
Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio marts til primo juni

Væksten i verdensøkonomien er aftagende i en periode, der fortsat præges af usikkerhed i kølvandet på den finansielle uro. Konjunktoren er svag i USA, mens væksten i euroområdet har udviklet sig bedre end ventet i begyndelsen af året. I de nye vækstøkonomier er der fortsat udsigt til en pæn fremgang i produktionen. Samlet set er de seneste internationale konjunkturvurderinger mindre negative end tidligere på året.

Trods afdæmpningen af væksten er inflationen høj i det meste af verden, hvor stigende priser på fødevarer og energi har presset forbrugerpriserne op. Selv om øget udbud af især fødevarer på sigt må antages at ville bidrage til en roligere prisudvikling, er der risiko for en vedvarende stigning i inflationsforventningerne. Det begrænser råderummet for at lempe den økonomiske politik i USA og Europa.

I Danmark er væksten også aftaget, og det vil fortsætte i de kommende år. Beskæftigelsen er fortsat høj, og manglen på arbejdskraft er udbredt. Lønstigningstakten ligger markant over vore samhandelspartners, og produktionen er for høj i forhold til kapaciteten i dansk økonomi. Lavere vækst og højere ledighed er nødvendigt for at opnå en holdbar løn- og prisudvikling på sigt. Den svagere eksportmarkedsvækst er et nyttigt bidrag hertil.

Stigningen i fødevarer- og energipriser har også i Danmark ført til en stærk stigning i forbrugerpriserne. Hvis de aktuelt høje prisstigninger skaber forventninger om fortsat høj inflation, kan det sætte gang i en løn- og prisspiral, som vil forværre den allerede trængte lønkonkurrenceevne. Det stærke pres på arbejdsmarkedet gør, at risikoen for stigende inflationsforventninger ikke kan ignoreres. Uanset den igangværende afdæmpning er det vigtigt, at finanspolitikken for 2009 ikke stimulerer efterspørgslen.

DEN GLOBALE ØKONOMI

Væksten i verdensøkonomien er aftagende, men udsigterne for den globale økonomi er knap så negative som ventet tidligere på året. Den Internationale Valutafonds, IMF's, skøn fra april forudså en markant vækstnedgang i 2008, men nyere skøn fra Europa-Kommissionen og OECD tegner et mere positivt vækstbillede. En forholdsvis robust øko-

nomisk udvikling uden for USA i årets første måneder og et mere positivt syn på omfanget af den finansielle uro har skabt grundlag for mindre negative vækstudsigter. Den store spredning mellem skønnene illustrerer, at der er stor usikkerhed om de makroøkonomiske konsekvenser af den finansielle uro samt af de fortsatte betydelige stigninger i føde- og råvarepriserne. Nedgangen i væksten er mest udtalt i USA og i mindre grad i andre industrialiserede lande, hvorimod de nye vækstøkonomier næsten ikke har været påvirket af uroen, jf. tabel 1.

Uroen på de finansielle markeder

Uroen på de finansielle markeder, der begyndte i 2007 i forbindelse med subprime-krisen på det amerikanske boligmarked, nåede et højdepunkt medio marts. Den amerikanske investeringsbank Bear Stearns, der havde haft store tab, blev ramt af tillidsproblemer, og med støtte fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve, blev banken overtaget af storbanken JP Morgan Chase & Co. Situationen pressede renten på sikre aktiver som statsobligationer ned på et lavpunkt under uroen. De amerikanske myndigheders vilje til at bidrage til redningen af en investeringsbank fik usikkerheden på en stor del af de finansielle markeder til at aftage. Renten på 10-årige amerikanske statsobligationer er siden medio marts steget 0,6 procentpoint til 3,9 pct. I Europa steg renten på statsobligationer tilsvarende.

Usikkerheden på pengemarkederne er stadig markant højere end før uroens udbrud, jf. figur 1, og mange centralbanker indfører fortsat nye, ekstraordinære foranstaltninger for at forbedre pengemarkedernes funktion. Centralbankerne i USA, euroområdet, Storbritannien, Schweiz m.fl. har fra august 2007 stillet ekstra likviditet til rådighed og tilbudt særlige faciliteter såsom udvidet adgang til lån og lettere adgang til likviditet for at kompensere for pengemarkedernes manglende funktionsdygtighed.

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE OMRÅDER OG LANDE

Tabel 1

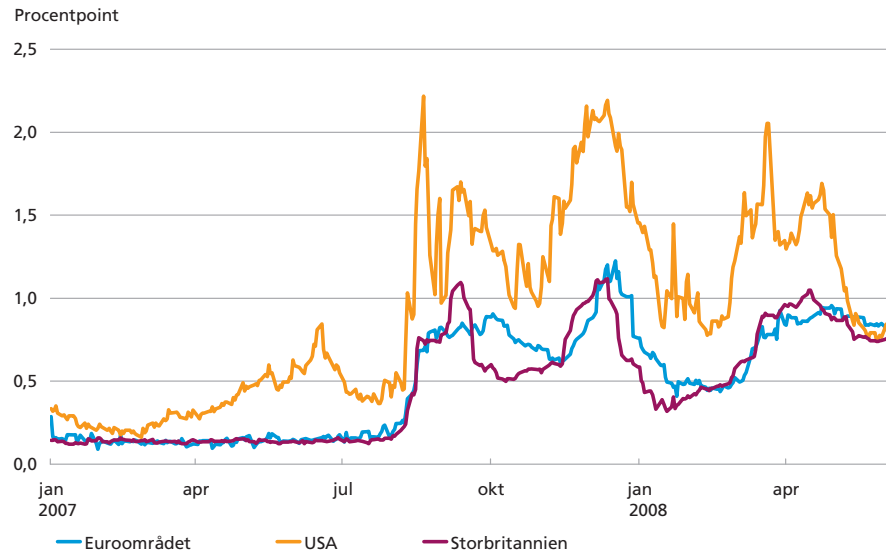
	2008		2009	
	IMF	OECD	IMF	OECD
USA	0,5	1,2	0,6	1,1
Euroområdet	1,4	1,7	1,2	1,4
Tyskland	1,4	1,9	1,0	1,1
Japan	1,4	1,7	1,5	1,5
Kina	9,3	10,0	9,5	9,5
Indien	7,9	7,8	8,0	8,0
Verden	3,7	n.a.	3,8	n.a.

Anm.: IMF's skøn er fra april 2008 og OECD's skøn fra juni 2008.

Kilde: IMF World Economic Outlook, april 2008, og OECD Economic Outlook, nr. 83, juni 2008.

SPÆND MELLEM SIKRET OG USIKRET PENGEMARKEDSRENTE

Figur 1



Anm.: Den usikrede rente er angivet ved en 3-måneders Libor pengemarkedsrente, mens den sikrede rente er angivet ved et 3-måneders statspapir.

Kilde: EcoWin.

I perioden siden begyndelsen af marts er der stillet yderligere faciliteter til rådighed af Federal Reserve og Bank of England.¹ Tiltagene har primært været rettet mod at udvide sikkerhedsgrundlaget og give øget adgang til lån med længere løbetid end normalt. For at lette udenlandske bankers adgang til dollarlikviditet uden for USA er Federal Reserves swapfaciliteter fra december 2007 med Den Europæiske Centralbank, ECB, og den schweiziske centralbank desuden blevet udvidet. Denne aftale har betydet, at banker og andre markedsdeltagere i euroområdet og Schweiz har fået lettere adgang til dollarlikviditet under den finansielle uro.

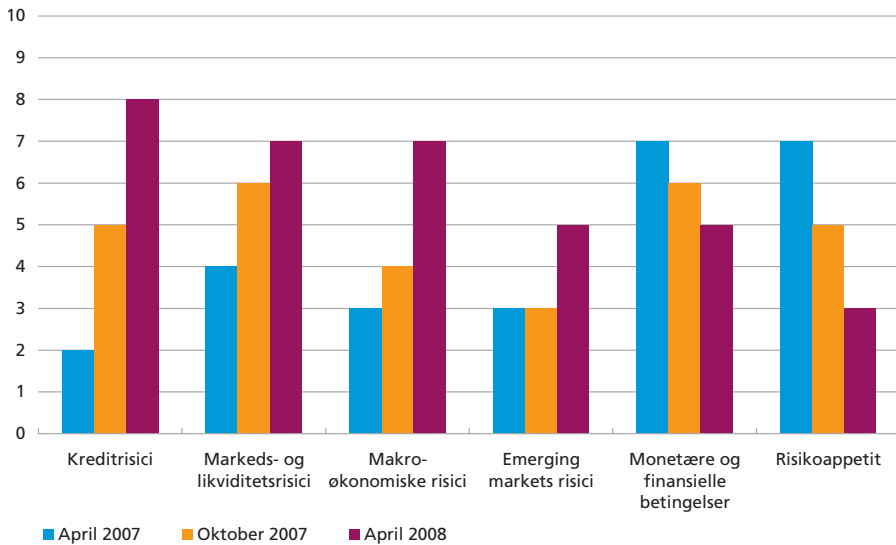
Renten på et usikret udlån ligger fortsat væsentligt over renten på et sikret udlån i pengemarkedet. Det amerikanske rentespænd mellem sikre og usikre udlån har svinget kraftigt de sidste måneder, men er siden slutningen af april indsnævret til 0,8 procentpoint. Rentespændene i de europæiske markeder har i samme periode ligget relativt stabilt på dette niveau, jf. figur 1.

Vilkårene for kreditgivning er strammet yderligere i årets første kvartal i såvel USA som Europa i henhold til undersøgelser af bankernes vilkår for udlån, og tendensen ses i udlån til både virksomheder og hus-

¹ For en beskrivelse af centralbankernes tiltag i perioden august 2007 til primo marts 2008 se Morten Kjærgaard og Lars Risbjerg, Finansiell uro, likviditet og centralbankerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2008.

INDIKATORER FOR DET FINANSIELLE MARKED

Figur 2



Anm.: Indikatorerne er skaleret til et interval mellem 0 og 10. En lavere værdi afspejler for de risikobaserede indikatorer mindre risiko og for indikatorerne for markedsbetingelser strammere markedsforhold. For en detaljeret redegørelse af indikatorernes konstruktion henvises til Appendiks 1.1, side 40 i IMF's Global Financial Stability Report, april 2008.

Kilde: Global Financial Stability Report, april 2008 og oktober 2007, IMF.

holdninger. De skærpede lånebetingelser har ført til en lavere vækst i boliglån i både USA og euroområdet, men væksten i bankernes udlån til virksomheder og andre lån til husholdningerne er forblevet høj. Den fortsatte vækst i erhvervsudlånene afspejler til dels, at træk på bankkreditter har erstattet udstedelse af erhvervsobligationer.

En opgørelse fra IMF fra april 2008 viser, at risikoelementerne på de finansielle markeder er blevet mere udtalte, og de grundlæggende monetære og finansielle markedsbetingelser er mindre positive sammenholdt med situationen i 2007, jf. figur 2. Samtidig er kreditorernes risikovillighed blevet markant lavere.

G7-landene anmodede i efteråret 2007 komiteen Financial Stability Forum, FSF¹, om at udarbejde en analyse af de årsager og underliggende svagheder i det finansielle system, som har medvirket til uroen, og komme med konkrete anbefalinger og forslag til at forbedre de finansielle markeds og institutioners modstandsdygtighed. FSF offentliggjorde 11. april sin rapport, og den peger bl.a. på, at mangelfuld styring af risiko i finansielle virksomheder, ufuldstændig analyse af strukturerede kredit-

¹ Financial Stability Forum er en komite med repræsentanter fra en række centrale landes centralbanker, finansministerier, finanstillsyn og internationale finansielle institutioner, som søger at fremme finansiell stabilitet. Komiteen blev oprettet i 1999 på foranledning af G7-landenes finansministre og centralbankchefer. Rapporten "Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience" kan ses på hjemmesiden www.fsforum.org/home/home.html.

produkter i kreditoplysningsbureauerne samt svagheder i tilsynet med finansielle virksomheder har været medvirkende til uroen. Komiteen har med udgangspunkt i fem hovedområder udarbejdet en række anbefalinger møntet på de finansielle virksomheder, regeringer, tilsyn og centralbanker. Anbefalingerne sigter mod at forhindre en lignende situation i at opstå i fremtiden. Centralbankerne opfordres til at sørge for at have fleksible lånefaciliteter, og desuden peger rapporten på vigtigheden af, at centralbankerne har et bredt sikkerhedsgrundlag, en bred modparts-kreds og giver mulighed for låntagning med længere løbetider. Rapportens konklusioner og FSFs anbefalinger er opsummeret i boks 1.

