



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
2. kvartal

N
O
O
U

D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 0 5



KVARTALSOVERSIGT, 2. KVARTAL 2005

Det lille billede på forsiden viser et udsnit af erindringsmønten i anledning af Kronprins Frederik og frk. Mary Donaldsons bryllup. Bryllupsportrættet er udformet af billedhugger Karin Lorentzen.

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

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Redaktionen er afsluttet den 17. maj 2005.

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

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2005 planlægges offentliggjort 20. september 2005.

SCHULTZ GRAFISK A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Samarbejdsaftale om finansiel overvågning	21
Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen	25
Jakob Lage Hansen, Handelsafdelingen og Peter Ejler Storgaard, Økonomisk Afdeling	
Artiklen undersøger kortsigtssammenhænge mellem kapitalstrømme til og fra Danmark og udviklingen i kronens kurs over for euroen i perioden 1999-2004. Resultaterne viser en signifikant sammenhæng mellem ugentlige kronekursændringer og kapitalstrømme knyttet til porteføljeinvesteringer. Desuden ses på forskellige opdelinger af porteføljeinvesteringerne på aktier/obligationer, forsikrings- og pensionssektoren/andre sektorer samt euroområdet/resten af verden.	
Det tyske arbejdsmarked	41
Niels C. Beier og Michael Sand, Økonomisk Afdeling	
Arbejdsløsheden er over en lang periode blevet en stadigt større byrde i Tyskland. En medvirkende årsag er indretningen af det tyske arbejdsmarked. I artiklen gives en oversigt over de væsentligste problemer med de tyske arbejdsmarkedsstrukturer.	
Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde 28. april 2005	57
Pressemeddelelser	63
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra februar til medio maj 2005

INTERNATIONALE FINANSIELLE FORHOLD

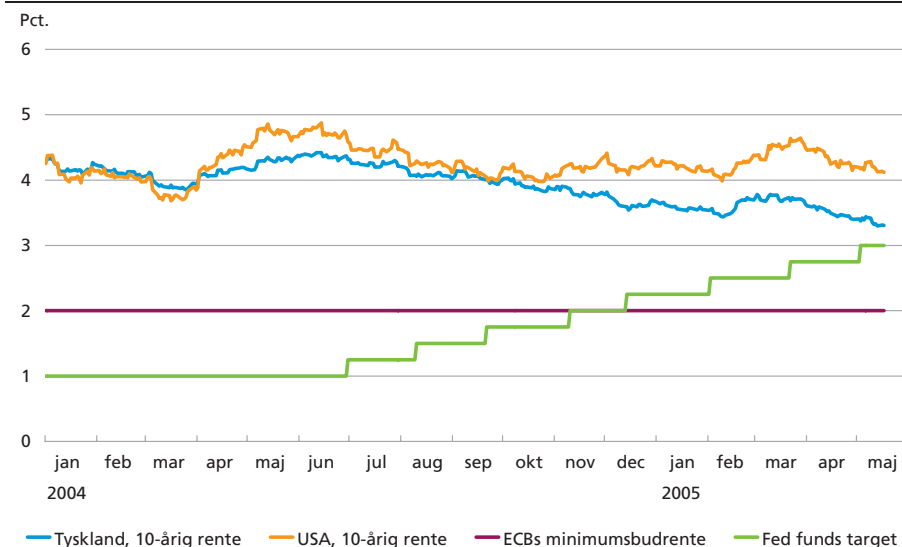
Væksten i verdensøkonomien under ét er robust med høje vækstrater i USA og størstedelen af Asien. I euroområdet har væksten skuffet og har svært ved at komme i gang i lyset af svag indenlandsk efterspørgsel. Forventningerne i rentemarkedet til pengepolitiske stramninger i euroområdet er skudt ud til næste år, mens der ventes fortsatte stramninger af pengepolitikken i USA.

Finansielle markeder

De forskellige konjunkturudsigter i henholdsvis USA og euroområdet har medvirket til at udvide spændet mellem renterne på 10-årige statspapirer i den forløbne del af indeværende år, jf. figur 1. Siden årsskiftet er renten på en 10-årig amerikansk statsobligation faldet med omkring 10 basispoint til 4,1 pct. medio maj, mens den tyske rente er faldet ca. 40 basispoint til 3,3 pct.

