udvikling af den finansielle sektor.

Såvel IEO som de lande, der har deltaget i undersøgelsen, vurderer, at kvaliteten af FSAP er meget høj, hvilket også er Danmarks erfaring. Knap halvdelen af de 45 lande mener ligefrem, at FSAP har bidraget med ny analytisk viden om deres finansielle systemer, og særligt fremhæves stresstest og gennemgangen af de internationale standarder.

---

<sup>1</sup> Udarbejdelse og publicering af data (*the Fund's Special Data Dissemination Standard/General Data Dissemination System*).

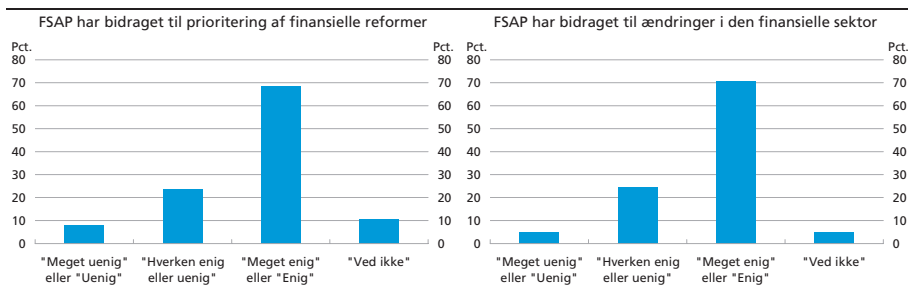
<sup>2</sup> Udarbejdelse af den offentlige sektors budgetter og regnskabsførelse samt sikring af god forvaltningspraksis i den offentlige sektor (*the Fund's Code of Good Practices on Fiscal Transparency*).

<sup>3</sup> Report on the Evaluation of the Financial Sector Assessment Program (FSAP) (2006) er tilgængelig på IEOs hjemmeside [www.imf.org/ieo](http://www.imf.org/ieo).

<sup>4</sup> Brasilien, Bulgarien, Cameroon, Chile, Costa Rica, Den Dominikanske Republik, Ægypten, Tyskland, Ghana, Indien, Irland, Japan, Jordan, Kazakstan, Korea, Mexico, New Zealand, Filippinerne, Rumæni, Rusland, Singapore, Slovenien, Sydafrika, Sri Lanka og Tunesien.

## SPØRGESKEMAUNDERSØGELSE OM EFFEKT AF FSAP

Figur 2



Kilde: Independent Evaluation Office, IEO.

En konkret ændring i politikker og institutioner kan ikke nødvendigvis tilskrives ét bestemt forhold såsom FSAP, men særligt to effekter af FSAP blev fremhævet af mange lande. For det første vurderedes FSAP at indebære en ny tilgangsvinkel til risikovurderinger, og mange regeringer begyndte at udgive finansielle stabilitetsrapporter eller at udvikle stress-test efter FSAP. For det andet vurderede en del lande, at planlagte reformer fik øget troværdighed som følge af den uafhængige ekspertråd-givning. Ca. 70 pct. af landene vurderede, at FSAP har haft indflydelse på prioriteringen af reformer, og lige så mange mente, at FSAP reelt har bidraget til ændringer i den finansielle sektor, jf. figur 2.

FSAP har stor opbakning, eftersom ca. 90 pct. af landene svarer, at de helt eller delvist har implementeret IMF's anbefalinger – en vurdering, der stort set understøttes af FSAP-lederne hos IMF. FSAP synes også at leve op til hensigten, idet knap 40 pct. af landene mener, at svagheder i den finansielle sektor faktisk er reduceret efter FSAP.

De positive tilkendegivelser fra landene er formentlig en del af forklaringen på, at i alt ca. tre fjerdedele af IMF's 184 medlemslande har haft eller ønsker en FSAP, selv om FSAP er frivillig. Næsten alle de europæiske lande har deltaget i FSAP, jf. figur 3.

Samtidig søger IMF at lægge et vist pres på medlemslandene for at få dem til at melde sig til FSAP, om end FSAP er resursekrævende, og IMF højst kan gennemføre 15-20 FSAP om året. I den forbindelse prioriterer IMF lande med stor systemisk betydning for de internationale finansielle markeder særligt højt, fordi en eventuel krise i sådanne lande let kan sprede sig til andre lande. IEO har vurderet, at 20-25 pct. af disse lande endnu ikke har deltaget i FSAP. Det drejer sig bl.a. om USA, Kina og de fleste vækstøkonomier i Asien, som i IMF regelmæssigt opfordres til at deltage i FSAP.

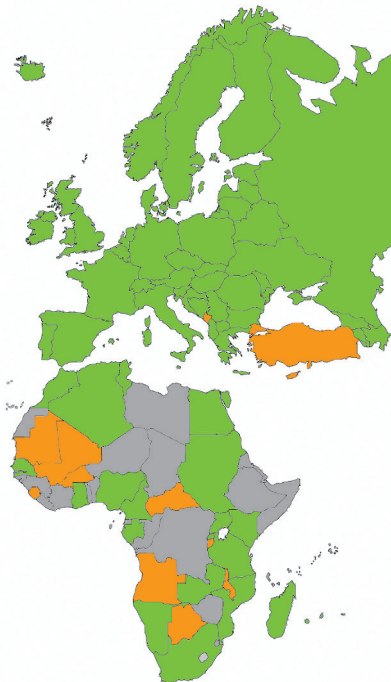
## OVERSIGSTKORT

Figur 3

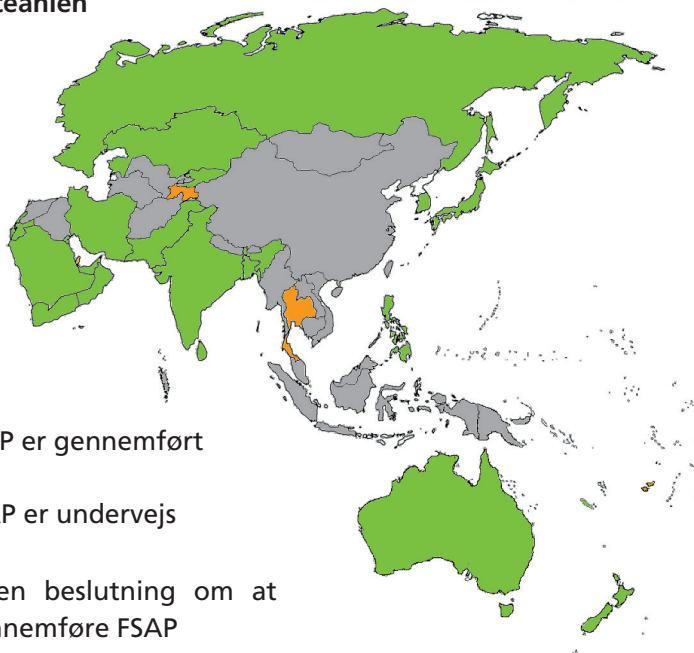
## Nord- og Sydamerika



## Europa og Afrika



## Asien og Oceanien



- FSAP er gennemført
- FSAP er undervejs
- Ingen beslutning om at gennemføre FSAP

Anm.: FSAP programmet for Argentina og Elfenbenskysten er blevet afbrudt.

Kilde: IMF.