Finansministrene og centralbankcheferne i G7-landene har forpligtet sig til at gennemføre de centrale anbefalinger. Dette planlægges at ske i to omgange, hvor de mest presserende tiltag skal gennemføres inden udgangen af juli 2008, mens øvrige udvalgte anbefalinger planlægges implementeret inden udgangen af 2008.¹

Aktie- og valutamarkedene

Aktiemarkedene har været ramt af de lavere vækstudsigter og den finansielle uro, jf. figur 3. Aktiekurserne nåede et lavpunkt i marts, da uroen om investeringsbanken Bear Stearns kulminerede. Siden er usikkerheden aftaget, og primo juni var aktieindeksene i USA, euroområdet, Storbritannien samt de nye vækstmarkeder steget med mellem 8 og 14 pct. i forhold til lavpunktet i marts.

Euroen blev styrket over for en række valutaer i løbet af marts og begyndelsen af april, jf. figur 4. Apprecieringen var særlig kraftig over for amerikanske dollar og britiske pund, hvilket skal ses i sammenhæng med nedsættelser af de pengepolitiske renter i USA og Storbritannien. Primo juni er euroens styrke aftaget en smule.

Kraftigt stigende priser på råvarer

Priserne på råvarer, herunder olie og fødevarer, er steget markant og har bidraget til høje forbrugerprisstigninger verden over i 2008.

Olieprisen var primo juni lidt under 130 dollar pr. tønde Brent, jf. figur 5. Det er en stigning på næsten 40 pct. siden begyndelsen af året. Den kraftige stigning i olieprisen skyldes flere faktorer. For det første har en høj økonomisk vækst øget olieefterspørgslen i de nye vækstøkonomier. Olieforbruget i disse økonomier er ofte subsidieret eller underlagt prisregulering (fx i Kina), hvorved gennemslaget til forbrugerne af de højere priser begrænses. For det andet har der været indikationer af, at væksten i udbuddet af olie vil være begrænset, både i form af OPECs uvilje

¹ Jf. kommuniké af 11. april 2008 "Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors".

Financial Stability Forums, FSF, rapport er et væsentligt bidrag til diskussionen blandt finansielle virksomheder, regeringer, tilsynsmyndigheder og centralbanker om, hvordan det finansielle marked kan gøres mere modstandsdygtigt over for uro. G7-landenes blåstempling af rapportens konklusioner og deres opbakning til at gennemføre rapportens vigtigste anbefalinger betyder, at rapportens indhold udgør en hjørnesten i de kommende måneders tiltag på de finansielle markeder. Overdreven risikoappetit og mangelfulde standarder i en række led var ifølge FSF væsentlige årsager til den finansielle uro, og både virksomheder og myndigheder pålægges et ansvar.

FSF identificerer følgende svagheder, som medvirkende til den finansielle uro:

- Mangelfuld styring af risici i finansielle virksomheder.
- For slap anvendelse af princippet om grundig analyse og rettidig omhu i forhold til kvaliteten af kreditprodukter blandt investorerne.
- Utilstrækkelig analyse af strukturerede kreditprodukter i kreditoplysningsbureauerne.
- Incitamentsforstyrrelser på markederne på grund af mangler i risikostyringen og slækkede lånestandarder.
- Tilbageholdenhed i virksomhedernes offentliggørelse af tab.
- Feedback-effekter mellem værdifastsættelse og påtagelse af risiko.
- Svagheder i myndighedernes tilsynsvirksomhed.

På baggrund af disse svagheder udarbejdede FSF en række anbefalinger. Nogle forslag har været fremført i forbindelse med andre analyser af den finansielle uro, men med opbakning fra G7-landenes myndigheder udgør rapportens anbefalinger en væsentlig del af køreplanen for tiltag i kølvandet på den finansielle uro.

Samlet fremsatte FSF 67 forslag og anbefalinger fordelt på fem hovedgrupper. Anbefalingerne spænder bredt og omfatter tiltag over for både private virksomheder, tilsynsmyndigheder og centralbanker.

De fem hovedområder er:

- Skærpelse af kravene til de finansielle institutioners kapital, likviditet og risikostyring bl.a. via rettidig implementering af Basel II-regulativerne.
- Øget gennemsigtighed omkring finansielle institutioners risikoprofil og forbedrede redskaber til værdifastsættelse af finansielle aktiver.
- Ændringer i investorerne brug af kreditvurderinger og en revurdering af brugen af kreditoplysningsbureauernes arbejde blandt tilsynsmyndigheder.
- Styrkelse af tilsynsmyndighedernes og centralbankernes handlekraft over for potentielle svagheder og øgede risici i det finansielle system. Herunder oprettelse af en gruppe med repræsentanter fra relevante landes tilsynsmyndigheder ved større grænseoverskridende pengeinstitutter.
- Implementering af robuste værktøjer i centralbankerne til at håndtere stress i det finansielle system.

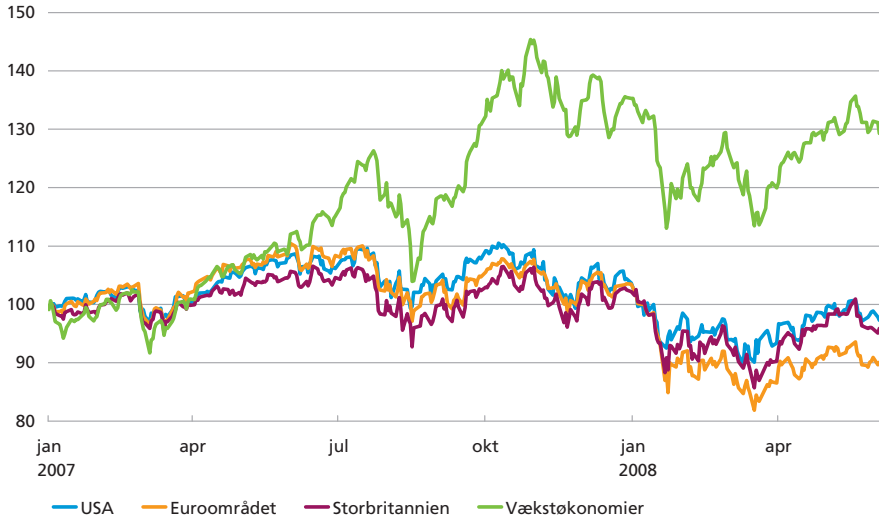
¹ FSFs rapport "Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience" kan ses på hjemmesiden www.fsf.org/home/home.html.

mod at øge produktionen og i form af geopolitiske spændinger. Endelig er en del af olieprisstigningen kompensation for den svage dollar. Olieprisstigningen har været betydeligt mindre målt i euro.

AKTIEINDEKS

Figur 3

Indeks (3. januar 2007 = 100)



Anm.: Følgende aktieindeks er benyttet: USA: Standard & Poor's, 500 Composite; Euroområdet: Standard & Poor's, Euro Composite; Storbritannien: FTSE, 100; vækstøkonomier: MSCI, USD.

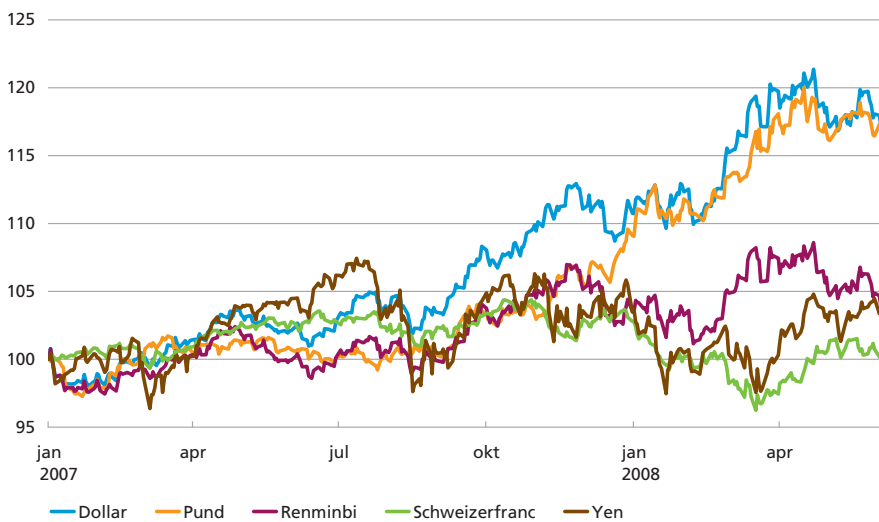
Kilde: EcoWin.

De stærkt stigende fødevarerpriser har i de seneste måneder ført til social uro og mærkbart fald i levestandarden i en række fattige lande, hvor en stor del af indkomsten går til forbrug af fødevarer.

UDVIKLING I EURO OVER FOR UDVALGTE VALUTAER

Figur 4

Indeks (1. januar 2007 = 100)

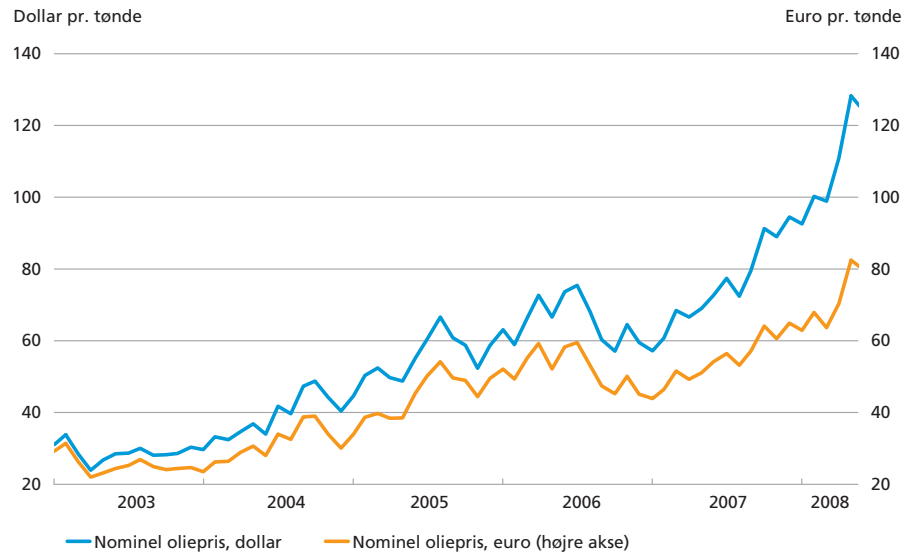


Anm.: Udenlandsk enhed pr. euro. Et stigende indeks svarer til en styrkelse af euro.

Kilde: EcoWin.