PENGEPOLITISKE OG LANGE RENTER I TYSKLAND OG USA

Figur 1

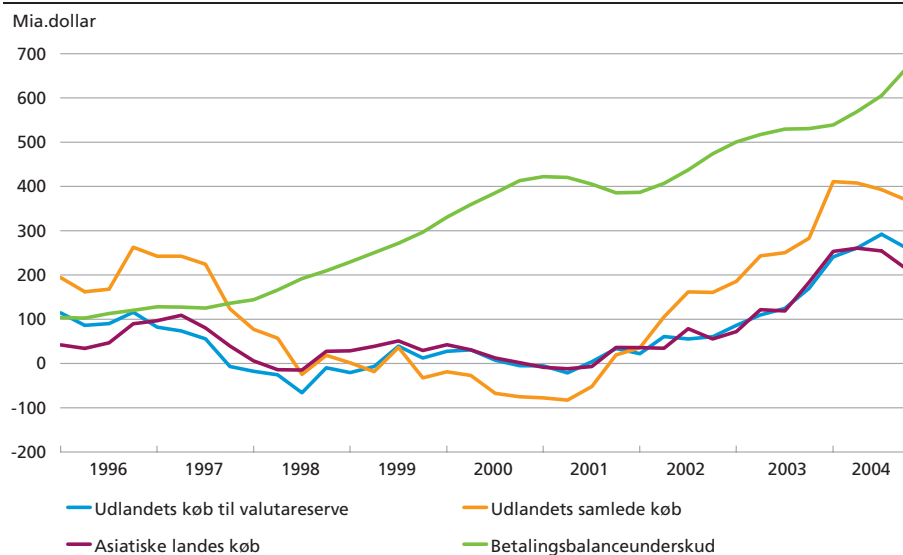


Anm.: De 10-årige renter er statsobligationsrenter. Sidste observation er 17. maj 2005.

Kilde: EcoWin.

UDLANDETS NETTOKØB AF AMERIKANSKE STATS OblIGATIONER OG DET AMERIKANSKE BETALINGSBALANCEUNDERSKUD

Figur 2



Anm.: Fire kvartalers glidende sum.

Kilde: Bureau of Economic Analysis og US Treasury.

Bevægelserne i de lange amerikanske renter har, under indtryk af markedets fortolkning af udtalelser fra den amerikanske centralbank og blandede nøgletal, været præget af skiftende forventninger til væksttempoet og til hastigheden, hvormed den amerikanske centralbank vil forhøje renten.

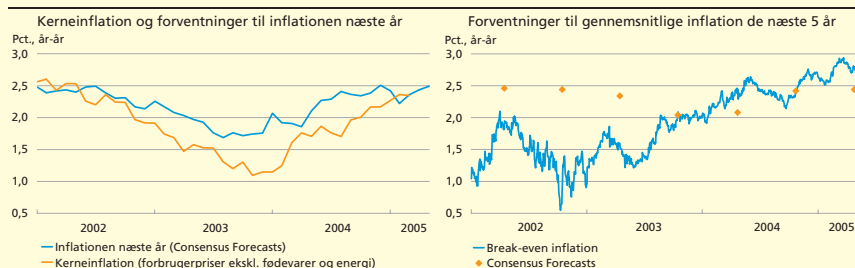
De lange renter i USA er samlet set faldet siden den amerikanske centralbank begyndte sin gradvise forhøjelse af den pengepolitiske rente i midten af 2004. Dette er usædvanligt sammenlignet med tidligere perioder med pengepolitiske stramninger, hvor de lange renter typisk er steget. Kerneinflationen (forbrugerprisinflationen ekskl. fødevarer og energi) er desuden steget. De langsigtede inflationsforventninger er dog stabile, jf. boks 1. Asiatiske centralbankers køb af amerikanske statsobligationer har medvirket til at holde de lange renter nede. Der er dog tegn på en opbremsning i centralbankernes køb af amerikanske statsobligationer, jf. figur 2.