## LITTERATUR

---

IMFs overordnede rapporter om dansk økonomi og FSAP findes på Nationalbankens hjemmeside:

The International Monetary Fund (oktober 2006), Denmark: 2006 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Denmark [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

The International Monetary Fund (oktober 2006), Denmark: Financial System Stability Assessment, including Reports on Observance of Standards and Codes on the following topics, Banking Supervision, Insurance Supervision, Systematically Important Payment Systems, and Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

IMFs beskrivende dokumenter vedrørende FSAP og offentliggjorte landerapporter findes på IMFs hjemmeside. Der henvises særligt til følgende dokumenter:

The International Monetary Fund (29. juni 2006), Standards and Codes – Implementing the Fund’s Medium-Term Strategy and the Recommendations of the 2005 Review of the Initiative [www.imf.org](http://www.imf.org)

Independent Evaluation Office (IEO) (5. januar 2006), Report on the Evaluation of the Financial Sector Assessment Program [www.imf.org/ieo](http://www.imf.org/ieo)

The International Monetary Fund and the World Bank (29. september 2005), Financial Sector Assessment – A Handbook [www.imf.org](http://www.imf.org)

The International Monetary Fund and the World Bank (22. februar 2005), Financial Sector Assessment Program – Review, Lessons, and Issues Going Forward [www.imf.org](http://www.imf.org)

The International Monetary Fund and the World Bank (22. februar 2005), Financial Sector Assessment Program – Background Paper [www.imf.org](http://www.imf.org)

The International Monetary Fund and the World Bank (24. februar 2003), Analytical Tools of the FSAP [www.imf.org](http://www.imf.org)



---

## Artikler i Kvartalsoversigten

### 4. kvartal 2004 – 3. kvartal 2006

---

Abildgren, Kim: Steriliseret og ikke-steriliseret intervention i valutamarkedet	1. kvartal 2005
Abildgren, Kim – sammen med Jacob Lindewald og Michal Chr. Nielsen: Det 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland	1. kvartal 2005
Abildgren, Kim: Kronevalutamarkedet	1. kvartal 2006
Andersen, Allan Bødskov: Volatiliteten i dag-til-dag pengemarkedsrenten	4. kvartal 2004
Andersen, Allan Bødskov: Kurspåvirkningen af Nationalbankens interventioner i valutamarkedet	1. kvartal 2005
Andersen, Allan Bødskov – sammen med John Hydeskov og Michael Sand: Hvorfor er de lange amerikanske renter lave?	4. kvartal 2005
Andersen, Allan Bødskov – sammen med Jacob Wellendorph Ejsing og Michael Sand: Holdbarheden af de lave lange renter	2. kvartal 2006
Andersen, Niels C. – sammen med Jens Dalsgaard: Afviklingen af Varde Bank	4. kvartal 2005
Babic, Borka: Stabilitets- og vækstpagten – status 2006	2. kvartal 2006
Beier, Niels C. – sammen med Erik Haller Pedersen: Løn, konkurrenceevne og betalingsbalance	1. kvartal 2005

Beier, Niels C. – sammen med Michael Sand: Det tyske arbejdsmarked	2. kvartal 2005
Beier, Niels C. – sammen med Erik Haller Pedersen: Søfragt og dansk økonomi	4. kvartal 2005
Beier, Niels C.: Hollands økonomi det sidste årti	2. kvartal 2006
Borup, Lisbeth – sammen med Dorte Kurek: Direktivforslag om ny kapitaldækningsregler (Basel II)	1. kvartal 2005
Buchter, Louise – sammen med Kirsten Gürtler: Lovligt betalingsmiddel	3. kvartal 2006
Dalsgaard, Jens – sammen med Niels C. Andersen: Afviklingen af Varde Bank	4. kvartal 2005
Drejer, Peter Askjær – sammen med Vibeke Buur Hove: Omsætning på valuta- og derivatmarkederne i april 2004	4. kvartal 2004
Ejsing, Jacob Wellendorph – sammen med Allan Bødskov Andersen og Michael Sand: Holdbarheden af de lave lange renter	2. kvartal 2006
Ejsing, Jacob Wellendorph – sammen med John Hydeskov og Palle Bach Mindested: Hvorfor er olieprisen steget?	2. kvartal 2006
Frandsen, Tina Winther: Forfatningstraktaten og ØMUen	4. kvartal 2004
Gürtler, Kirsten – sammen med Louise Buchter: Lovligt betalingsmiddel	3. kvartal 2006
Hahnemann, Niels Peter: Polen – EUs nye store medlemsland	4. kvartal 2005
Hansen, Bo William – sammen med Dan Knudsen: Indenlandsk markedsbestemt inflation	4. kvartal 2005

- Hansen, Jakob Lage: 1. kvartal 2005  
Sammenhænge mellem aktiekurser og obligationsrenter
- Hansen, Jakob Lage – sammen med Peter Ejler Storgaard: 2. kvartal 2005  
Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen
- Hansen, Lars Jul – sammen med Jesper Ulriksen Thuesen: 1. kvartal 2006  
Udviklingen inden for realkredit: Markedet og markedsdeltagerne
- Hove, Vibeke Buur – sammen med Peter Askjær Drejer: 4. kvartal 2004  
Omsætning på valuta- og derivatmarkederne i april 2004
- Hydeskov, John – sammen med Allan Bødskov Andersen og Michael Sand: 4. kvartal 2005  
Hvorfor er de amerikanske renter lave?
- Hydeskov, John – sammen med Jacob Wellendorph Ejsing og Palle Bach Mindested: 2. kvartal 2006  
Hvorfor er olieprisen steget?
- Jayaswal, Peter – sammen med Mette Kornvig og Katrine Skjærbæk: 3. kvartal 2006  
Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet
- Jensen, Thomas Haugaard – sammen med Jens Anton Kjærgaard Larsen: 4. kvartal 2004  
BRIC-landene
- Jensen, Thomas Haugaard – sammen med Jens Anton Kjærgaard Larsen: 3. kvartal 2005  
Stabilitets- og vækstpagten – status 2005
- Knudsen, Dan – sammen med Bo William Hansen: 4. kvartal 2005  
Indenlandsk markedsbestemt inflation
- Kornvig, Mette – sammen med Peter Jayaswal og Katrine Skjærbæk: 3. kvartal 2006  
Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet

Kurek, Dorte – sammen med Lisbeth Borup: Direktivforslag om ny kapitaldækningsregler (Basel II)	1. kvartal 2005
Larsen, Jens Anton Kjærgaard – sammen med Thomas Haugaard Jensen: BRIK-landene	4. kvartal 2004
Larsen, Jens Anton Kjærgaard – sammen med Thomas Haugaard Jensen: Stabilitets- og vækstpagten – status 2005	3. kvartal 2005
Lindewald, Jacob – sammen med Kim Abildgren og Michal Chr. Nielsen: Det 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland	1. kvartal 2005
Lund, Jakob Windfeld – sammen med Kristine Rasmussen: Udenlandske banker i Danmark	1. kvartal 2006
Madsen, Birgitte Bundgaard: Finansielle koncerner og konglomerater	1. kvartal 2006
Mindsted, Palle Bach – sammen med Jacob Wellendorph Ejsing og John Hydeskov: Hvorfor er olieprisen steget?	2. kvartal 2006
Mose, Jacob Stæhr: Ekspertforudsigelser af renter og valutakurser	4. kvartal 2005
Nielsen, Michal Chr. – sammen med Kim Abildgren og Jacob Lindewald: Det 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland	1. kvartal 2005
Nielsen, Torben: Risici ved afvikling af større betalinger	1. kvartal 2005
Olesen, Jan Overgaard – sammen med Erik Haller Pedersen: Boligmasse og boligskat – et regionalt perspektiv	3. kvartal 2006