OLIEPRISER I DOLLAR OG EURO

Figur 5

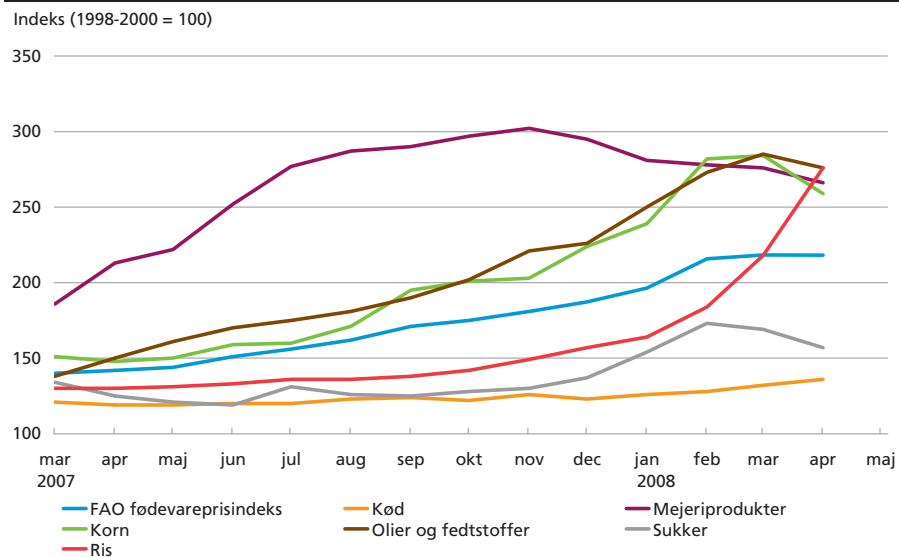


Anm.: Data er månedsgennemsnit.
Kilde: EcoWin.

De højere priser har været mest udtalt inden for fødevarergrupper som korn, olieholdige frø, mejeriprodukter og senest ris, jf. figur 6. En række faktorer har skabt øget efterspørgsel, lavere udbud og højere produktionsomkostninger. Den globale efterspørgsel efter fødevarer stiger som følge af befolkningsvæksten og øget velstand. Ligeledes har produktio-

PRISUDVIKLINGEN FOR UDVALGTE FØDEVARER

Figur 6



Kilde: Food and Agriculture Organization of the United Nations.

nen af biobrændsel spillet en rolle, idet tilskud hertil har presset efterspørgslen efter majs, sukker, hvede og oliefrø i vejret. Den internationale tænketank International Food Policy Research Institute¹ har estimeret, at øget efterspørgsel efter biobrændsel set over perioden 2000-07 har bidraget med 30 pct. af den gennemsnitlige stigning i prisen på afgrøder. Estimerer for de enkelte faktorer bidrag er dog forholdsvis usikre, og spredningen på de eksisterende estimer er stor. Fra udbudssiden er mængden af landbrugsareal, der er afsat til dyrkning af korn, olieholdige frø og ris, faldet med 7,5 pct. siden 1997 i de industrialiserede lande. Dårlig høst har betydet lavere udbytte i 2005 og 2006, hvilket har gjort indhug i de globale lagre. Højere priser på gødning og søtransport har også medvirket til at øge prisen på fødevarer. Flere internationale organisationer og offentlige myndigheder har derimod samstemmende afvist, at spekulation har spillet nogen betydelig rolle for prisstigningerne. OECD og FAO venter i en rapport fra maj om forventningerne frem til 2017², at fødevarerpriserne vil falde lidt tilbage fra de nuværende rekordhøje niveauer, men at de vil forblive høje som følge af den stigende efterspørgsel til biobrændsel og fra nye vækstøkonomier som Kina. Et stigende udbud af fødevarer som reaktion på de høje priser vil medvirke til at holde igen på stigningen i fødevarerpriserne.

Priserne på metaller er også steget kraftigt siden begyndelsen af 2008. Prisstigningerne skyldes især stigende efterspørgsel fra de nye vækstøkonomier, ikke mindst Kina, samt træghed i udvidelsen af produktionskapaciteten.

Forbrugerundersøgelser viser, at størrelsen af den opfattede inflation det seneste år og forventningerne til prisstigninger det kommende år er tiltaget siden sommeren 2007 i både USA og euroområdet. Prisstigningerne på energi og fødevarer er givetvis en vigtig grund hertil. Udviklingen indebærer risiko for øgede inflationsforventninger og iværksættelse af en løn- og prisspiral. Det begrænser råderummet for fortsatte lempelser af den økonomiske politik i USA og euroområdet.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

USA

En foreløbig opgørelse viser, at BNP steg med 0,2 pct. i 1. kvartal 2008, hvilket var omtrent uændret i forhold til 4. kvartal 2007, hvor svækkelsen af den amerikanske økonomi slog igennem. Den lave vækst afspejler et svagt voksende privatforbrug og fortsat faldende investeringer, hvor

¹ Jf. tale af afdelingschef Mark W. Rosegrant, International Food Price Policy Research Institute, "Bio-fuels and Grain Prices: Impacts and Policy Responses" af 7. maj 2008.

² OECD-FAO Agricultural Outlook 2008-2017.

især boliginvesteringerne trak ned. Støttet af den lavere dollar bidrog nettoeksporten svagt positivt til væksten i kvartalet. Beskæftigelsen uden for landbruget er faldet støt gennem hele 2008. Arbejdsløsheden er steget siden foråret 2007 og lå i maj på 5,5 pct. af arbejdsstyrken.

Boligmarkedet har det dårligt. Huspriserne er faldet yderligere, og boliginvesteringerne er gået markant ned. For at hjælpe boligejerne har regeringen gennemført en række initiativer, og yderligere forslag er fremlagt, jf. boks 2. De amerikanske husholdninger modtager 100 mia.dollar i maj og juni som en del af regeringens hjælpepakke på samlet 150 mia.dollar, svarende til ca. 1 pct. af BNP. Afskrivningsreglerne for investeringer lempes svarende til en samlet værdi af 50 mia.dollar. Den øgede disponible indkomst ventes at stimulere forbruget, hovedsageligt i 2. og 3. kvartal 2008.

Federal Reserve har nedsat den toneangivende pengepolitiske rente med samlet 2,25 procentpoint i 2008. Den seneste rentenedsættelse fandt sted 30. april, hvor renten blev nedsat 0,25 procentpoint til 2,0 pct. Rentenedsættelserne vil øge efterspørgslen.

Den årlige vækst i forbrugerpriserne faldt i april til 3,9 pct. efter at have ligget stabilt over 4 pct. siden november 2007 trods stagnerende efterspørgsel. De høje prisstigninger kan til dels tilskrives priser på fødevarer og energi, men også den svagere dollar har via højere importpriser drevet inflationen op.

Europa

Væksten i euroområdet har været forholdsvis robust med en stigning i BNP på 0,8 pct. i 1. kvartal 2008. Tyskland trak den samlede vækst i euroområdet op med en rekordhøj kvartalsvækst på 1,5 pct. Den stærke fremgang i Tyskland afspejler hovedsageligt øgede investeringer og kun i mindre grad øget privat forbrug, mens nettoeksporten bidrog svagt negativt til væksten. Der er således spæde tegn på, at den indenlandske efterspørgsel er ved at overtage eksportens hidtidige rolle som vækstmotor i tysk økonomi. BNP-væksten i Frankrig var også solid i 1. kvartal, hvorimod den var noget svagere i de sydeuropæiske lande.

Arbejdsmarkedet udvikler sig fortsat positivt, og arbejdsløsheden er forblevet på 7,1 pct. af arbejdsstyrken i årets første tre måneder. Fremadrettet peger tillidsindikatorerne for både produktion og husholdningernes forbrug dog i retning af en afdæmpning i euroområdet. Detailomsætningen har været svag de seneste måneder, mens industriproduktionen fortsat har været høj. Tilgangen af nye ordrer til industrien, herunder også eksportordrer, er aftaget. Internationale organisationer ventede samlet set en afdæmpning af væksten i euroområdet i 2008 og 2009, dog mindre end i USA, jf. tabel 1.

INITIATIVER FOR AT HJÆLPE BOLIGEJERE	Boks 2
<p>For at imødegå de faldende boligpriser og hjælpe boligejere i nød har den amerikanske regering gennemført en række initiativer. De vigtigste er følgende:</p> <ul style="list-style-type: none"> • FHASecure (31. august 2007): Federal Housing Administration (FHA) tilbyder at hjælpe boligejere, hvis månedlige ydelse er steget kraftigt i forbindelse med, at ydelsen på deres lån justeres. Med FHASecure tilbyder FHA at forsikre en refinansiering af boligen, således at de ramte boligejere kan opnå en lavere rente og dermed lavere ydelse. Det er kun boligejere med en god kredithistorie og stabil indkomst, der kan ansøge. Regeringen forventede ved introduktionen, at omkring 240.000 familier ville modtage hjælp. • Hope Now (10. oktober 2007): Regeringen støtter dannelsen af den private organisation Hope Now. Organisationen består bl.a. af en række store private banker, som rådgiver boligejere med henblik på at omstrukturere lån – bl.a. ved samarbejde med FHASecure. • Mortgage Forgiveness Debt Relief Act of 2007 (20. december 2007): Denne lov medfører, at boligejere i de næste tre år i visse tilfælde ikke skal betale skat af eftergivet boliggyld (eftergivet gyld betragtes normalt som indkomst og er derfor skattepligtig). • Vækstpakken (13. februar 2008): Kontante skatterabatter for ca. 100 mia.dollar. Borgere, der tjener under 75.000 dollar for enlige eller 150.000 dollar for par, får en skatterabat på minimum 300 dollar og op til 600 dollar pr. person. Også pensionister og invaliderede krigsveteraner kan få hjælpen. Yderligere kan man få 300 dollar ekstra rabat pr. barn. En familie med to børn kan således få op til 1.800 dollar i skatterabat. Skatterabatten forventes at blive givet til omkring 130 mio. husholdninger. • Lempet regulering af agencies (13. februar 2008 – en del af vækstpakken): Amerikanske agencies er finansielle institutioner, som er oprettet ved særlig lov, men samtidig er private selskaber. Givet deres politiske forankring er der en forventning om, at regeringen vil holde hånden under selskaberne, hvis de kommer i uføre. De to vigtigste agencies er <i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i> (Freddie Mac) og <i>Federal National Mortgage Association</i> (Fannie Mae). Selskaberne har to forretningssområder. For det første garanterer de for pantebreve, som opfylder visse standarder. For det andet investerer de direkte i pantebreve og andre boligrelaterede lån. Den øvre beløbsgrænse for de pantebreve, som Fannie Mae og Freddie Mac må udstede garantier for, øges fra 417.000 dollar til 729.750 dollar. • Lempelse af kapitalkrav for agencies (19. marts 2008): Kapitalkravet for Fannie Mae og Freddie Mac lempes, hvilket giver selskaberne mulighed for at investere for yderligere 200 mia.dollar direkte i boliglån eller for at garantere for yderligere 2.000 mia.dollar. 	

Siden november har inflationen i euroområdet ligget over 3 pct., drevet især af kraftige stigninger i prisen på fødevarer og energi, og den samlede årlige inflation ventes at forblive over 3 pct. i 2008. ECB, har fastholdt sin toneangivende rente på 4 pct. siden juni 2007.

I *Storbritannien* er væksten aftaget til 0,4 pct. kvartal-til-kvartal i 1. kvartal 2008, samtidig med at stigningen i forbrugerpriserne har bevæ-

get sig opad til 3,0 pct. år-til-år i april. Den 10. april nedsatte Bank of England for anden gang i 2008 den pengepolitiske rente med 0,25 procentpoint til 5,0 pct. Ifølge Bank of Englands seneste inflationsrapport forventes inflationen i de kommende kvartaler at komme over den øvre grænse for inflationsmålet, som er 3 pct. Overskrides målet, skal centralbankchefen skrive et åbent brev til den britiske finansminister og redegøre for overskridelsen og de tiltag, der vil blive taget for at bringe inflationen tilbage til intervallet. Et sådant brev blev senest sendt i april 2007, da inflationen i marts 2007 var blevet opgjort til 3,1 pct.

Blandt de *nordiske lande* forøgede Norges Bank 23. april den pengepolitiske styringsrente med 0,25 procentpoint til 5,5 pct., hvorimod Sveriges Riksbank har holdt den toneangivende rente uændret på 4,25 pct.

Den islandske krone er faldet markant over for de fleste valutaer, og den effektive islandske kronkurs er svækket med mere end 20 pct. siden efteråret 2007. Deprecieringen har ført til stigende inflation i Island, og centralbanken har i marts og april sat den pengepolitiske rente op med i alt 1,75 procentpoint til 15,5 pct. Sideløbende med den stigende inflation er den islandske økonomi midt i en konjunkturedgang efter flere års højkonjunktur med stigende boligpriser.