En anden delforklaring på de lave lange renter er stigende strukturel efterspørgsel efter lange papirer fra pensionsselskaber. En række ændringer i regulering af pensionssektoren synes at være undervejs i USA og Europa. Hensigten er, at pensionsselskaberne skal dække sine tilsagn til pensionister om pensionsudbetalinger bedre af. Øget pensionsopsparing som følge af den demografiske udvikling skaber også efterspørgsel efter lange obligationer.

En udbredt indikator for inflationsforventninger er forskellen mellem den effektive rente for en nominel statsobligation og den effektive rente for en inflationsindekse- ret statsobligation med en tilsvarende løbetid, også kaldet break-even inflationen. Break-even inflationen udtrykker den gennemsnitlige kompensation over obligatio- nens løbetid, som investorer får for at holde nominelle obligationer i forhold til in- dekserede obligationer mod til gengæld at give afkald på inflationssikringen. Ud over forventninger til den gennemsnitlige inflation over obligationernes løbetid indehol- der break-even inflationen en (positiv) inflationsrisikopræmie og en (negativ) likvidi- tetspræmie. Det kan derfor være nyttigt at sammenligne med opinionsundersøgelser af inflationsforventningerne blandt markedsdeltagere fx Consensus Forecasts.

Forventningerne til næste års inflation og den gennemsnitlige inflation over de næste 5 år i USA er blevet øget i takt med, at kerneinflationen (forbrugerprisinflation- en ekskl. energi og fødevarer) er steget, jf. nedenstående figur.

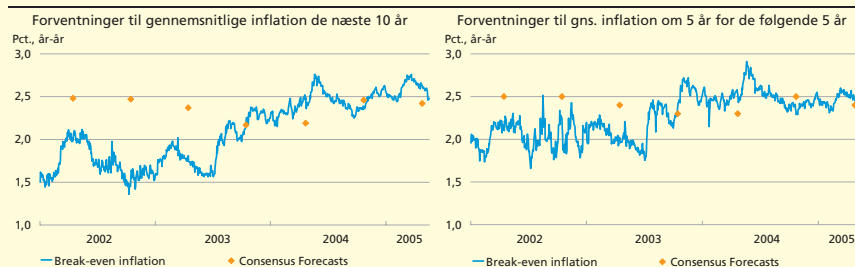
KERNEINFLATION OG KORTSIGTEDE INFLATIONSFORVENTNINGER



Kilde: EcoWin og Consensus Economics. Sidste observation for break-even inflation er 17. maj 2005.

Udviklingen i forventningerne til inflationen på længere sigt har været mere afdæmpet. Break-even inflationen for 10-årige obligationer har ligget under break-even in- flationen for 5-årige obligationer siden efteråret 2004, og forventningerne til den gennemsnitlige inflation om 5 år for de følgende 5 år har været nogenlunde uænd- rede, jf. figuren nedenfor. Stabiliteten i de langsigtede inflationsforventninger kan hænge sammen med tiltro i markedet til, at den amerikanske centralbank vil sikre prisstabiliteten.

LANGSIGTEDE INFLATIONSFORVENTNINGER



Kilde: EcoWin og Consensus Economics. Sidste observation for break-even inflation er 17. maj 2005.

Frankrig åbnede i februar 2005 en 50-årig statsobligation, og andre europæiske lande har lignende overvejelser. Renten på det 50-årige papir har i perioden indtil midten af maj kun ligget nogle få basispoint over renten på franske 30-årige statsobligationer.

Med en dollarkurs på omkring 1,36 dollar pr. euro ved årsskiftet var dollaren på sit svageste niveau over for euro siden indførelsen af euroen pr. 1. januar 1999. Kursen er siden steget og var medio maj på 1,26 dollar pr. euro. Dollaren er ligeledes blevet styrket over for yen. Den amerikanske dollar blev som de amerikanske renter påvirket af de blandede nøgletal og skiftende forventninger til de pengepolitiske stramninger.