Pedersen, Erik Haller: Revision af vægtgrundlaget til beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks	4. kvartal 2004
Pedersen, Erik Haller – sammen med Niels C. Beier: Løn, konkurrenceevne og betalingsbalance	1. kvartal 2005
Pedersen, Erik Haller – sammen med Niels C. Beier: Søfragt og dansk økonomi	4. kvartal 2005
Pedersen, Erik Haller: Demografi, vækst og finansielle markeder	1. kvartal 2006
Pedersen, Erik Haller – sammen med Jan Overgaard Olesen: Boligmasse og boligskat – et regionalt perspektiv	3. kvartal 2006
Pedersen, Gitte Wallin: Gennemgang af det finansielle system i Danmark	3. kvartal 2005
Pedersen, Mette Kramer: Sæsonkorrigeret finansiell statistik	3. kvartal 2006
Persson, Sabina: En sammenligning af detailrenterne i Danmark og euroområdet	4. kvartal 2005
Rasmussen, Kristine – sammen med Jakob Windfeld Lund: Udenlandske banker i Danmark	1. kvartal 2006
Risbjerg, Lars: Udviklingen inden for realkredit: Husholdningernes forbrug	1. kvartal 2006
Risbjerg, Lars: Pengemængdevækst, inflation og konjunkturudvikling	3. kvartal 2006
Sand, Michael – sammen med Niels C. Beier: Det tyske arbejdsmarked	2. kvartal 2005

Sand, Michael – sammen med Allan Bødskov Andersen og John Hydeskov: Hvorfor er de amerikanske renter lave?	4. kvartal 2005
Sand, Michael – sammen med Allan Bødskov Andersen og Jacob Wellendorph Ejsing: Holdbarheden af de lave lange renter	2. kvartal 2006
Skjærbæk, Katrine – sammen med Peter Jayaswal og Mette Kornvig: Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet	3. kvartal 2006
Storgaard, Peter Ejler – sammen med Jacob Lage Hansen: Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen	2. kvartal 2005
Thomsen, Jens: Rente og risiko	3. kvartal 2005
Thuesen, Jesper Ulriksen: Gennemsigtighed på kapitalmarkeder	4. kvartal 2004
Thuesen, Jesper Ulriksen: Hedgefonde i Danmark og internationalt	1. kvartal 2005
Thuesen, Jesper Ulriksen – sammen med Lars Jul Hansen: Udviklingen inden for realkredit: Markedet og markedsdeltagerne	1. kvartal 2006
Ølgaard, Christian: Færøsk økonomi – en aktuel status	3. kvartal 2005
Ølgaard, Christian: Færøsk økonomi, oversigt medio 2006	3. kvartal 2006
<hr/>	
Udgivne Working Papers	1. kvartal 2005
Samarbejdsaftale om finansiel overvågning	2. kvartal 2005

Aktiviteten i pengemarkedet og Nationalbankens markedsoperationer	3. kvartal 2005
Udvidelse af statistik for MFI-sektoren	3. kvartal 2005
Enighed om nye kapitaldækningsregler i EU	4. kvartal 2005
Samarbejdsaftale (Memorandum of Understanding) mellem Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet af 11. oktober 2005	4. kvartal 2005
Udgivne Working Papers	1. kvartal 2006



---

## Pressemeddelelse

---

### **DEN 5. OKTOBER 2006: RENTEFORHØJELSE**

---

Diskontoen og foliorenten forhøjes med 0,25 pct. til 3,25 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 pct. til 3,50 pct. Forhøjelsen har virkning fra 6. oktober 2006.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet minimumsbudrenten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 pct. til 3,25 pct.



---

## Tabelfafsnit

---

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

## Kilde- og signaturforklaring

0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed.

... Tal foreligger ikke eller er uden større interesse.

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 27. november 2006.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-14, 16-18 og 23-24, dog er Københavns Fondsbørs kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 15 og 19-22. Beregningerne i tabel 20 og 24 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

## RENTER OG AKTIEKURSIDEKX

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente	Ultimo	Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.		3.7.89 =100	
2001 .....	3,25	3,60	3,25	2001 .....	3,54	5,15	6,55	272,45
2002 .....	2,75	2,95	2,75	2002 .....	3,00	4,45	5,47	199,49
2003 .....	2,00	2,15	2,00	2003 .....	2,16	4,46	5,45	244,35
2004 .....	2,00	2,15	2,00	2004 .....	2,16	3,87	5,07	286,66
2005 .....	2,25	2,40	2,25	2005 .....	2,46	3,30	4,39	393,52
2006 3. mar..	2,50	2,75	2,50	apr 06 .....	2,92	4,04	5,35	396,71
9. jun ...	2,75	3,00	2,75	maj 06 .....	2,95	3,99	5,36	372,89
4. aug..	3,00	3,25	3,00	jun 06 .....	3,11	4,12	5,43	371,01
6. okt...	3,25	3,50	3,25	jul 06 .....	3,22	3,97	5,35	369,29
				aug 06 .....	3,33	3,83	5,27	390,57
				sep 06 .....	3,46	3,67	5,18	403,39
27. nov .	3,25	3,50	3,25	okt 06 .....	3,61	3,86	5,22	418,92

## UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
2001 .....	148,4	47,3	43,5	113,6	3,7	63,4	53,9
2002 .....	193,2	47,7	50,3	160,7	10,1	81,2	89,6
2003 .....	224,2	49,7	44,0	157,3	12,9	48,0	122,2
2004 .....	217,6	52,0	60,8	160,4	6,9	72,6	94,6
2005 .....	212,3	56,2	56,4	207,6	12,8	135,3	85,1
maj 06 .....	182,2	56,6	33,0	179,0	17,2	121,7	74,5
jun 06 .....	182,8	57,2	44,0	188,4	8,9	132,9	64,5
jul 06 .....	182,2	57,0	36,5	165,8	15,5	109,8	71,5
aug 06 .....	180,0	56,5	55,1	156,4	16,1	121,6	50,8
sep 06 .....	180,2	56,4	66,6	157,5	14,2	130,7	41,0
okt 06 .....	179,5	56,8	64,8	153,8	19,9	131,2	42,5

**FORSKELLIGE FAKTORERS PÅVIRKNING AF PENGE- OG REALKREDIT-  
INSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN**

Tabel 3

	Statsfinanserne			National- bankens netto- valuta- køb	National- bankens netto- obliga- tionskøb	Andre faktorer	Penge- og real- kreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Inden- landsk brutto- finansie- rings- behov	Salg af inden- landske stats- papirer	Likvi- ditets- påvirk- ning				Ændring	Ultimo
2001 .....	81,2	87,7	-6,5	28,4	1,0	-3,6	19,3	53,9
2002 .....	115,5	121,9	-6,4	45,4	-0,9	-2,4	35,7	89,6
2003 .....	99,7	94,1	5,6	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
2004 .....	75,5	92,6	-17,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005 .....	39,5	30,9	8,6	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
maj 06 .....	-4,7	-7,1	2,4	-0,7	0,3	0,2	2,2	74,5
jun 06 .....	-3,2	7,9	-11,0	0,7	1,2	-0,8	-10,0	64,5
jul 06 .....	17,4	10,5	7,0	-0,1	-0,2	0,2	7,0	71,5
aug 06 .....	-24,2	-3,6	-20,7	-0,8	0,7	0,1	-20,6	50,8
sep 06 .....	-6,2	5,3	-11,5	0,1	1,5	0,0	-9,8	41,0
okt 06 .....	5,8	4,6	1,1	0,0	0,7	-0,4	1,5	42,5

## UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver <sup>1</sup>
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo		Mia.kr.						
2001 .....	2.932,1	75,0	1.850,9	133,1	37,0	686,3	1.048,7	-57,0
2002 .....	3.198,5	79,9	1.944,6	142,8	36,5	723,3	1.125,9	-66,8
2003 .....	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
2004 .....	3.684,5	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-65,7
2005 .....	4.228,2	107,8	2.584,2	75,9	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
maj 06 .....	4.388,9	110,9	2.735,0	54,3	54,7	1.013,0	1.328,0	-208,9
jun 06 .....	4.379,3	115,3	2.781,5	56,0	55,1	1.023,6	1.335,5	-203,5
jul 06 .....	4.416,5	114,0	2.789,2	63,4	54,7	1.033,0	1.356,3	-222,5
aug 06 .....	4.421,4	111,7	2.819,2	54,9	55,6	1.048,1	1.362,7	-228,5
sep 06 .....	4.508,6	111,7	2.855,6	61,9	56,8	1.051,3	1.384,2	-225,5
okt 06 .....	4.507,1	113,1	2.874,5	58,7	58,6	1.074,8	1.381,4	-224,9
		Ændring i forhold til året før, pct.						
2001 .....	...	10,2	9,5	16,6	-14,0	5,7	2,9	...
2002 .....	...	6,6	5,1	7,3	-1,4	5,4	7,4	...
2003 .....	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
2004 .....	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
2005 .....	...	10,6	15,0	-24,7	15,4	14,4	7,9	...
maj 06 .....	...	12,8	15,0	-48,2	17,2	7,5	6,6	...
jun 06 .....	...	14,9	13,9	-50,4	14,4	5,4	5,6	...
jul 06 .....	...	13,0	14,3	-46,6	10,9	5,1	10,2	...
aug 06 .....	...	10,1	13,4	-37,1	12,0	10,3	7,2	...
sep 06 .....	...	9,1	13,7	-24,2	9,9	12,2	8,2	...
okt 06 .....	...	9,4	14,1	-24,1	13,2	13,2	11,6	...

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske monetære finansielle institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differencen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

## PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid =<2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel =< 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid =< 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
2001 .....	39,2	375,6	414,9	102,7	9,9	527,4	4,0	15,0	546,4
2002 .....	39,0	399,1	438,1	102,7	18,5	559,3	6,6	45,2	611,2
2003 .....	41,0	428,1	469,1	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,5
2004 .....	43,7	492,8	536,5	119,2	21,0	676,7	2,0	20,2	699,0
2005 .....	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,4	798,7
maj 06 .....	47,9	630,8	678,8	139,3	18,2	836,3	16,1	8,6	861,0
jun 06 .....	48,6	638,4	687,1	135,4	17,5	840,0	12,4	9,0	861,6
jul 06 .....	48,4	642,9	691,3	147,4	17,4	856,2	11,4	10,2	878,1
aug 06 .....	48,1	629,6	677,7	155,5	17,6	850,8	13,8	8,1	872,8
sep 06 .....	48,6	625,8	674,4	150,4	17,4	842,2	13,9	12,7	868,9
okt 06 .....	48,6	632,9	681,5	163,9	17,5	862,9	17,0	10,1	890,1
Ændring i forhold til året før, pct.									
2001 .....	...	...	7,3	...	...	6,5	...	...	7,7
2002 .....	...	...	3,9	...	...	4,6	...	...	11,8
2003 .....	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	11,3
2004 .....	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
2005 .....	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,3
maj 06 .....	...	...	13,8	...	...	13,2	...	...	15,5
jun 06 .....	...	...	13,3	...	...	10,1	...	...	10,7
jul 06 .....	...	...	10,3	...	...	7,4	...	...	9,2
aug 06 .....	...	...	8,2	...	...	7,4	...	...	9,2
sep 06 .....	...	...	8,5	...	...	8,0	...	...	10,9
okt 06 .....	...	...	8,3	...	...	9,2	...	...	12,0

## UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
2001 .....	1.798,8	353,0	588,0	253,3	228,8	579,3	627,5	718,0
2002 .....	2.040,1	419,8	599,2	253,5	231,3	620,9	685,6	764,7
2003 .....	2.204,4	468,7	662,9	271,5	285,7	764,4	823,8	795,1
2004 .....	2.418,3	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
2005 .....	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
maj 06 .....	3.022,8	637,8	996,6	414,9	407,5	916,9	1.029,7	1.088,8
jun 06 .....	3.025,1	632,3	1.032,6	428,9	420,2	903,3	1.045,1	1.102,8
jul 06 .....	3.021,5	649,6	1.020,8	430,8	415,9	888,9	1.039,0	1.103,1
aug 06 .....	3.000,0	656,9	1.032,9	434,9	417,8	867,2	997,0	1.108,3
sep 06 .....	3.128,9	726,9	1.055,8	448,1	430,5	901,6	1.118,1	1.105,9
okt 06 .....	3.096,9	679,9	1.061,6	449,2	428,6	916,5	1.057,6	1.125,2
		Ændring i forhold til året før, pct.						
2001 .....	...	-17,5	11,7	6,0	22,8	27,0	8,2	4,9
2002 .....	...	18,9	1,9	0,1	1,1	7,2	9,3	6,5
2003 .....	...	10,7	2,5	7,1	3,1	21,8	18,8	3,9
2004 .....	...	5,6	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
2005 .....	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3
Maj 06 .....	...	16,0	22,1	21,0	25,2	-0,2	6,8	9,8
Jun 06 .....	...	13,7	20,2	20,1	24,0	-8,5	-0,3	8,2
Jul 06 .....	...	22,0	20,9	21,3	27,0	-10,1	9,6	3,8
Aug 06 .....	...	26,0	20,6	21,6	24,2	-12,9	0,0	5,6
Sep 06 .....	...	31,9	20,2	20,3	26,4	-11,1	3,3	8,4
Okt 06 .....	...	22,1	20,5	20,6	24,3	-3,6	9,8	8,4