De økonomiske ubalancer i Island er yderligere blevet skærpet af, at de islandske banker har gennemført en større ekspansion uden for Island og i den forbindelse er afhængige af adgang til finansiering på de udenlandske kapitalmarkeder. Uroen på de internationale kapitalmarkeder har ført til en stærk stigning i bankernes finansieringsomkostninger, og i løbet af marts steg renten på islandske statsobligationer betragteligt.

På den baggrund har Nationalbanken i midten af maj sammen med centralbankerne i Norge og Sverige indgået bilaterale aftaler om en swapfacilitet med den islandske centralbank. Faciliteten giver Seðlabanki Íslands mulighed for at tilvejebringe op til 1.500 mio.euro ligeligt fordelt på de tre centralbanker, hvis behovet skulle opstå af hensyn til den finansielle stabilitet. Den islandske regering bebudede ved samme lejlighed, at den vil gennemføre strukturreformer, fremlægge en plan for restrukturering og reformering af det statsejede realkreditsystem, fastholde en lav offentlig gæld samt styrke rammerne for finanspolitikken. Efter aftalens offentliggørelse er kursen på islandske kroner stabiliseret, og prisen på en forsikring mod kreditrisiko i islandske banker, det såkaldte CDS-spænd, er faldet, men niveauet er fortsat højt.

De nye vækstøkonomier

Fremgangen i de nye vækstøkonomier er fortsat robust, men høj inflation er en væsentlig udfordring i mange lande. I de fleste lande skyldes infla-

tionen fødevareprisstigninger, idet fødevarer har en større andel i landenes prisindeks. Økonomierne er kun i mindre grad blevet ramt af den finansielle uro, men står over for en række realøkonomiske udfordringer skabt af afdæmpningen i de industrialiserede lande, kombineret med inflationært pres og høj indenlandsk efterspørgsel.

I *Kina* er væksten aftaget svagt gennem 2007, men er fortsat på et højt niveau. BNP voksede i 1. kvartal 2008 10,6 pct. sammenholdt med samme kvartal året før. Nedgangen kan primært tilskrives en svagere eksportfremgang, mens en stærk indenlandsk efterspørgsel i form af investeringer og i stigende omfang også privat forbrug holder væksten oppe. Inflation udgør et voksende problem. Siden begyndelsen af 2007 er inflationen steget fra omkring 3 pct. til 8,5 pct. i april 2008.

I *Indien* er BNP-væksten aftaget gradvist gennem 2007 i kølvandet på en række pengepolitiske stramminger. I 1. kvartal 2008 steg BNP med 8,8 pct. år-til-år sammenholdt med en årsvækst på 9,2 pct. i 2007. Efter en aftagende tendens i 1. halvår 2007 er inflationen målt ved engrospriserne steget markant de seneste måneder.

DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

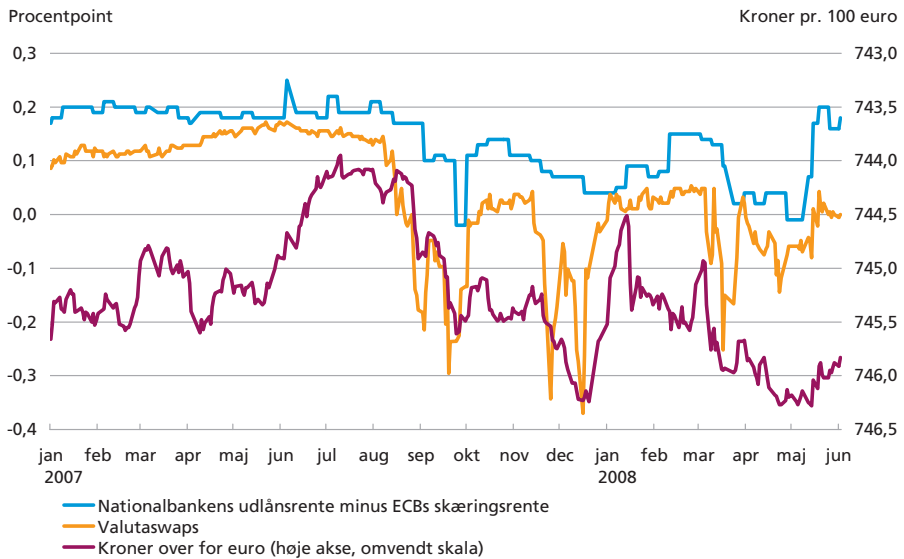
Penge- og valutamarkedet

Den danske krone har været stabil omkring centralkursen i ERM2. Kronen blev fra midten af januar svækket en smule og var i slutningen af april og begyndelsen af maj en anelse svagere end centralkursen over for euro. Svækkelsen af kronen skyldtes en formindskelse af det korte rentespænd mellem Danmark og euroområdet i lys af uroen på pengemarkederne.

Siden den internationale finansielle uro ramte euroområdet, er bankernes efterspørgsel efter likviditet hos ECB øget ved de ugentlige auktioner. Dermed har ECBs skæringsrente for tildelingen af likviditet normalt ligget noget højere end minimumsbudrenten. Forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs skæringsrente blev fra august 2007 og frem til midten af maj 2008 reduceret med 0,15-0,2 procentpoint og var dermed stort set forsvundet, jf. figur 7. I kortere perioder var renteforskellen endda negativ. Nationalbanken intervenerede i valutamarkedet og købte kroner mod valuta for omkring 20 mia.kr. fra begyndelsen af april til midten af maj, og den 16. maj blev udlånsrenten og renten på indskudsbeviser sat op fra 4,25 pct. til 4,35 pct. Diskontoen og foliorenten forblev uændret 4,0 pct. Valutareserven var 162 mia.kr. ved udgangen af maj. Efter renteforhøjelsen blev spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs skæringsrente udvidet, og kronen blev styrket.

RENTESPÆND OG VALUTAKURS MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 7



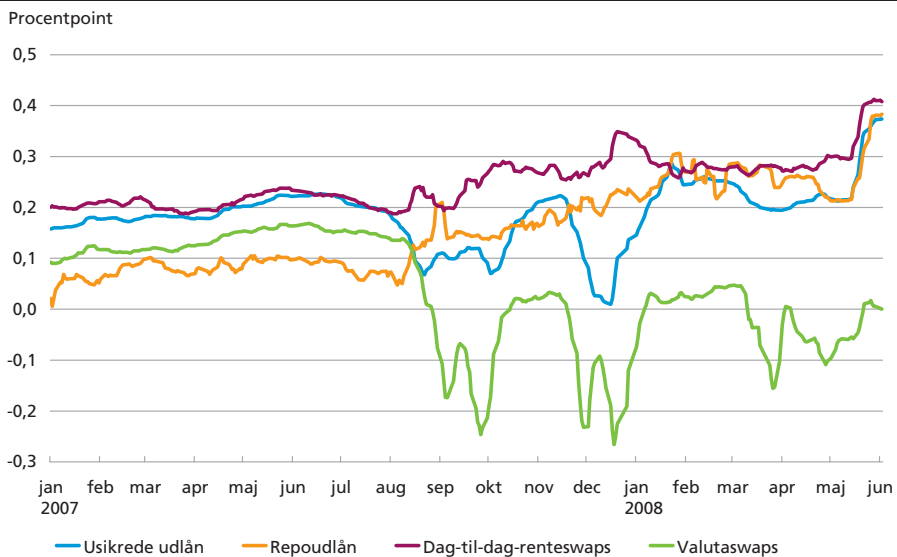
Anm.: Rentespændet for valutaswaps er bestemt ud fra terminstillægget for 3-måneders valutatermsforretninger mellem kroner og euro.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Uroen på pengemarkederne har betydet, at rentespændene mellem euro og kroner for forskellige produkter har udviklet sig forskelligt, jf. figur 8.

3-MÅNEDERS RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 8



Anm.: 5-dages glidende gennemsnit. Rentespændet for usikrede udlån er Cibur-Euribor-spændet. Rentespændet for valutaswaps er bestemt ud fra terminstillægget for valutatermsforretninger mellem kroner og euro.

Kilde: EcoWin og Danmarks Nationalbank.

Siden begyndelsen af marts har der overvejende været et terminsfradrag ved handel af euro mod kroner på termin, hvor der normalt er et terminstillæg, jf. boks 3. Dermed har det implicitte rentespænd for valutaswaps mellem kroner og euro været negativt. Terminsfradraget har medvirket til, at valutaindlændinges køb af udenlandske værdipapirer i mindre grad end tidligere er blevet afdækket ved brug af valutaterminsforretninger. De lave rentespænd har dermed svækket kronen. Siden den finansielle uro brød ud i 2. halvår 2007, har der været en tendens til, at udviklingen i kronekursen har fulgt udviklingen i rentespændene for henholdsvis de faktiske pengepolitiske operationer og valutaswaps, jf. figur 7.

Pengemarkedsrentespændene mellem Danmark og euroområdet for usikrede udlån, repoudlån og dag-til-dag-renteswaps har derimod været højere end det implicitte rentespænd for valutaswaps og stort set befundet sig på et niveau svarende til forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs minimumsbudrente, jf. figur 8.

Uroen på pengemarkederne afspejler sig også fortsat i renteforskellen mellem de usikrede og sikrede pengemarkedsrenter, der har været meget volatil siden sommeren 2007. Efter at være faldet betydeligt fra årsskiftet blev spændet igen udvidet i løbet af marts og april, jf. figur 9.

I ERM2 blev centralkursen for slovakiske koruna med virkning fra 29. maj 2008 opskrevet med 17,6472 pct. over for euro. Udsvingsbåndet er fortsat +/- 15 pct. omkring centralkursen. Forholdene for de øvrige valutaer i ERM2, herunder den danske krone, er uændrede. Europa-Kommissionen har foreslået, at Slovakiet bliver medlem af euroområdet 1. januar 2009. Forslaget forventes at blive vedtaget på Ecofin-Rådets møde 3. juli.

Midlertidig belåningsfacilitet i Nationalbanken

På det danske pengemarked har den internationale finansielle uro stort set været afgrænset til de længere, usikrede pengemarkedsrenter. De helt korte pengemarkedsrenter har fulgt Nationalbankens rentesatser tæt.¹ Der har ikke været behov for ekstraordinær tilførsel af likviditet til pengemarkedet fra Nationalbankens side som følge af uroen.

Uroen har imidlertid vist sig at være langstrakt, og pengeinstitutterne har været tilbageholdende med at yde usikrede lån til hinanden i den lidt længere del af pengemarkedet. For at understøtte danske penge- og realkreditinstitutters indbyrdes likviditetsudveksling åbnede Nationalbanken i maj en midlertidig 7-dages belåningsfacilitet, hvor penge- og realkreditinstitutter kan belåne nye, særlige låneobligationer udstedt

¹ Jf. den mere detaljerede beskrivelse på side 15-19 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2008.

Der handles en række forskellige typer af produkter på pengemarkedet, hvor banker låner penge til hinanden med løbetider på op til 1 år. Hovedparten har dog løbetid på under 7 dage. Fokus er her på valutaswaps. Valutaswaps er betegnelsen for lån med sikkerhed i valuta og er det mest omsatte produkt på pengemarkedet.

Valutaswaps på det danske pengemarked er lån i kroner mod sikkerhed i valuta. Valutaswaps kan betragtes som en samtidig indgåelse af en spot- og en terminsforretning i valuta: Ved afviklingen af spothandlen modtager låntager kroner mod valuta til spotkursen, mens modsatrettede betalinger finder sted ved afviklingen af terminsforretningen til en terminskurs, der er aftalt allerede ved spotforretningens indgåelse. Forskellen mellem terminskursen og spotkursen er terminstillægget.