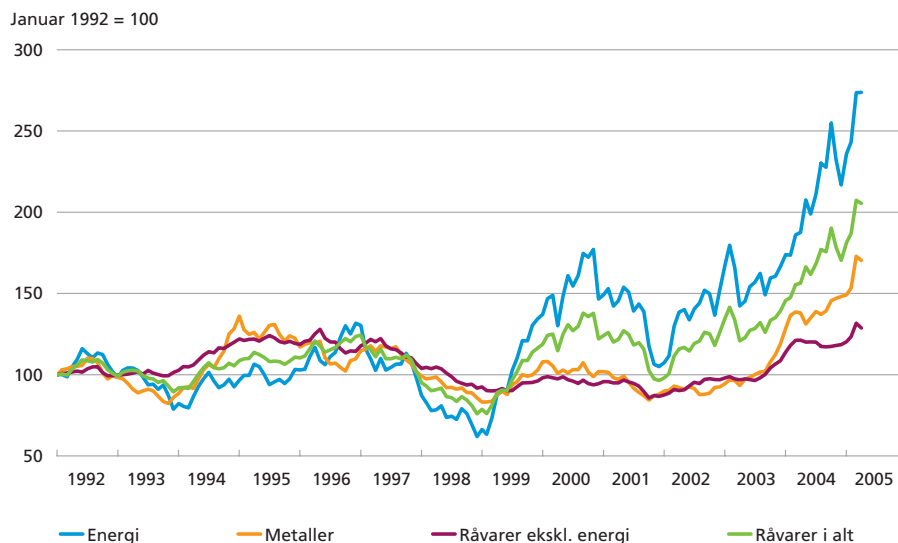
Meddelelser om god indtjening i amerikanske virksomheder påvirkede det amerikanske aktiemarked positivt, men de generelt stigende oliepriser og usikkerhed om væksttempoet i den amerikanske økonomi synes at have indvirket negativt på kursudviklingen. Det amerikanske S&P 500-indeks lå i midten af maj omkring 3 pct. lavere end ved årsskiftet, mens det europæiske Stoxx 600-indeks lå godt 3 pct. højere.

Internationale råvareforhold

Stigningen i råvarepriserne, som begyndte i 2002, er fortsat i 2005. Det er især energipriserne, som er steget. I marts 2005 nåede olieprisen med 56 dollar pr. tønde (Brent) et nyt rekordniveau i nominelle termer på

UDVIKLINGEN I DOLLARPRISEN PÅ RÅVARER

Figur 3



Anm.: IMF's råvareindeks fra International Financial Statistics.
Kilde: EcoWin.

baggrund af stor stigning i olieforbruget drevet af fortsat høj global økonomisk vækst, koldt vejr på den nordlige halvkugle og usikkerhed vedrørende OPECs produktionsplaner. Olieprisen er siden faldet, men lå i midten af maj stadig på et højt niveau. Futuresprisen på olie indikerer, at markedsdeltagerne fortsat venter høje oliepriser i årene fremover, jf. boks 2. For råvarer ekskl. energi har prisudviklingen i metaller som fx kobber og aluminium, der er særligt konjunkturfølsomme, været stærk, jf. figur 3. Baggrunden er bl.a. små lagre og stor efterspørgsel, specielt fra Kina.

FUTURESPRISER PÅ OLIE

Boks 2

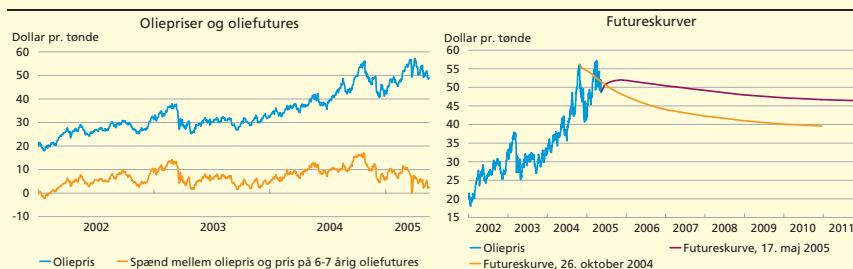
Futurespriser på olie anvendes ofte som indikator for markedsforventninger til den fremtidige udvikling i oliepriserne.