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er udlånet påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årsstigningstakt.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFLer	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFLer	Udstedte obliga- tioner mv.
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo		Mia.kr.						
2001 .....	1.579,5	88,3	1.191,8	907,6	246,8	280,7	55,3	1.421,3
2002 .....	1.721,8	77,3	1.285,1	988,0	259,2	338,5	58,9	1.584,2
2003 .....	1.863,8	100,9	1.394,6	1.072,1	284,4	342,6	32,6	1.729,0
2004 .....	2.097,4	91,2	1.489,9	1.141,3	307,9	481,2	26,1	1.952,5
2005 .....	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
maj 06 .....	2.058,5	120,5	1.739,9	1.339,7	351,2	145,8	114,2	1.781,5
jun 06 .....	2.107,5	161,5	1.753,7	1.350,2	353,8	159,7	120,8	1.797,7
jul 06 .....	2.102,6	131,7	1.771,8	1.361,8	360,1	155,1	121,1	1.818,9
aug 06 .....	2.142,4	154,4	1.786,7	1.371,1	362,0	159,1	134,6	1.846,0
sep 06 .....	2.175,6	176,3	1.799,2	1.380,1	364,2	163,9	138,1	1.875,9
okt 06 .....	2.186,0	167,8	1.813,3	1.390,4	367,5	164,9	143,7	1.880,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
2001 .....	...	64,6	8,8	9,3	9,4	71,5	52,6	17,2
2002 .....	...	-12,5	7,8	8,9	5,0	20,6	6,7	11,5
2003 .....	...	30,6	8,5	8,5	9,7	1,2	-44,8	9,1
2004 .....	...	-9,6	6,8	6,5	8,3	40,4	-19,9	12,9
2005 .....	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6
maj 06 .....	...	24,0	11,7	12,5	9,2	0,8	229,9	3,3
jun 06 .....	...	9,0	11,1	11,7	9,6	-6,0	232,6	0,1
jul 06 .....	...	44,9	11,4	11,8	10,7	14,2	388,7	5,2
aug 06 .....	...	49,1	10,0	9,8	10,3	6,6	639,9	2,5
sep 06 .....	...	23,5	10,4	10,5	9,7	-5,2	383,9	1,7
okt 06 .....	...	189,7	10,9	10,8	10,2	-3,1	378,2	6,5

## PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
Ultimo	Mia.kr.								
2001 .....	1.814,4	1.161,0	594,7	622,6	253,3	342,3	1.191,8	907,6	252,4
2002 .....	1.917,0	1.241,6	619,2	631,8	253,5	353,0	1.285,1	988,0	266,2
2003 .....	2.087,7	1.343,6	683,1	693,2	271,5	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
2004 .....	2.276,0	1.466,1	741,0	786,0	324,8	426,8	1.489,9	1.141,3	314,2
2005 .....	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
maj 06 .....	2.768,2	1.754,6	925,3	1.028,4	414,9	566,5	1.739,9	1.339,7	358,8
jun 06 .....	2.818,0	1.779,1	944,9	1.064,3	428,9	583,4	1.753,7	1.350,2	361,5
jul 06 .....	2.826,1	1.792,5	940,5	1.054,2	430,8	572,8	1.771,8	1.361,8	367,7
aug 06 .....	2.853,1	1.805,9	952,9	1.066,4	434,9	583,3	1.786,7	1.371,1	369,6
sep 06 .....	2.888,5	1.828,1	963,8	1.089,3	448,1	592,3	1.799,2	1.380,1	371,5
okt 06 .....	2.908,4	1.839,6	970,8	1.095,1	449,2	595,8	1.813,3	1.390,4	375,0
Ændring i forhold til året før, pct.									
2001 .....	7,5	8,6	6,0	5,1	6,0	3,8	8,8	9,3	9,1
2002 .....	5,7	6,9	4,1	1,5	0,1	3,1	7,8	8,9	5,5
2003 .....	6,1	8,2	2,7	1,5	7,1	-1,7	8,5	8,5	9,3
2004 .....	9,0	9,1	8,5	13,4	19,6	8,8	6,8	6,5	8,0
2005 .....	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8
maj 06 .....	15,0	14,4	16,0	21,2	21,0	20,6	11,7	12,5	9,4
jun 06 .....	14,1	13,6	14,5	19,4	20,1	17,8	11,1	11,7	9,5
jul 06 .....	14,6	13,9	15,8	20,6	21,3	19,3	11,4	11,8	10,6
aug 06 .....	13,6	12,4	15,2	20,3	21,6	18,7	10,0	9,8	10,1
sep 06 .....	13,8	12,7	15,2	19,9	20,3	19,2	10,4	10,5	9,4
okt 06 .....	14,2	13,1	15,5	20,2	20,6	19,3	10,9	10,8	10,0

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er pengeinstitutternes udlån påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årsstigningstakt.

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indeks-lån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån <sup>1</sup>
Ultimo								
2001 .....	109,6	836,5	245,7	151,5	1.191,8	54,5	...	
2002 .....	103,6	816,0	365,0	200,4	1.284,6	82,5	...	
2003 .....	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4	
2004 .....	94,6	737,6	656,1	378,4	1.488,4	84,9	170,5	
2005 .....	88,6	760,1	814,1	576,2	1.662,8	80,5	315,5	
maj 06 .....	89,2	795,6	853,5	642,4	1.738,3	82,4	366,0	
jun 06 .....	86,8	802,8	862,3	649,5	1.751,9	83,1	376,8	
jul 06 .....	86,8	813,8	869,4	654,3	1.770,0	83,0	386,2	
aug 06 .....	86,9	824,2	874,5	657,9	1.785,5	84,5	394,5	
sep 06 .....	86,6	834,0	877,1	658,7	1.797,8	85,7	403,3	
okt 06 .....	86,6	843,2	882,1	661,0	1.811,9	86,8	412,3	

Anm.: Tabellen inkluderer alene indenlandske realkreditudlån, hvorimod tabel 7 og 8 omfatter samtlige indenlandske udlån fra realkreditinstitutter.

<sup>1</sup> Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
3. kv. 04 .....	5,2	7,1	4,8	2,9	1,6	1,2	1,7	2,1
4. kv. 04 .....	5,1	6,9	4,8	2,8	1,6	1,2	1,7	2,1
1. kv. 05 .....	5,1	6,7	4,8	2,8	1,7	1,3	1,7	2,1
2. kv. 05 .....	4,9	6,5	4,6	2,7	1,7	1,3	1,7	2,1
3. kv. 05 .....	4,8	6,3	4,5	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
4. kv. 05 .....	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
1. kv. 06 .....	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
2. kv. 06 .....	5,0	6,4	4,7	3,0	2,1	1,8	2,3	2,6
3. kv. 06 .....	5,2	6,6	5,0	3,3	2,4	2,1	2,5	2,8
maj 06 .....	5,0	6,3	4,7	3,0	2,1	1,8	2,2	2,5
jun 06 .....	5,0	6,4	4,8	3,1	2,2	1,8	2,3	2,7
jul 06 .....	5,1	6,4	4,8	3,2	2,2	1,9	2,4	2,7
aug 06 .....	5,3	6,6	5,0	3,4	2,4	2,1	2,6	2,7
sep 06 .....	5,4	6,7	5,1	3,4	2,5	2,2	2,7	2,9
okt 06 .....	5,4	6,8	5,2	3,4	2,6	2,3	2,8	3,1



INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND								Tabel 12	
	Obligationer mv.						Aktier		
	I alt		Heraf:						
			Statspapirer		Realkreditobligationer				
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet			Danmark
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.								
2001 .....	1.787,7	414,6	443,7	217,1	1.231,8	194,5	480,5	231,1	
2002 .....	1.999,8	414,7	479,8	222,9	1.411,6	189,6	384,3	162,3	
2003 .....	2.124,2	419,6	488,2	210,0	1.523,9	207,9	488,1	208,6	
2004 .....	2.393,0	429,7	493,1	228,3	1.785,9	198,6	592,1	244,5	
2005 .....	2.560,1	461,2	435,2	205,1	2.002,9	252,5	827,1	298,2	
maj 06 .....	2.048,7	428,7	415,9	164,8	1.510,5	259,6	815,8	262,3	
jun 06 .....	2.073,7	439,3	410,0	172,3	1.536,9	261,4	804,5	263,3	
jul 06 .....	2.092,1	438,4	425,5	167,9	1.539,5	264,9	813,8	263,4	
aug 06 .....	2.105,0	448,3	419,6	169,9	1.557,4	272,6	839,2	277,6	
sep 06 .....	2.142,9	448,6	417,6	176,3	1.594,9	266,4	868,2	286,4	
okt 06 .....	2.143,0	454,6	416,2	178,6	1.595,5	269,8	901,3	306,5	

## HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontanter og bankindskud mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	Opsparing i livsforsikrings- og pensionsordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiell nettoformue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
2001 .....	556	205	335	1.136	2.231	1.326	905	2.231
2002 .....	583	190	320	1.171	2.264	1.452	812	2.265
2003 .....	620	187	400	1.262	2.471	1.515	955	2.471
2004 .....	668	183	472	1.397	2.720	1.638	1.082	2.720
2005 .....	768	196	611	1.609	3.184	1.843	1.341	3.184
2. kv. 05 .....	732	180	525	1.541	2.978	1.748	1.231	2.979
3. kv. 05 .....	769	183	562	1.585	3.100	1.797	1.303	3.100
4. kv. 05 .....	768	196	611	1.609	3.184	1.843	1.341	3.184
1. kv. 06 .....	800	179	661	1.596	3.237	1.869	1.368	3.237
2. kv. 06 .....	814	172	636	1.551	3.173	1.906	1.266	3.172

## VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell nettoformue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia.kr.								
2001 .....	520	139	713	1.371	1.163	90	1.069	-952	1.370
2002 .....	526	117	638	1.281	1.142	96	929	-885	1.281
2003 .....	627	134	643	1.403	1.146	109	1.130	-983	1.403
2004 .....	623	168	736	1.527	1.205	144	1.239	-1.061	1.527
2005 .....	679	181	965	1.824	1.342	148	1.517	-1.183	1.824
2. kv. 05 .....	702	169	873	1.743	1.278	149	1.436	-1.119	1.744
3. kv. 05 .....	683	180	894	1.757	1.309	148	1.468	-1.169	1.757
4. kv. 05 .....	679	181	965	1.824	1.342	148	1.517	-1.183	1.824
1. kv. 06 .....	735	156	1.046	1.937	1.464	131	1.548	-1.206	1.936
2. kv. 06 .....	742	138	993	1.872	1.483	149	1.451	-1.211	1.872

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

## BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 15

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
2001 .....	63,3	25,1	88,4	-25,0	-21,6	41,8
2002 .....	64,3	17,8	82,1	-24,7	-23,3	34,1
2003 .....	65,9	23,2	89,2	-16,8	-24,0	48,3
2004 .....	55,1	19,8	74,9	-2,4	-27,7	44,7
2005 .....	47,6	31,8	79,4	1,9	-25,2	56,1
okt 04 - sep 05 .....	53,5	28,4	81,8	-5,3	-26,6	50,0
okt 05 - sep 06 .....	22,7	39,6	62,3	9,1	-25,9	45,4
apr 06 .....	0,7	3,9	4,6	-3,1	-1,9	-0,4
maj 06 .....	0,9	4,3	5,2	3,3	-1,9	6,6
jun 06 .....	2,5	3,9	6,4	1,7	-1,9	6,2
jul 06 .....	2,4	4,0	6,4	2,9	-2,2	7,1
aug 06 .....	2,1	7,3	9,4	1,2	-2,2	8,4
sep 06 .....	4,0	3,8	7,8	1,3	-2,2	6,9

Anm.: Fra og med 2005 er opgørelsen baseret på nye kilder og metoder med deraf følgende databrud.

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhver- velse, netto <sup>1</sup>	Kapitalimport				Andet <sup>2</sup>	National- bankens transakti- oner med udlandet <sup>3</sup>
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
		Mia.kr.					
2001 .....	41,9	-107,9	92,5	-35,3	7,9	28,4	27,5
2002 .....	35,3	-44,9	52,3	1,2	21,3	-19,8	45,4
2003 .....	48,3	-8,0	17,8	-98,3	72,6	-1,6	30,8
2004 .....	44,9	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	58,9	-6,2
2005 .....	57,6	-90,1	78,6	-66,9	23,9	-14,9	-11,8
okt 04 - sep 05 .....	50,5	-71,4	68,0	-116,8	65,1	3,0	-1,6
okt 05 - sep 06 .....	44,6	-97,5	106,5	-66,1	4,5	-39,5	-47,5
apr 06 .....	-0,4	-8,4	8,4	-30,5	42,7	-11,6	0,2
maj 06 .....	6,6	-4,4	1,7	11,1	-4,7	-9,5	0,9
jun 06 .....	6,2	-3,3	-1,4	19,2	-18,2	-1,2	1,3
jul 06 .....	7,2	-14,9	4,2	7,0	13,3	-17,6	-0,9
aug 06 .....	8,4	-8,6	3,5	35,1	-36,0	-4,4	-2,0
sep 06 .....	6,9	-6,5	28,6	-42,6	6,1	7,3	-0,2

<sup>1</sup> Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.

<sup>2</sup> Omfatter fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.

<sup>3</sup> Fra og med 2005 transaktioner i alle Nationalbankens udenlandske mellemværender. Før 2005 anvendtes alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven, som offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2001 .....	-17,7	97,7	6,6	-86,2	-35,8	-35,3
2002 .....	8,5	24,0	4,9	-34,8	-1,4	1,2
2003 .....	-30,3	66,3	9,1	-121,5	-21,9	-98,3
2004 .....	-6,2	56,9	9,7	-104,4	-43,0	-87,1
2005 .....	20,9	123,4	-19,5	-108,2	-83,5	-66,9
apr 06 .....	-7,1	-2,4	-2,1	2,9	-21,7	-30,5
maj 06 .....	6,5	25,8	-1,5	-2,8	-16,8	11,1
jun 06 .....	12,4	-17,7	-1,0	1,3	24,3	19,2
jul 06 .....	-2,9	8,7	-0,4	-3,4	5,1	7,0
aug 06 .....	8,8	20,3	-0,2	12,9	-6,6	35,1
sep 06 .....	0,1	1,1	-10,2	-31,3	-2,2	-42,6

Anm.: Et negativt fortegn (-) angiver, at indlændinge netto har købt udenlandske værdipapirer, eller at udlændinge netto har solgt danske værdipapirer.

## DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
<b>Aktiver</b>										
2001 .....	520	138	403	317	3	57	417	30	152	2.037
2002 .....	465	148	253	359	14	57	451	34	198	1.979
2003 .....	413	198	309	446	17	57	518	31	229	2.220
2004 .....	459	214	369	548	48	31	584	20	221	2.495
2005 .....	560	244	555	684	70	34	720	19	215	3.101
2. kv. 05 .....	504	240	453	687	52	34	666	28	241	2.905
3. kv. 05 .....	530	245	503	712	57	34	684	21	231	3.018
4. kv. 05 .....	560	244	555	684	70	34	720	19	215	3.101
1. kv. 06 .....	578	256	674	633	62	36	730	24	184	3.178
2. kv. 06 .....	576	265	639	607	66	39	743	26	185	3.146
<b>Passiver</b>										
2001 .....	393	242	201	745	•	30	630	15	5	2.259
2002 .....	393	194	146	756	•	30	669	13	4	2.205
2003 .....	434	162	186	762	•	28	801	13	4	2.391
2004 .....	427	202	238	857	•	17	819	27	2	2.589
2005 .....	506	225	307	1.020	•	23	970	29	3	3.083
2. kv. 05 .....	471	211	273	962	•	20	971	28	1	2.937
3. kv. 05 .....	481	217	303	985	•	21	998	29	2	3.036
4. kv. 05 .....	506	225	307	1.020	•	23	970	29	3	3.083
1. kv. 06 .....	535	240	289	1.008	•	24	1.036	33	1	3.166
2. kv. 06 .....	539	242	269	1.010	•	25	1.066	34	1	3.188
<b>Nettoaktiver</b>										
2001 .....	127	-104	202	-428	3	27	-213	16	149	-220
2002 .....	73	-45	106	-397	14	27	-218	20	195	-225
2003 .....	-21	36	123	-315	17	29	-283	19	226	-170
2004 .....	32	12	131	-309	48	14	-234	-7	221	-92
2005 .....	54	19	249	-336	70	11	-250	-10	214	20
2. kv. 05 .....	33	29	180	-275	52	14	-305	0	241	-31
3. kv. 05 .....	50	29	200	-273	57	13	-313	-8	230	-16
4. kv. 05 .....	54	19	249	-336	70	11	-250	-10	214	20
1. kv. 06 .....	43	17	385	-376	62	12	-306	-9	185	12
2. kv. 06 .....	37	22	369	-404	66	14	-323	-7	185	-41

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

## NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Bruttonationalprodukt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privatkonsum	Offentligt konsum	Faste bruttoinvesteringer	Lagerforøgelse	I alt		
2001 .....	1.335,6	631,7	343,3	265,8	6,1	1.246,9	630,9	542,2
2002 .....	1.372,7	652,3	360,2	270,8	9,3	1.292,6	648,3	568,2
2003 .....	1.409,2	675,6	371,1	276,1	0,7	1.323,5	634,2	548,5
2004 .....	1.467,3	710,6	388,3	292,6	3,8	1.395,3	663,1	591,1
2005 .....	1.554,0	754,3	402,0	324,1	1,2	1.481,6	753,5	681,1
2. kv. 05 .....	394,8	189,1	100,5	83,7	1,0	374,3	188,7	168,3
3. kv. 05 .....	389,5	186,3	100,3	79,6	0,2	366,4	196,3	173,2
4. kv. 05 .....	406,4	199,5	103,8	91,0	-1,3	393,1	201,4	188,1
1. kv. 06 .....	384,5	193,1	100,6	83,8	1,2	378,7	197,5	191,7
2. kv. 06 .....	415,1	201,2	103,6	95,5	2,4	402,7	216,1	203,7

## Realvækst i forhold til året før, pct.

2001 .....	0,7	0,1	2,2	-1,4	...	0,0	3,1	1,9
2002 .....	0,5	1,5	2,1	0,1	...	1,7	4,1	7,5
2003 .....	0,7	1,6	0,2	2,0	...	0,4	-1,2	-1,7
2004 .....	1,9	3,4	1,5	4,5	...	3,4	2,7	6,4
2005 .....	3,0	4,1	1,3	9,1	...	4,1	8,5	11,9
2. kv. 05 .....	4,5	6,5	0,7	12,6	...	6,1	7,6	12,9
3. kv. 05 .....	3,8	4,9	1,6	7,9	...	3,9	11,4	10,5
4. kv. 05 .....	3,2	2,2	2,1	11,6	...	4,5	12,2	16,3
1. kv. 06 .....	4,3	5,3	0,9	16,4	...	6,2	14,7	20,2
2. kv. 06 .....	2,8	3,7	0,4	11,0	...	4,3	11,6	16,6

## Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.

2. kv. 05 .....	1,5	2,4	0,3	6,3	...	2,7	3,5	5,3
3. kv. 05 .....	0,8	0,6	0,5	1,7	...	0,8	3,2	2,3
4. kv. 05 .....	0,3	-0,2	0,5	4,3	...	1,0	1,3	4,5
1. kv. 06 .....	0,9	2,0	-0,5	1,9	...	1,4	3,8	5,4
2. kv. 06 .....	1,6	1,6	0,0	4,2	...	1,8	4,8	4,6

EU-HARMONISERET FORBRUGERPRISINDEKS (HICP) OG  
UNDERLIGGENDE INFLATION (IMI)

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks <sup>1</sup>		
	Delkomponenter:									
	Total	Energi	Fødevarer	Kerneinflation <sup>2</sup>	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser <sup>3</sup>	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser <sup>2</sup>	Fordelt på <sup>4</sup> :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input <sup>5</sup>	IMI <sup>6</sup>
Vægtfordeling i pct.										
	100	10,8	19,6	69,6	7,7	4,5	57,4	50,7	16,2	34,5
Vækst i forhold til året før, pct.										
2001 .....	2,3	1,4	3,5	2,1	2,7	3,7	1,9	2,1	1,8	2,2
2002 .....	2,4	2,1	1,8	2,6	2,6	5,0	2,5	2,5	0,1	3,6
2003 .....	2,0	0,9	0,7	2,6	2,7	8,1	2,1	1,9	0,4	2,6
2004 .....	0,9	2,6	-2,1	1,5	2,8	4,8	1,1	0,8	1,1	0,6
2005 .....	1,7	7,6	1,0	1,0	2,4	3,2	0,6	0,7	3,4	-0,6
1. kv. 04 .....	0,7	-3,2	-2,0	2,1	2,8	4,9	1,7	1,4	-0,6	2,3
2. kv. 04 .....	0,8	2,6	-2,5	1,6	2,8	4,9	1,1	0,8	0,3	1,1
3. kv. 04 .....	1,0	4,8	-2,6	1,5	2,7	4,7	1,0	0,7	1,7	0,2
4. kv. 04 .....	1,2	6,4	-1,1	1,0	2,7	4,9	0,5	0,3	3,2	-1,0
1. kv. 05 .....	1,1	4,6	0,3	0,7	2,4	4,0	0,2	0,3	2,8	-0,9
2. kv. 05 .....	1,6	6,7	0,6	1,0	2,3	3,2	0,7	0,7	3,5	-0,6
3. kv. 05 .....	2,2	10,1	1,5	1,1	2,3	3,0	0,8	0,8	3,9	-0,6
4. kv. 05 .....	2,0	8,9	1,5	1,0	2,3	2,6	0,7	0,9	3,3	-0,2
1. kv. 06 .....	2,0	8,9	0,9	1,2	2,2	2,6	1,0	1,1	3,7	-0,1
2. kv. 06 .....	2,0	8,3	1,9	1,0	2,0	0,4	1,0	1,1	3,8	-0,2
3. kv. 06 .....	1,8	3,9	2,6	1,3	2,0	0,2	1,2	1,6	3,2	0,8

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2006.