Terminstillægget afspejler teoretisk set den dækkede renteparitet, der approksimativt for lån i kroner mod euro kan skrives som:

$$(F-S)/S = r_{\text{DKK}} - r_{\text{EUR}}$$

hvor F er terminskursen og S er spotkursen (kroner pr. euro). Renten på lån i euro og kroner er henholdsvis r_{EUR} og r_{DKK} . Venstresiden i ligningen angiver terminstillægget i procent. Terminstillægget vil således normalt afspejle forskellen mellem de sikrede pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet. Det skal ses i lyset af, at betalingsstrømmene i fx en 3-måneders valutaswap fra euro til kroner svarer til en 3-måneders placering i kroner og et 3-måneders lån i euro. Den dækkede renteparitet gælder under normale forhold, da der ellers ville være mulighed for arbitragehandel. Under uro på de finansielle markeder kan der forekomme mere systematiske afvigelse fra den dækkede renteparitet, fx hvis der ikke er mulighed for at låne og placere frit til markedsrenterne. Det betyder, at det rentespænd mellem Danmark og euroområdet, som implicit kan udregnes ud fra et terminstillæg, ikke svarer til rentespændene på pengemarkedet. Hvis terminstillægget er negativt, kaldes det et terminsfradrag, og i så fald er der tale om et negativt implicit rentespænd.

Generelt afspejler forskelle i renten på de forskellige pengemarkedsprodukter forskelle i kreditrisiko, likviditetsrisiko, udbuds- og efterspørgselsforhold mv.¹ Renten på usikrede produkter vil typisk være højere end renten på sikrede produkter på grund af den større kreditrisiko.

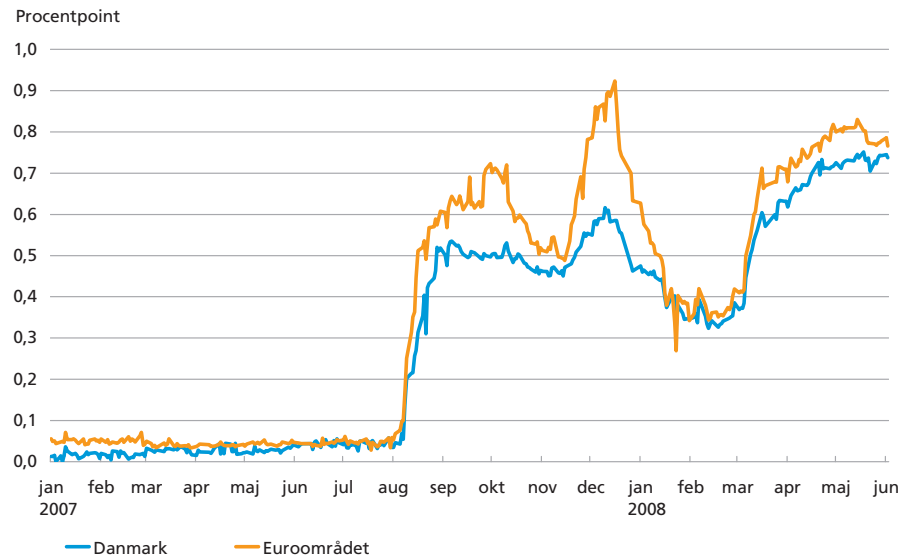
Herudover kan der være produktspecifikke forhold, der kan give anledning til forskelle i renterne. Renten på lån med sikkerhed i obligationer, repoer, og valutaswaps kan fx være drevet af efterspørgslen på det underliggende aktiv, der stilles som sikkerhed, dvs. henholdsvis obligationer eller valuta. Hvis der er stor efterspørgsel på det underliggende aktiv, vil det alt andet lige presse renten ned i forhold til renten på fx usikrede lån. Knaphed på euro- og dollarlikviditet under den finansielle uro har betydet, at det implicite rentespænd i valutaswaps med euro og dollar som sikkerhed generelt har været mindre end andre pengemarkedsrentespænd for Danmark. En række andre lande har ligeledes haft et lavere implicit rentespænd i valutaswaps med dollar som sikkerhed.²

¹ Jf. Morten Kjærgaard og Katrine Skjærbæk, Cibur, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2008, for beregning af kredit- og likviditetspræmien i spændet mellem Cibur og dag-til-dag-renteswaps.

² Jf. Frank Packer og Teppei Nagano, The spillover of money market turbulence to FX swap and cross currency swap markets, *BIS Quarterly Review*, marts 2008.

FORSKEL MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS RENTER

Figur 9



Anm.: Usikrede renter er 3-måneders Cibor- og Euribor-renter. Sikrede renter er 3-måneders swaprente i renteswaps med dag-til-dag-renten som referencerente.

Kilde: EcoWin.

af pengeinstitutter hjemmehørende i Kongeriget Danmark på standardvilkår fastsat af Nationalbanken, jf. boks 4. Låneobligationer kan belånes i Nationalbanken i perioden fra den 23. maj 2008 til den 20. maj 2009. Belånbarheden i Nationalbanken betyder, at et pengeinstituts beholdning af låneobligationer udstedt af andre institutter kan medregnes i pengeinstituttets likviditet i henhold til lov om finansiel virksomhed.

Pengeinstitutternes renter og kreditudviklingen

Pengeinstitutternes gennemsnitlige renter over for erhverv er steget med henholdsvis 0,2 pct. for indlån og 0,3 pct. for udlån fra juli 2007 til april 2008, jf. figur 10. Renterne over for husholdninger er steget med 0,2 pct. Nogle banker har annonceret yderligere generelle rentestigninger på 0,25-0,5 pct. i april og maj. De stigende renter på udlån til erhverv skal ses i lyset af, at mange af udlånene er knyttet til de usikrede pengemarkedsrenter. Herudover har bankerne forøget udlåns- og indlånsrenterne med henvisning til, at finansieringsomkostningerne på penge- og kapitalmarkederne er steget i forbindelse med den internationale finansielle uro. Udviklingen har også skærpet konkurrencen om at tiltrække indlån.

MIDLERTIDIG BELÅNINGSFACILITET I NATIONALBANKEN¹

Boks 4

Et pengeinstitut, der ønsker at låne af et penge- eller realkreditinstitut ved brug af låneobligationer, kan udstede en låneobligation i eget navn på standardvilkår fastsat af Nationalbanken. Låneobligationer er nulkuponobligationer, denomineret i danske kroner, som skal registreres i Værdipapircentralen på udstedelsestidspunktet med Værdipapircentralen som kontoførende institut, og som maksimalt har en løbetid på 1 år.

Et långivende penge- eller realkreditinstitut køber låneobligationer af et udstedende pengeinstitut. Det enkelte penge- eller realkreditinstitut kan belåne erhvervede låneobligationer i Nationalbanken op til en samlet ramme på 25 pct. af instituttets kernekapital ultimo 2007. For filialer af udenlandske pengeinstitutter benyttes en beregnet kernekapital. Det enkelte penge- eller realkreditinstitut kan dog højst belåne låneobligationer udstedt af en enkelt udsteder svarende til 75 pct. af det udstedende instituts kernekapital ultimo 2007.

Et penge- eller realkreditinstitut, der vil belåne låneobligationer i Nationalbanken, skal være pengepolitisk modpart i Nationalbanken. Det udstedende pengeinstitut skal have tilladelse af Finanstilsynet som pengeinstitut og være hjemmehørende i Kongeriget Danmark.

Det penge- eller realkreditinstitut, der vil belåne låneobligationer i Nationalbanken, og det pengeinstitut, der har udstedt låneobligationerne, må ikke være koncernforbundne, jf. betingelserne for at betragtes som koncernforbundne selskaber i § 181 i lov om finansiel virksomhed.

Penge- og realkreditinstitutter vil kunne belåne erhvervede låneobligationer i Nationalbanken ugentligt med 7 dages løbetid. Åbningstiden vil være sidste bankdag i ugen mellem kl. 10 og kl. 11.

Låneobligationer, der ønskes belånt i Nationalbanken, skal overføres til et særligt depot for låneobligationer i Værdipapircentralen, som er pantsat til Nationalbanken. Depotet oprettes af Nationalbanken efter anmodning fra det institut, som ønsker at belåne låneobligationer. Overførsel til depotet skal ske senest kl. 16.30 dagen før belåning. Frigivelse af ubelånte låneobligationer fra det pantsatte depot sker ved henvendelse til Nationalbanken sidste bankdag i ugen fra kl. 12.

Ved belåning i Nationalbanken tages der et haircut på 10 pct. af den nominelle værdi af låneobligationerne.

Renten ved belåning af låneobligationer vil under normale omstændigheder være Nationalbankens udlånsrente plus 1 procentpoint.

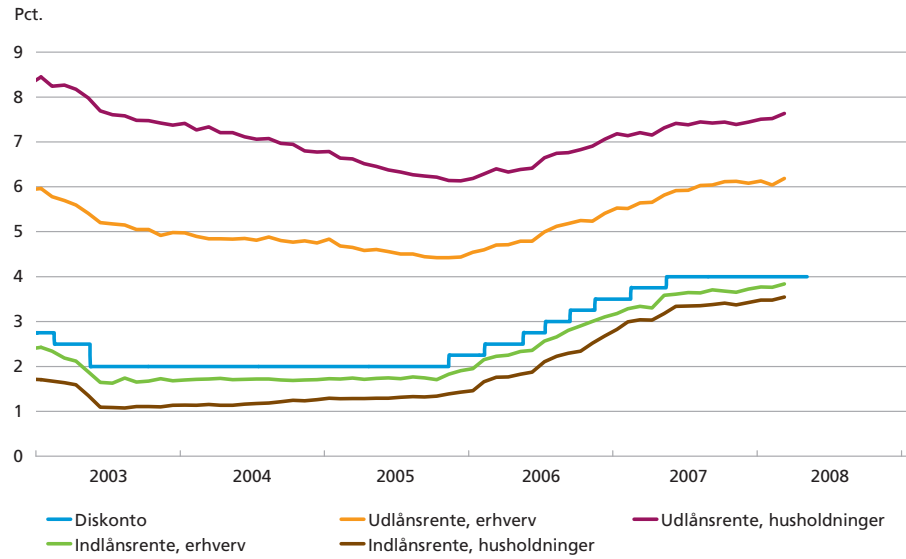
Finanstilsynet har oplyst, at låneobligationer, der er belånbare i Nationalbanken, kan medregnes til et långivende pengeinstituts likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed, frem til en måned inden facilitetens udløb. Ved opgørelsen af likviditeten kan pengeinstituttet medregne den nominelle værdi af instituttets beholdning af låneobligationer omfattet af faciliteten fratrukket haircut.

¹ For nærmere beskrivelse se "Nationalbanken åbner ny belåningsfacilitet", pressemeddelelse af 9. maj 2008, samt de tilhørende meddelelser "Midlertidig belåningsfacilitet i Nationalbanken", "Bestemmelser for midlertidig belåningsfacilitet i Nationalbanken" og "Vilkår for låneobligationerne" på Danmarks Nationalbanks websted.

Den samlede udlånsvækst fra penge- og realkreditinstitutter lå fortsat på et højt niveau på 12,3 pct. år-til-år ultimo april, jf. figur 11. Væksten i udlån til husholdninger har været aftagende siden 2006.