Futuresprisen aftager typisk med løbetiden på futureskontrakten, hvilket afspejler, at det kan være af værdi for virksomheder fx af hensyn til forsyningssikkerheden at have olie på lager frem for at anvende futureskontrakter.

I forbindelse med stigning i olieprisen, fx som følge af usikkerhed med hensyn til forsyningssituationen, vil futureskurven tenderer mod at hælde mere nedad, hvis prisstigningerne opfattes som midlertidige. Hvis der derimod er forventninger om permanent højere oliepriser, så vil futuresprisen tendere mod at følge med op.

Olieprisen var i slutningen af oktober 2004 på et højere niveau end i midten af maj 2005, men dengang var futurespriserne lavere. Futureskurven er således blevet fladere, jf. figuren nedenfor. Det kan afspejle, at futuresprisen har reageret på, hvad der opfattes som en mere permanent udvikling i olieprisen.

OLIEPRISER, OLIEFUTURES OG OLIEFUTURESKURVER



Anm.: WTI (West Texas Intermediate) olie. Sidste observation er 17. maj 2005.

Kilde: EcoWin.

Futurespriserne har gentagne gange undervurderet stigningen i olieprisen de seneste år. Set over en længere årrække er der imidlertid ikke tegn på, at futurespriserne systematisk under- eller overvurderer den faktiske udvikling. Empiriske undersøgelser peger på, at futuresprisen forudsiger olieprisudviklingen bedre end en simpel antagelse om, at den forventede fremtidige oliepris er den samme som olieprisen i dag, jf. ECBs månedsoversigt, december 2004 og IMF's World Economic Outlook, april 2005.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

USA

Den robuste økonomiske vækst i USA er fortsat i 2005, men i et lavere tempo end i 2004, hvor BNP steg med 4,4 pct. for året under ét. I 1. kvartal 2005 var væksten i BNP på 0,8 pct. i forhold til kvartalet før, og i 4. kvartal 2004 på 0,9 pct. Væksten i 1. kvartal var fortsat drevet af den indenlandske efterspørgsel med privatforbruget som den vigtigste bidragsyder, mens væksten i investeringerne faldt noget. Privatforbruget understøttes af jobvækst og stigende boligpriser, og erhvervsinvesteringerne af god indtjening i virksomhederne og lave finansieringsomkostninger. Konsensusforventningerne til BNP-væksten i 2005 er 3,4 pct.

Væksten i den indenlandske efterspørgsel og de høje oliepriser har bidraget til et stort handels- og betalingsbalanceunderskud. Forbedringen af konkurrenceevnen som følge af svækkelsen af dollaren frem til årsskiftet vil ikke ændre afgørende herved. Selv hvis det føderale budget forbedres i den størrelsesorden, som der er lagt op til, vil de eksterne balanceproblemer på et tidspunkt kræve en større privat opsparing.

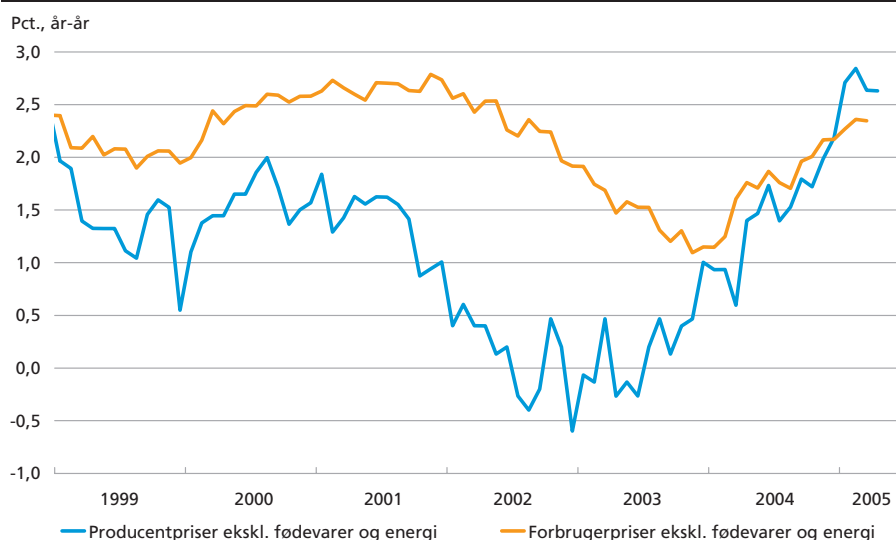
Fremgangen på arbejdsmarkedet fortsatte i begyndelsen af 2005. Beskæftigelsen voksede med knap 0,8 millioner personer i de første fire måneder af året efter en stigning på 2,2 millioner personer sidste år. Arbejdsløshedsprocenten var i april 5,2 pct. mod 5,4 pct. december sidste år. Lønvæksten er fortsat afdæmpet trods den faldende arbejdsledighed.