<sup>1</sup> Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.<sup>2</sup> Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.<sup>3</sup> Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 57,4 pct. af HICP's vægtgrundlag og 51,7 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.<sup>4</sup> Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.<sup>5</sup> Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.<sup>6</sup> IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

## UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktio- ner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri <sup>1</sup>	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
2001 .....	5,2	101,9	100,6	2.682	96.114	0	-3	-11	5
2002 .....	5,2	102,9	103,6	3.041	111.598	1	-4	-14	5
2003 .....	6,2	102,5	107,8	3.039	96.501	1	-6	-18	-2
2004 .....	6,4	102,1	113,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
2005 .....	5,7	103,8	120,1	1.874	148.577	9	1	7	20
Sæsonkorrigeret									
maj 06 .....	4,5	107,3	125,0	92	13.856	10	7	21	23
jun 06 .....	4,5	107,0	125,0	107	13.586	10	11	22	30
jul 06 .....	4,4	108,8	124,5	84	12.819	9	9	23	28
aug 06 .....	4,4	106,0	125,0	111	12.962	9	8	21	27
sep 06 .....	4,2	106,7	123,6	110	12.878	10	13	21	19
okt 06 .....	...	...	...	102	13.172	10	10	23	25
nov 06 .....	...	...	...	...	...	11	...	...	...

<sup>1</sup> Eksklusive skibsværfter.

## UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendomspriser (enfamiliehus) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
2001 .....	2.785	1.941	123,7	123,5	117,1	162,0
2002 .....	2.784	1.932	128,5	128,5	120,5	168,0
2003 .....	2.742	1.903	133,3	133,8	124,1	173,2
2004 .....	2.741	1.901	137,4	138,0	127,5	188,6
2005 .....	2.761	1.924	141,4	141,8	130,8	221,9
Sæsonkorrigeret						
2. kv. 05 .....	2.754	1.917	140,4	141,0	130,1	215,5
3. kv. 05 .....	2.765	1.929	142,1	142,2	131,1	227,9
4. kv. 05 .....	2.780	1.946	143,0	143,2	131,8	240,3
1. kv. 06 .....	2.791	1.956	144,2	144,4	133,3	254,1
2. kv. 06 .....	2.798	1.963	144,9	145,4	133,7	265,7
Vækst i forhold til året før, pct.						
2001 .....	0,8	1,0	4,2	4,3	3,0	5,8
2002 .....	-0,1	-0,4	3,9	4,0	2,9	3,7
2003 .....	-1,5	-1,5	3,7	4,2	3,0	3,1
2004 .....	0,0	-0,1	3,1	3,1	2,7	8,9
2005 .....	0,7	1,2	2,9	2,7	2,6	17,6
2. kv. 05 .....	0,5	0,7	2,9	2,6	2,3	15,4
3. kv. 05 .....	0,9	1,4	2,8	2,7	2,6	18,7
4. kv. 05 .....	1,5	2,4	2,9	2,9	2,3	22,8
1. kv. 06 .....	1,7	2,6	2,9	2,9	2,3	24,7
2. kv. 06 .....	1,6	2,4	3,2	3,1	2,8	23,3

## VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	GBP	SEK	NOK	USD	JPY	CHF
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2001 .....	745,21	1.197,74	80,58	92,60	831,88	6,8522	493,47
2002 .....	743,04	1.182,10	81,12	99,03	788,12	6,2969	506,47
2003 .....	743,07	1.074,99	81,45	93,03	658,99	5,6840	488,88
2004 .....	743,98	1.096,69	81,54	88,90	598,93	5,5366	481,96
2005 .....	745,19	1.090,02	80,29	93,11	600,34	5,4473	481,30
maj 06 .....	745,66	1.090,46	79,94	95,62	584,53	5,2238	478,90
jun 06 .....	745,65	1.086,06	80,72	94,87	590,16	5,1379	477,94
jul 06 .....	746,02	1.084,66	80,94	93,97	588,20	5,0855	475,58
aug 06 .....	746,09	1.102,59	81,01	93,36	582,38	5,0233	472,95
sep 06 .....	746,01	1.105,05	80,51	90,35	586,16	5,0071	470,95
okt 06 .....	745,55	1.108,58	80,57	88,80	591,21	4,9820	468,96

## EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2001 .....	96,9	224,4	209,8	103,6	101,4	91,8
2002 .....	97,7	229,9	213,4	105,3	103,4	93,8
2003 .....	101,2	234,7	217,1	109,5	108,3	95,8
2004 .....	102,2	237,4	220,8	109,9	109,8	97,9
2005 .....	101,6	241,7	224,9	109,2	109,3	100,0
maj 06 .....	101,8	246,7	229,6	109,4	...	102,5
jun 06 .....	101,8	247,3	229,8	109,7	109,9	102,5
jul 06 .....	101,9	246,7	230,0	109,4	...	102,4
aug 06 .....	101,9	246,7	230,2	109,2	...	102,5
sep 06 .....	102,0	247,5	230,4	109,6	...	102,5
okt 06 .....	101,9	247,3	230,3	109,5	...	102,6
Ændring i forhold til året før, pct.						
2001 .....	1,3	2,4	2,3	1,3	2,6	2,3
2002 .....	0,9	2,4	1,7	1,6	2,0	2,2
2003 .....	3,6	2,1	1,7	3,9	4,7	2,1
2004 .....	1,0	1,2	1,7	0,4	1,3	2,2
2005 .....	-0,6	1,8	1,9	-0,6	-0,4	2,2
maj 06 .....	-0,3	2,0	2,2	-0,3	...	2,5
jun 06 .....	0,9	2,2	2,2	0,8	0,4	2,5
jul 06 .....	0,7	2,0	2,2	0,4	...	2,4
aug 06 .....	0,6	2,0	2,1	0,4	...	2,3
sep 06 .....	1,0	1,5	1,7	0,7	...	1,7
okt 06 .....	1,0	1,5	1,6	0,8	...	1,6

Anm.: Indekset for den nominelt effektive kronekurs er en geometrisk sammenvejning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. I beregningen af forbrugerpriser i udlandet samt den reale effektive kronekurs baseret på henholdsvis forbrugerpriser og timelønninger indgår dog kun 25 lande. Vægtgrundlaget er baseret på industrivarehandelen i 2002.

En stigning i et kronekursindeks er udtryk for en nominel eller real appreciering af kronen.

## Nationalbankens statistiske publikationer

---

### **Periodiske publikationer (elektroniske)**

Nationalbanken offentliggør ny statistik i elektroniske publikationer umiddelbart efter udarbejdelse. En publicering af ny statistik for et område består af følgende tre dele:

- **E-mail** indeholdende et kort resumé med udvalgte hovedtal samt links til nedennævnte publikationer på bankens websted.
- **Nyt-publikation** med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt 1-2 sider med oversigtstabeller.
- **Tabeltillæg** indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

Tabel- og figurtekster i Nyt-publikationerne er oversat til engelsk i lighed med tabeltekster og beskrivelser af kilder og metoder i tabeltillæg.

Et abonnement på modtagelse af Nationalbankens statistikpublikationer på e-mail er gratis og kan bestilles ved at sende en anmodning herom til [stat@nationalbanken.dk](mailto:stat@nationalbanken.dk).

### **Statistikdatabase**

En database supplerer ovennævnte statistiske publikationer og indeholder alle tidsserier, der indgår i disse. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data længst muligt tilbage i tid.

### **Særlige opgørelser**

I særlige opgørelser offentliggøres statistikker af tematisk karakter, som ikke udarbejdes regelmæssigt.

### **Udgivelseskalender**

En udgivelseskalender for de statistiske publikationer dækkende løbende måned samt følgende 3 måneder fremgår af nationalbankens websted.