DISKONTOEN OG PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNITLIGE RENTER

Figur 10

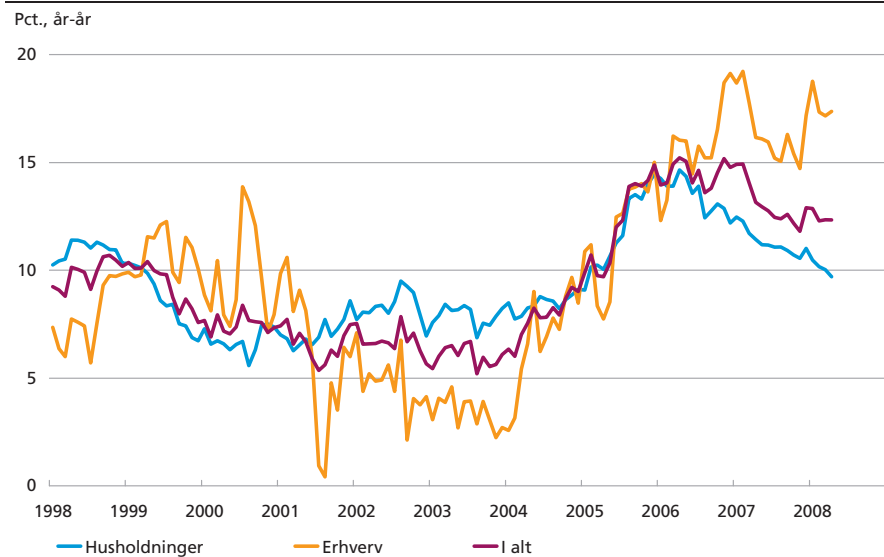


Anm.: Diskontoen er på daglig basis. Øvrige renter er månedsgennemsnit for udestående forretninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDLÅNSVÆKST I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 11



Anm.: Inkl. udlånet fra danske pengeinstitutters udenlandske enheder. Der er korrigeret for, at FIH siden januar 2003 har indgået i balancestatistikken for pengeinstitutter. "Erhverv" er inkl. finansielle selskaber (bortset fra MFler). "I alt" er inkl. offentlig sektor og udlån, der ikke er sektorfordelt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

Økonomisk aktivitet, privat forbrug og boligmarked

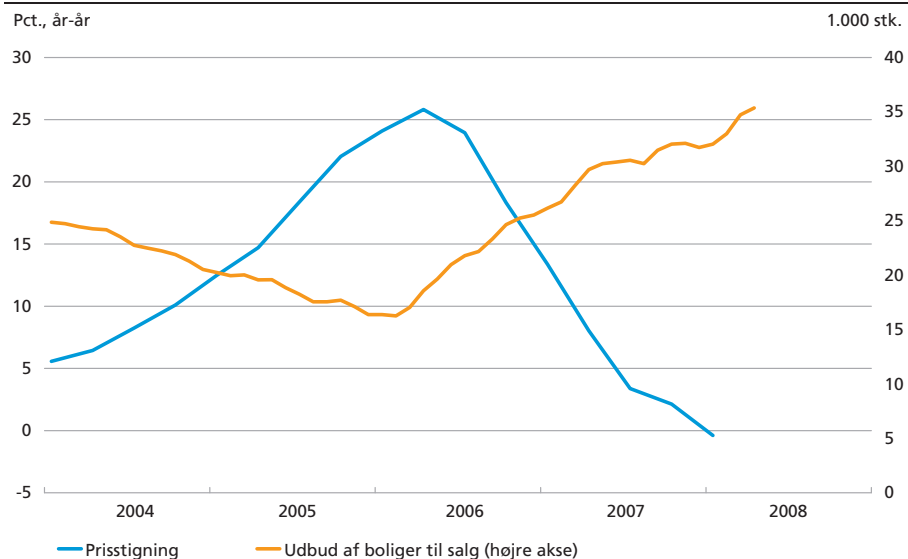
Væksten i dansk økonomi aftog i 2007 til 1,8 pct. efter stærk fremgang i de foregående år. Der foreligger på nuværende tidspunkt ingen officiel opgørelse af udviklingen i BNP ind i 2008, men afdæmpningen skønnes ud fra de tilgængelige nøgletal at være fortsat i 2008. Dansk økonomi befinder sig stadig nær sin kapacitetsgrænse, hvor yderligere vækst begrænses af manglen på arbejdskraft og kapital.

Uroen på de internationale finansielle markeder og afmatningen af den globale økonomiske vækst i kølvandet herpå vurderes isoleret set at formindske væksten i Danmark med omtrent 0,5 procentpoint om året i 2008 og 2009, jf. boks 5. Den stærke kapacitetsudnyttelse i den aktuelle konjunktursituation medfører, at den faktiske virkning kan være noget mindre end den beregnede effekt.

På boligmarkedet fortsatte afmatningen, og prisen på parcelhuse faldt svagt med 0,4 pct. år-til-år i 1. kvartal. Afdæmpningen af prisstignings-takten satte ind i 2006 samtidig med en kraftig stigning i udbuddet af boliger til salg, jf. figur 13, og en forøgelse af liggetiden. Det øgede antal boliger udbudt til salg afspejler til dels de seneste års omfattende boliginvesteringer. Afmatningen har endvidere medført større tilbageholdenhed hos de potentielle købere af nye boliger, mens det høje og stagnerende prisniveau har tilskyndet boligejere til at udbyde deres boliger til salg.

PRISSTIGNING OG UDBUD AF PARCELHUSE TIL SALG

Figur 13



Kilde: Realkreditrådets ejendomspris- og boligudbudsstatistik.

SUBPRIME-UROENS REALØKONOMISKE VIRKNING I DANMARK

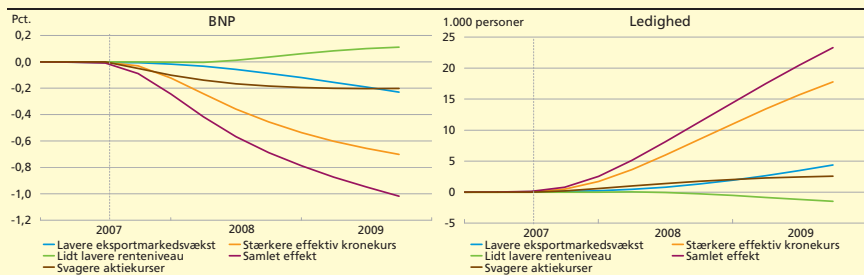
Boks 5

Subprime-uroen har påvirket dansk økonomi gennem flere kanaler. Væksten i den internationale økonomi er reduceret, og aktiekurserne er faldet i mange lande, herunder Danmark.

I det følgende analyseres virkningen af uroen med udgangspunkt i Nationalbankens makroøkonometriske model Mona. Konkret sammenlignes Nationalbankens seneste prognose fra Kvartalsoversigten 1. kvartal 2008 med et alternativt scenarior, hvor der er korrigeret for uroens skønnede konsekvenser for henholdsvis eksportmarkedsvæksten, renteniveauet, valutakurser og aktiekurser fra og med 3. kvartal 2007. Beregningen bygger således på, at aktiekurserne i den betragtede periode faldt ca. 20 pct. som følge af subprime-uroen, ligesom obligationsrenten faldt lidt. Siden prognosen i Kvartalsoversigten 1. kvartal 2008 blev udarbejdet, har aktiekurserne indhentet meget af det tabte igen, og subprime-uroens effekt på obligationsrenten er så godt som elimineret.

SUBPRIME-KRISENS AFLEDTE EFFEKTER PÅ DANSK BNP OG LEDIGHED

Figur 12



Anm.: Afvigelser fra prognosen i Kvartalsoversigten 1. kvartal 2008. Den lodrette, stiplede linje angiver subprime-krisens begyndelse.

Kilde: Egne beregninger på Nationalbankens makroøkonometriske model Mona.

Samtlige afledte effekter – med undtagelse af det lidt lavere renteniveau – trækker i retning af at dæmpe den økonomiske aktivitet. Den samlede effekt på BNP-niveauet beløber sig til 1 pct. ved udgangen af 2009, jf. figur 12, svarende til en reduktion af den årlige økonomiske vækst på omtrent 0,5 procentpoint i både 2008 og 2009. Ledigheden stiger knap 25.000 personer over to år.

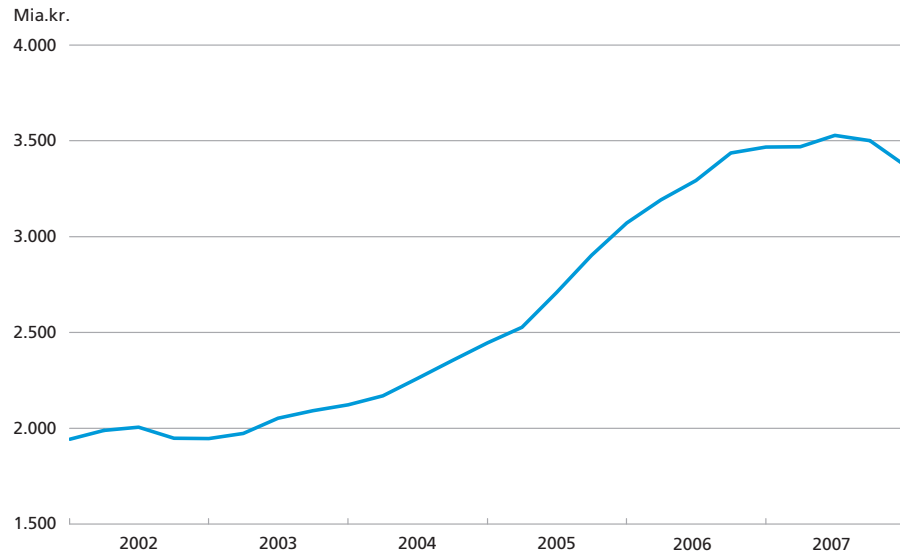
Aktiekursfaldet reducerer husholdningernes formuer, hvilket bidrager til at reducere privatforbruget og dermed BNP, men effekten er forholdsvis beskeden. Det samme gælder svækkelsen af eksportmarkedsvæksten. Den kraftigste aktivitetseffekt udgår fra styrkelsen af den effektive kronekurs på mere end 2,5 pct. som følge af ikke mindst en svagere dollarkurs.

Effekterne er beregnet i forhold til de empiriske sammenhænge i dansk økonomi under en normal konjunktursituation. I den nuværende situation med høj kapacitetsudnyttelse kan en dæmpet efterspørgsel have en betydeligt mindre effekt på den økonomiske aktivitet. De skønnede effekter må derfor betragtes som overkantsskøn.

Husholdningernes samlede formue er faldet siden midten af 2007, jf. figur 14, primært som følge af faldende aktiekurser og boligpriser. Den samlede formue er dog vokset betydeligt under det langvarige opsving og udgør i gennemsnit omkring 1,3 mio.kr. pr. husstand mod knap 0,9

HUSHOLDNINGERNES SAMLEDE FORMUE

Figur 14



Kilde: Danmarks Nationalbank.

mio.kr. ved udgangen af 2003. Samtidig har husholdningerne under opsvinget kunnet øge det private forbrug markant uden at skulle tære på den samlede formue, jf. boks 6. De danske husholdninger er derfor under ét fortsat ganske velkonsoliderede.

Øget beskæftigelse og stigende lønninger har bidraget til stigende disponibel realindkomst blandt husholdningerne i de seneste år. I 2007 steg den samlede beskæftigelse med godt 50.000 personer, og den gennemsnitlige realløn i den private sektor voksede med 2,0 pct. Fremadrettet ventes ledigheden at stige, men de aktuelt høje lønstigningstakter varer ved nogen tid endnu. Endvidere lettes indkomstskatten i 2008 og i 2009. Under ét ventes husholdningernes disponible realindkomst at vokse med over 2 pct. i både 2008 og 2009.

Med udgangspunkt i en god, men svagt aftagende formuestilling blandt husholdningerne samt udsigt til stigende disponible realindkomster og omtrent uændrede boligpriser i den nære fremtid ventes en svag fremgang i det private forbrug fra det høje niveau, det befinder sig på.¹

Erhvervsinvesteringerne nåede i 2007 et højt niveau og ventes ikke at bidrage til øget efterspørgsel i de næste par år.

¹ Sammenhængen mellem forbrug, indkomst og formue er behandlet nærmere i Jan Overgaard Olesen, En forbrugsrelation for husholdningerne, Danmarks Nationalbank, *Working Papers*, nr. 51, april 2008.