Forbrugerprisinflationen er taget til i 2005 under indtryk af de stigende energipriser. I marts steg forbrugerpriserne med 3,1 pct. i forhold til samme måned året før. Siden begyndelsen af 2004 har der været en opadgående trend i den underliggende inflation. Forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer steg således med 2,3 pct. år-til-år i marts 2005 mod ca. 1 pct. i begyndelsen af 2004, jf. figur 4. Det er især varepriserne, som er steget i lyset af olieprisstigningerne og dollarsvækkelsen, mens stigningstakten for serviceydelser har været nogenlunde stabil. Stigningen i producentpriser ekskl. energi og fødevarer er tiltaget, hvilket kan være et forvarsel om højere inflation. Stigende kapacitetsudnyttelse og faldende ledighed kan også bidrage til inflationspres. Den amerikanske centralbank har peget på, at virksomhederne synes at have fået større spillerum i prisfastsættelsen. Virksomhedernes indtjening er god, og de kan delvis modvirke omkostningsstigninger ved at reducere avancerne.

Den amerikanske centralbanks pengepolitiske komite hævdede i maj for 8. møde i træk den pengepolitiske nøglerente med 25 basispoint, så den nu er på 3 pct. Centralbanken har dermed fortsat normaliseringen af renteniveauet i et afmålt tempo efter en periode med en meget ekspansiv pengepolitik.

INFLATIONSUDVIKLINGEN I USA

Figur 4



Anm.: Sidste observation for producentpriser er april 2005. Sidste observation for forbrugerpriser er marts 2005.
Kilde: EcoWin.

Euroområdet

Væksten i euroområdet har skuffet som følge af en svag udvikling i den indenlandske efterspørgsel. BNP-væksten for 2004 var på 2,1 pct., men tydeligt aftagende over året. Den kvartalsvise vækst i 4. kvartal 2004 var på beskedne 0,2 pct. I 1. kvartal 2005 var den kvartalsvise vækst 0,5 pct. Noget af fremgangen i væksten i 1. kvartal 2005 i forhold til 4. kvartal sidste år må formentlig tilskrives et lavt udgangspunkt som følge af statistiske korrektioner for arbejdsdage i Tyskland i 4. kvartal 2004.

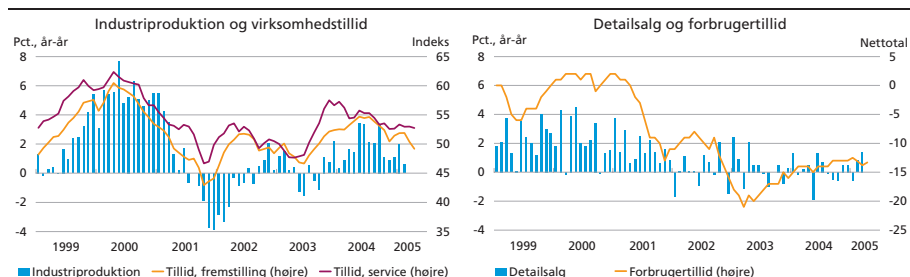
Den svage indenlandske efterspørgsel i euroområdet er i høj grad et udtryk for den økonomiske situation i euroområdets største økonomi, Tyskland, hvor privatforbruget står i stampe. Også i Italien og Holland har forbrugsvæksten været træg, mens forbruget i Frankrig og Spanien har udvist robust vækst.