HUSHOLDNINGERNES INDKOMST, FORBRUG OG OPSPARING

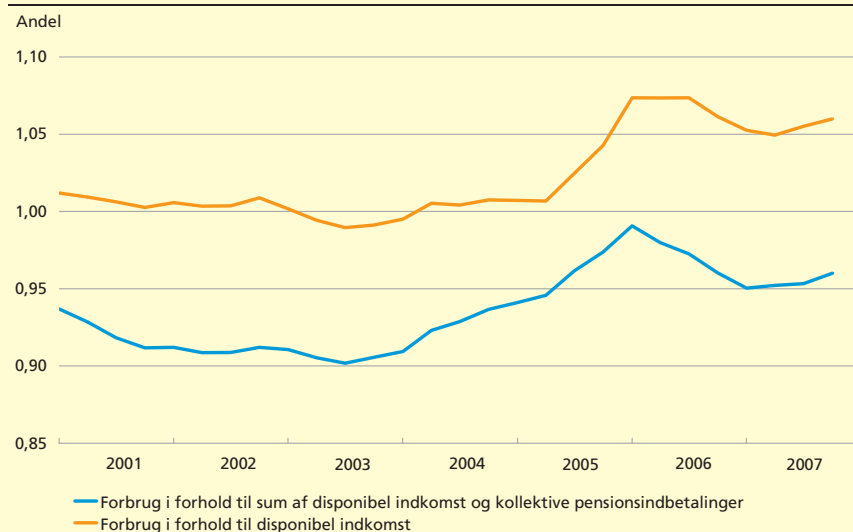
Boks 6

Husholdningernes løbende opsparing udgøres af forskellen mellem husholdningernes samlede indkomst efter skat og deres forbrug. For at opnå et retvisende billede af, hvorledes husholdningerne fordeler deres indkomst mellem forbrug og opsparing, må indkomstudtrykket nødvendigvis medtage al opsparing, uanset om denne er bestemt af den enkelte husholdning eller af kollektive ordninger på arbejdsmarkedet. Da nationalregnskabets opgørelse af husholdningernes disponible indkomst ikke indeholder bidragene til kollektive pensionsordninger, dvs. arbejdsmarkedspensioner og ATP, må disse bidrag derfor føjes til den disponible indkomst.¹

I figur 15 vises de senere års udvikling i det private forbrug i forhold til husholdningernes disponible indkomst samt et bredere indkomstbegreb, hvor de kollektivt aftalte pensionsbidrag er føjet til den disponible indkomst. Mens forbrugskvoten er tiltaget under det økonomiske opsving, som satte ind i løbet af 2003, har forbruget ikke oversteget den disponible indkomst tillagt de kollektive pensionsbidrag. På grundlag af den stærke indkomstfremgang har husholdningerne i de seneste år kunnet øge forbruget markant uden at skulle gøre indhug i formuen.

FORBRUGSKVOTE MED OG UDEN KOLLEKTIVE PENSIONSBI DRAG

Figur 15



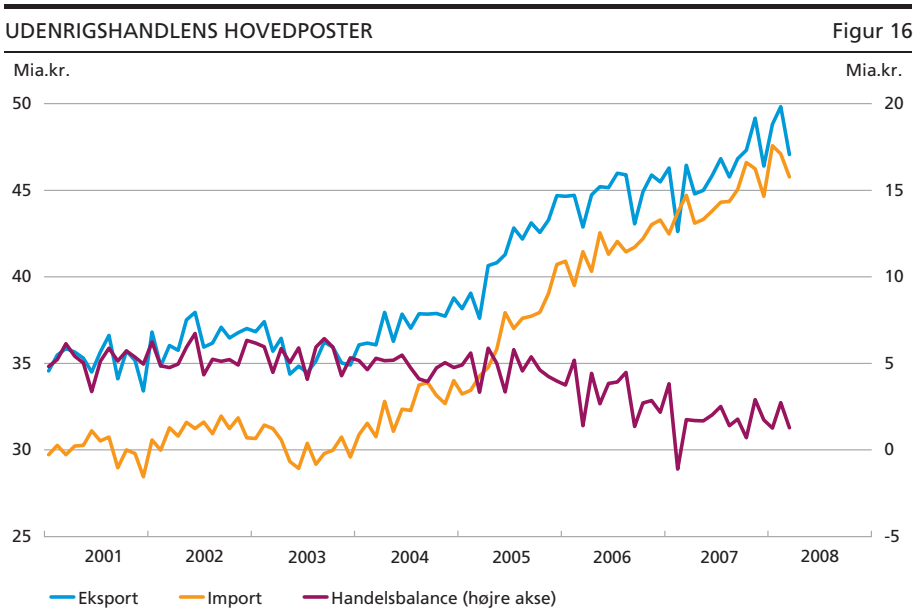
Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik.

¹ Mere præcist omfatter de kollektivt aftalte pensionsbidrag nettoindbetalinger til kollektive pensionsordninger tillagt den forøgelse af pensionsformuen, der kan henføres til formueindkomst i pensionsordningerne.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Den kraftige stigning i importen er fortsat ind i 2008, om end i et mere dæmpet tempo, jf. figur 16. Navnlig vareimporten til erhvervslivet steg betragteligt, mens importen til forbrug var omtrent uændret efter stærk fremgang i de seneste år.



Anm.: Ekskl. skibe mv.
Kilde: Danmarks Statistik.

Trods den stærke indenlandske efterspørgsel er vareeksporten også vokset pænt, og handelsbalancen har siden foråret 2007 svinget omkring et månedligt overskud på knap 2 mia.kr.

Eksportfremgangen i indeværende år skyldes hovedsageligt større industrieksport, der har nydt godt af god vækst på eksportmarkederne. Den ventede afmatning på disse markeder viser sig i en aftagende fremgang i industriens beholdning af eksportordrer.

Olieproduktionen i Nordsøen er aftagende, men værdien af energi-eksporten ligger fortsat på et højt niveau som følge af den høje oliepris. En stigende oliepris forbedrer handelsbalancen, idet Danmark er nettoeksportør af råolie, men en række forhold betyder imidlertid, at ændringer i olieprisen kun har en beskedne betydning for betalingsbalancens løbende poster, jf. boks 7.

Betalingsbalancens løbende poster viste et underskud på 6,1 mia.kr. i 1. kvartal, hvilket er 2,4 mia.kr. mindre end underskuddet i samme kvartal 2007. Set over de seneste 12 måneder har der været et betalingsbalanceoverskud på knap 25 mia.kr.

Arbejdsmarked og løn

Faldet i ledigheden er fortsat i 2008. For april opgjordes antallet af arbejdsløse til 49.100, svarende til 1,8 pct. af arbejdsstyrken.

Den stærke fremgang i produktion og beskæftigelse i de senere år har lagt et massivt pres på arbejdsmarkedet og medført udtalt mangel på

OLIEPRISENS BETYDNING FOR BETALINGSBALANCEN

Boks 7

Udsving i olieprisen påvirker den danske betalingsbalance gennem flere forskellige kanaler. Som nettoeksportør af råolie forbedres Danmarks bytteforhold, når olieprisen stiger. Derved øges overskuddet på handelsbalancen. Omvendt betyder en højere oliepris stigende udgifter til bunkring, hvilket hovedsageligt vil sige betalinger for skibes køb af brændstof i udlandet. De seneste år er den samlede mængde bunkring købt af danske fartøjer vokset markant som følge af handelsflådens udvidelse. Dermed har fluktuationer i olieprisen i dag en større effekt på udgifterne til bunkring end tidligere. Såfremt stigningen i olieprisen overvæltes i fragtraterne, påvirker de øgede bunkringsudgifter dog ikke betalingsbalancen. Udbyttebetalingerne til udlandet bliver større, idet ca. 60 pct. af den danske olieudvinding er udenlandsk ejet.

Ud over disse priseffekter kommer en række mængdedrevne effekter på vare- og tjenesteposterne som følge af olieprisstigningens nedadrettede virkning på såvel eksportmarkedsvækst som indenlandsk efterspørgsel.

I 2008 anslås produktionsværdien af dansk olieudvinding at blive 68 mia.kr., mens det samfundsøkonomiske overskud efter udgifter til materialer, investeringer og arbejdskraft anslås til 56 mia.kr. Heraf går 37 mia.kr. i skat til staten ifølge aftalen om nordsøolien fra 2003. Det efterlader 7 mia.kr. til den danske selskabssektor og 12 mia.kr. til den udenlandske.

Modelberegninger på Nationalbankens økonometriske model Mona har som resultat, at en stigning i olieprisen på 10 pct. kun fører til forholdsvis små ændringer i saldoen på betalingsbalancens løbende poster. Føjes bunkringsudgifterne til handlen med energiprodukter, er Danmarks import og eksport af energiprodukter omtrent lige store, og balancen for energiprodukter påvirkes derfor kun i begrænset omfang af en ændring i olieprisen. Dette forudsætter, at fragtraterne ikke hæves som følge af den højere oliepris.

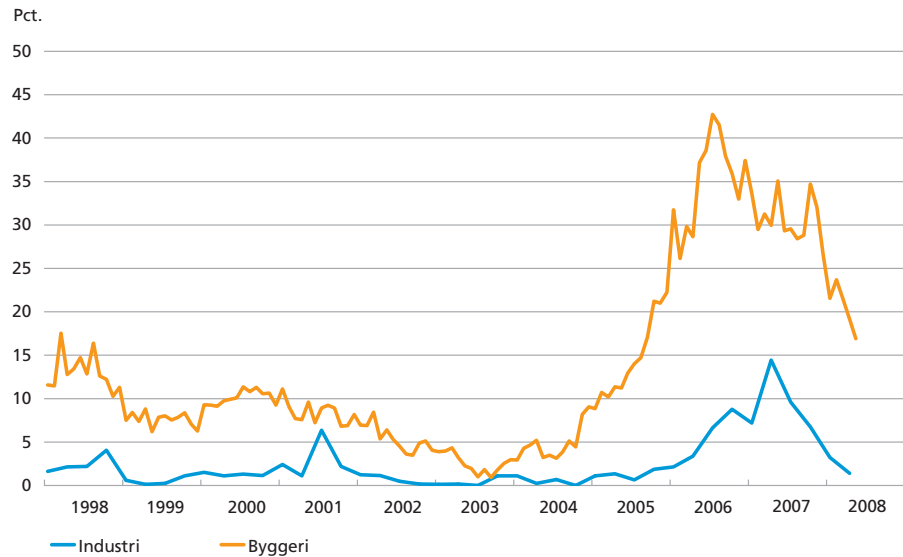
Udhulingen af husholdningernes købekraft dæmper efterspørgslen efter andre varer i såvel Danmark som udlandet. Nedgangen i importen overstiger dog nedgangen i eksporten, så varebalancen det første år efter en olieprisstigning stiger med 1,4 mia.kr. Dette modsvares af øgede udbytter til de udenlandske ejere af dansk olieudvinding på 1,1 mia.kr., hvormed betalingsbalancen er omtrent uændret.

arbejdskraft. Ifølge konjunkturbarometrene er manglen på arbejdskraft ved at være væk i industrien, mens der fortsat er udtalt mangel i bygge-riet, jf. figur 17. I den offentlige sektor er der betydelig mangel på arbejdskraft inden for en række fag.

Presset på arbejdsmarkedet har bidraget til høje lønkrav fra lønmodtagernes side under forårets overenskomstforhandlinger på det offentlige arbejdsmarked. Forhandlingerne er afsluttet på det statslige område, men endnu ikke for alle ansatte i kommuner og regioner. Rammen for de indgåede overenskomster er generelt godt 13 pct. over 3 år inkl. de forventede udmøntninger af reguleringsordningen, der sikrer parallelitet mellem den private og den offentlige lønudvikling. Flere elementer i de nye overenskomster holdes dog uden for reguleringsordningen,

MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT

Figur 17



Anm.: Manglen på arbejdskraft udtrykker, hvor stor en del af beskæftigelsen i den pågældende sektor, der er ansat i virksomheder, som oplever mangel på arbejdskraft som en produktionsbegrænsende faktor.

Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektion.

hvilket alt andet lige løfter den offentlige lønfremgang i overenskomstperioden. De aftalte lønforhøjelser er størst i 2008, og de årlige lønstigninger i den offentlige sektor ventes at nå op mellem 5 og 6 pct. mod årets slutning.

På det private arbejdsmarked har manglen på arbejdskraft presset lønstigningerne op på et højt niveau. Lønstigningstakten var i 1. kvartal for DAs område under ét således 4,6 pct. år-til-år, jf. figur 18. Lønstigningerne er dermed oppe i et tempo, som ikke er holdbart på længere sigt.

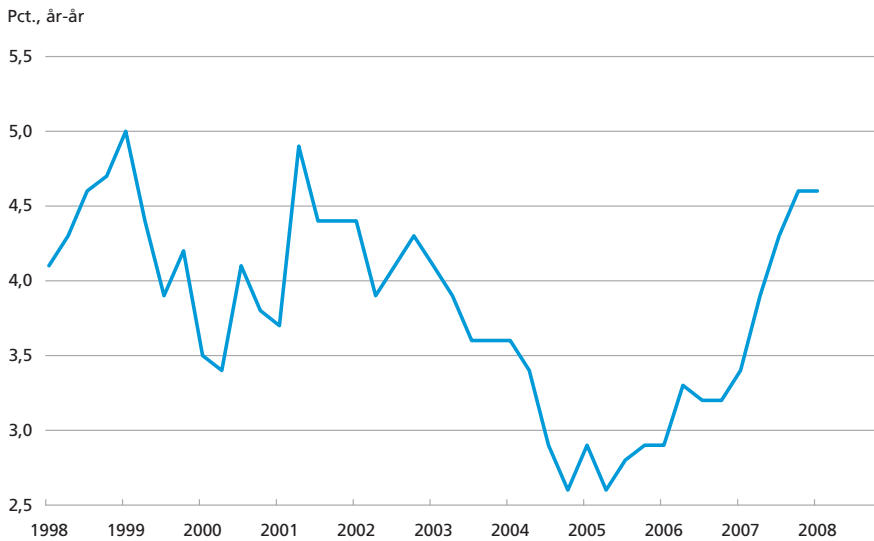
Lønstigningstakten i Danmark har i flere år været højere end stigningen i de udenlandske lønninger, når landene vægtes efter deres betydning for dansk udenrigshandel: I 1. kvartal 2008 1 procentpoint. Lønkonkurrenceevnen er yderligere presset af de markante fald i dollarkursen, som har bragt den effektive kronekurs op på sit højeste niveau i 25 år. Udviklingen i den danske lønkonkurrenceevne i et længere perspektiv er behandlet i en selvstændig artikel side 79.

Priser

Det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, steg i april med 3,4 pct. år-til-år. Pristigningerne har været tiltagende siden 3. kvartal 2007 og er nu på det højeste niveau i de godt 11 år, som dækkes af HICP-opgørelsen. Den øgede vækst i forbrugerpriserne skyldes i stort omfang

LØNSTIGNING PÅ DA-OMRÅDET

Figur 18



Anm.: Lønudvikling på DA-området under ét.
Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening.

kraftige stigninger i prisen på energi og fødevarer. Prisstigningerne på de øvrige varer og tjenester i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks – den såkaldte kerneinflation – har været moderat med 1,5 pct. år-til-år i april.

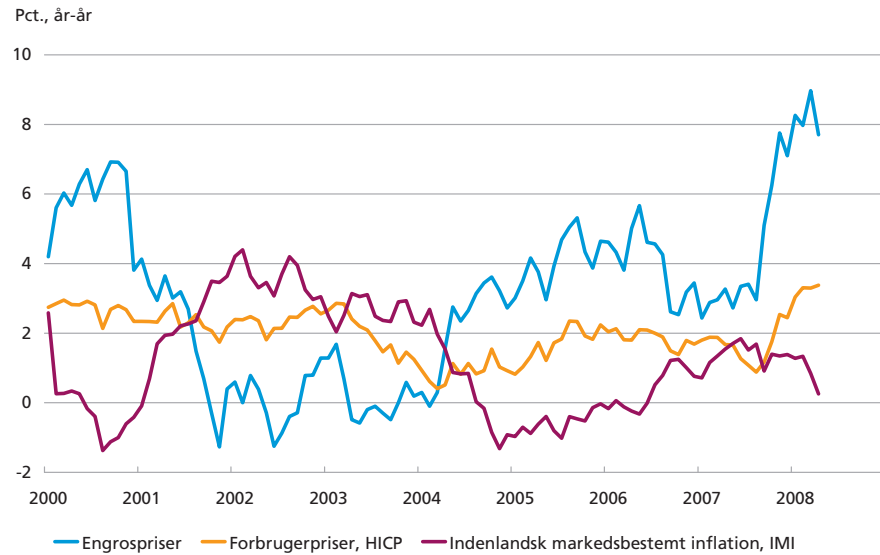
Pristigningerne på energi og fødevarer genfindes i engrospriserne på råvarer, herunder ikke mindst brændstof og råvarer til landbrug. Engrospriserne er accelereret siden september, og den årlige stigningstakt i april var 7,7 pct., jf. figur 19. Derimod er stigningen i engrospriserne på et flertal af varer, som ikke direkte påvirkes af råvarepriserne, fortsat moderat. Det gælder for såvel produktionsmidler som forbrugsvarer ud over fødevarer.

Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, som viser prispresset fra udviklingen i lønomkostninger og avancer, har været aftagende siden midten af 2007. I beregningen af IMI renses udviklingen i forbrugerpriserne for en række forhold. Således udelades fx prisen på fødevarer, idet den bl.a. påvirkes af særlige forhold som høst og vejrlig. Den seneste tids stigning i fødevarerpriserne, som har drevet de samlede forbrugerpriser op, fremgår derfor ikke af IMI.

Trods markant højere råvarepriser stammer en del af stigningen i forbrugerpriserne på fødevarer fra øgede indenlandske lønomkostninger og avancer, herunder til danske landmænd. Renses forbrugerpriserne således kun for de fødevarer, som er uforarbejdede (kød, fisk, frugt og

FORBRUGER- OG ENGROSPRISER

Figur 19



Anm.: Engrospriserne betegner her det samlede prisindeks for indenlandsk vareforsyning.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

grønsager), i beregningen af IMI,¹ fås et væsentligt anderledes forløb siden oktober, jf. figur 20. Hvor den gængse IMI lå på omtrent 1,3 pct. år-til-år fra oktober til februar, tiltog IMI inkl. forarbejdede fødevarer til knap 3 pct. år-til-år i samme periode.

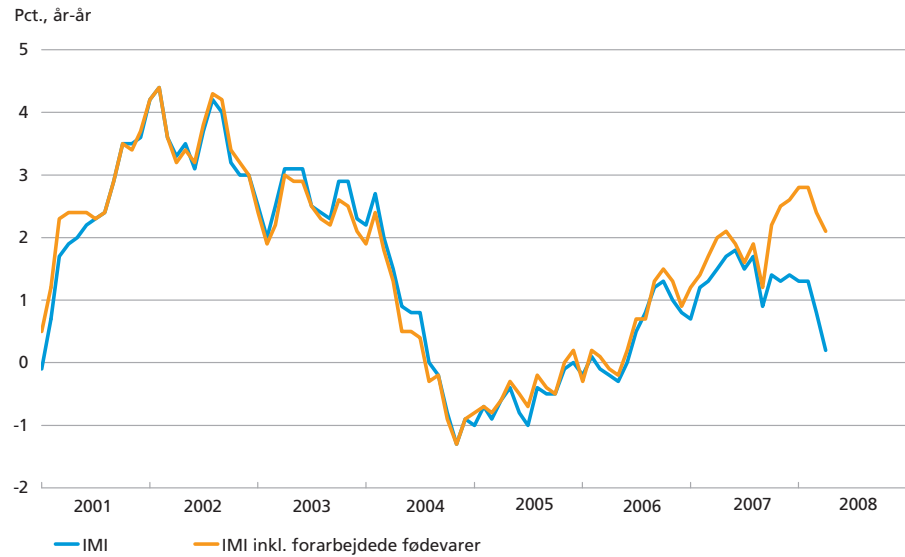
Uanset afgrænsningen af fødevarer er IMI aftaget i marts og april. Dette hænger sammen med stigningerne i energi- og importpriser, hvis skønnede indirekte indhold i forbrugerpriserne fjernes i beregningen af IMI. De historiske erfaringer viser, at sådanne importerede prisstigninger først sendes videre til forbrugerne med en vis forsinkelse. De importerede prisstigninger vil i første omgang bæres af virksomhederne i form af mindre avancer og dermed en lavere IMI. De seneste måneders udvikling indikerer dermed, at der er yderligere stigninger i forbrugerpriserne på vej, i takt med at virksomhederne justerer deres priser som følge af de højere priser på energi og importvarer. Stigende lønomkostninger i virksomhederne trækker i samme retning.

De øgede priser på fødevarer og energi er blevet registreret af forbrugerne. Ifølge Danmarks Statistiks månedlige undersøgelse er andelen af forbrugere, som vurderer, at priserne er steget, vokset markant siden

¹ Hverken teoretisk eller i praksis kan der gives svar på, om det er mest retvisende at rense for alle fødevarer og nydelsesmidler eller blot uforarbejdede fødevarer, når den indenlandsk markedsbestemte inflation skal belyses. Eurostat opgør således to mål for kerneinflationen i euroområdet baseret på hver af de to afgrænsninger af udeladte fødevarer, og ECB gør brug af begge mål i deres analyser af inflationen i euroområdet. De alternative afgrænsninger for fødevarer i dansk IMI er nærmere beskrevet i Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandske prisers konjunkturfølsomhed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.

IMI MED OG UDEN FORARBEJDEDE FØDEVARER OG NYDELSES MIDLER

Figur 20

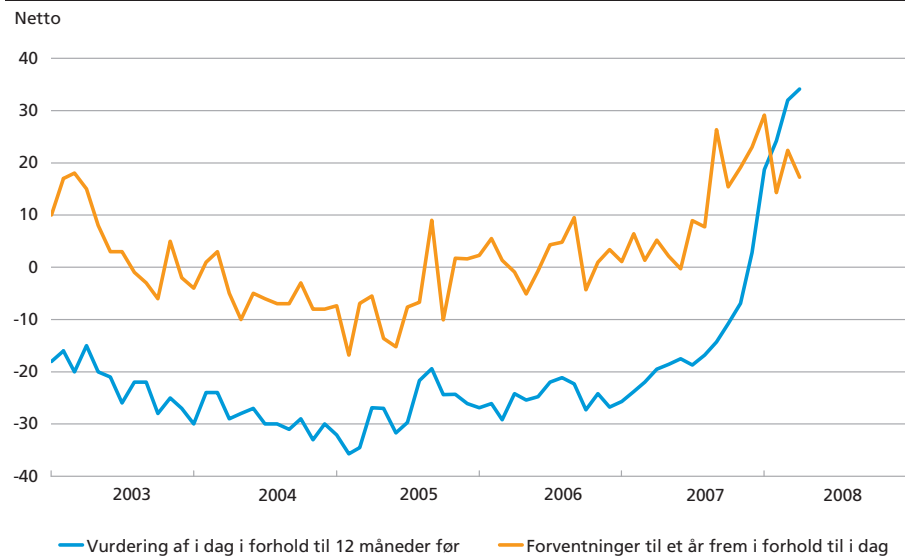


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

sensommeren, jf. figur 21. I 2. halvår 2007 steg antallet af forbrugere, som forventer prisstigninger i det kommende år, og dette højere niveau for forventningen om prisstigninger er fortsat ind i 2008.

VURDERET OG FORVENTET PRISUDVIKLING

Figur 21



Anm.: Et stigende nettotal betyder, at stadig flere forbrugere vurderer, at priserne er steget i det seneste år, henholdsvis vil stige i det kommende år.

Kilde: Danmarks Statistik.

Trods afdæmpningen i den økonomiske vækst vil presset på dansk økonomi og navnlig arbejdsmarkedet fortsat være højt. Det betyder, at risikoen for en uholdbar pris- og lønudvikling og stigende inflationsforventninger ikke kan ignoreres. På den baggrund er det vigtigt, at finanspolitikken i 2009 ikke bidrager til at øge efterspørgslen.