Forbrugertilliden for euroområdet som helhed er forholdsvis lav, jf. figur 5, og arbejdsløsheden i euroområdet ligger på et højt niveau med en ledighedsprocent på knap 9 pct. Beskæftigelsen steg en smule i løbet af 2004, hvilket primært kan henføres til serviceerhvervene og flere offentligt støttede job i Tyskland. Tyskland har et åbenlyst behov for strukturreformer på arbejdsmarkedet og i velfærdssystemet.¹ Der er vedtaget en række arbejdsmarkedsreformer med henblik på at reducere ledighe-

¹ Jf. Niels C. Beier og Michael Sand, Det tyske arbejdsmarked på side 41ff.

VIRKSOMHEDS- OG FORBRUGERINDIKATORER I EUROOMRÅDET

Figur 5



Anm.: Virksomhedstilliden er Reuters indeks for indkøbschefer (PMI) i fremstillings- og servicesektoren. En indekssværdi på 50 svarer til uændret produktion. Forbrugertilliden er målt ved Europa-Kommissionens indeks. Industriproduktionen er ekskl. byggeri.

Kilde: EcoWin.

den, men usikkerheden, som ændringerne medfører, kan virke dæmpende på forbruget.

Trods de lave renter og høj indtjening i virksomhederne, som understøtter investeringerne, peger indikatorer for aktiviteten i industrien og servicesektoren mod fortsat afdæmpet vækst. Tillidsindikatorer for industrien faldt i marts og april, jf. figur 5.

Den årlige stigning i forbrugerpriserne (HICP) var med 1,9 pct. i januar i overensstemmelse med ECBs mellemfristede mål om en prisstignings-takt under, men tæt på 2 pct. Stigende energipriser medvirkede imidlertid til at inflationen igen kom lidt over 2 pct. Kerneinflationen, hvor der renses for stigninger i priserne på energi, fødevarer, alkohol og tobak, har ligget under 2 pct. de seneste par år. Lønstigningerne har også været afdæmpede.

ECB vurderer, at der ikke er tydelige tegn på, at et underliggende inflationspres er under opbygning i euroområdet og har ikke ændret renten (minimumsbudrenten) siden juni 2003.

Ecofin-Rådet vedtog i marts 2005 en rapport om en bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpakten på baggrund af overvejelser fremlagt af bl.a. Europa-Kommissionen. Det Europæiske Råd godkendte efterfølgende Ecofin-Rådets rapport. Rapporten opdaterer og supplerer stabilitets- og vækstpakten, der består af en resolution fra Det Europæiske Råd og to rådeforordninger.¹ I forbindelse med den konkrete udmøntning af rapportens konklusioner har Kommissionen 20. april 2005 fremlagt et forslag til ændring af de to rådeforordninger. Disse skal efterfølgende behandles i Ecofin-Rådet.

¹ Topmøderesolutionen og de to rådeforordninger, vedtaget i juni og juli 1997, jf. EF-tidende C 236, 2. august 1997 og EF-tidende L 209, 2. august 1997, har været i kraft, siden euroen blev indført som fælles valuta i en række EU-lande 1. januar 1999.

Tilpasningerne i pagten medfører en udvidet adgang til at undtage lande fra forbuddet mod offentlige budgetunderskud over 3 pct. af BNP i tilfælde af lav økonomisk vækst. Hertil kommer, at tidsfristerne for korrektion af offentlige budgetunderskud på over 3 pct. forlænges. Procedurerne i pagten er samtidig tilpasset, så der stilles mere specifikke krav til konsolideringen af de offentlige budgetter i tider med økonomisk vækst i de lande, hvor budgettet ikke er tæt på balance eller i overskud. Det vil kunne bidrage til at styrke princippet om, at de offentlige budgetter i normale tider skal være tæt på balance eller i overskud med henblik på at forebygge underskud på mere end 3 pct. af BNP i tider med økonomisk afmatning.

Betydningen af ændringerne i pagtens regelsæt for EU-landenes finanspolitikker vil afhænge af, hvorledes de reviderede regler bliver anvendt i praksis.

Ændringerne i stabilitets- og vækstpagten vil blive gennemgået mere udførligt i den årlige statusartikel om pagten i den kommende Kvartalsoversigt.

I Europa-Kommissionens forårsprognose for EU-landenes budgetunderskud forventes budgetunderskuddet i fem lande i euroområdet, Frankrig, Grækenland, Italien, Tyskland og Portugal, i 2005 at overskride eller svare til traktatens grænse for budgetunderskud i forhold til BNP på 3,0 pct.

Asien

Efter en skuffende økonomisk udvikling i Japan i 2004, hvor væksten gik i stå, var der tale om en stærk indenlandsk drevet vækst i 1. kvartal 2005, hvor BNP steg med 1,3 pct. i forhold til kvartalet før.

Arbejdsløsheden er faldet fra omkring 5,5 pct. for et par år siden til 4,5 pct. i marts, og beskæftigelsen har været nogenlunde uændret de seneste par år.

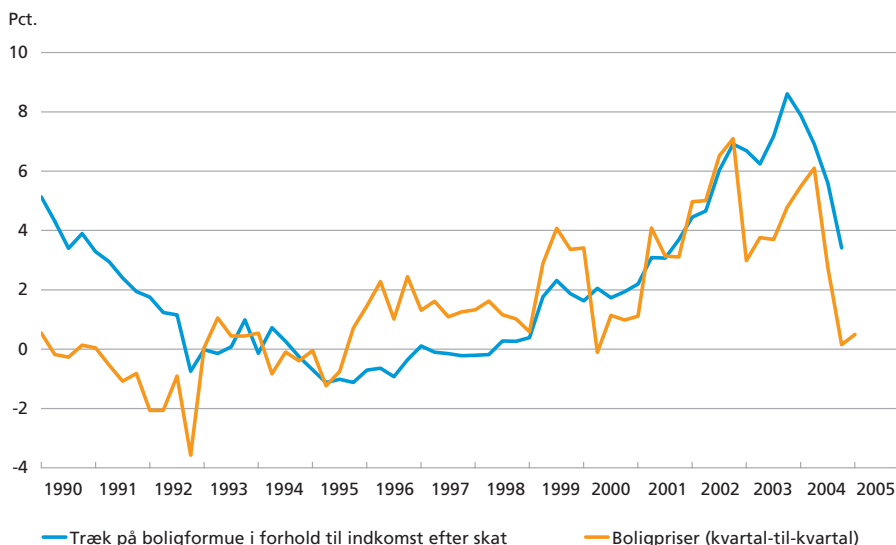
Forbrugerpriserne er fortsat med at falde svagt i 2005. Forbrugerpriserne faldt i marts med 0,2 pct. i forhold til samme måned året før. En del af prisfaldet skal ses i lyset af deregulering af el- og telefonmarkedet.

Den stærke økonomiske vækst i Kina er fortsat i 2005, hvor BNP i 1. kvartal var 9,5 pct. højere end i samme kvartal sidste år.

Efter afskaffelsen af restriktioner på tekstilhandel pr. 1. januar 2005 har både de europæiske og amerikanske interesseorganisationer for tekstilproducenter krævet en begrænsning i importvæksten fra Kina. Både den amerikanske regering og Europa-kommissionen har meddelt, at forholdene omkring tekstilimporten fra Kina vil blive undersøgt nærmere. Den kinesiske regering har selv indført eksporttold på visse tekstilkategorier, og den kinesiske tekstilindustri har introduceret minimumseksportpriser.

STIGNING I BOLIGPRISER OG TRÆK PÅ BOLIGFORMUE

Figur 6



Anm.: Træk på boligformue ("mortgage equity withdrawal") angiver nettolåntagning med sikkerhed i fast ejendom fratrukket husholdningernes boliginvesteringer, nettokøb af jord og flytteomkostninger. Sidste observation for træk på boligformue er 4. kvartal 2004. Sidste observation for boligpriser er 1. kvartal 2005.

Kilde: Bank of England og EcoWin.

UK

Efter en gennemsnitlig vækst i BNP på 3,1 pct. i 2004, og en kvartalsvis vækst i fjerde kvartal på 0,7 pct., blev væksten ifølge de foreløbige nationalregnskabstal i 1. kvartal 2005 0,6 pct. Udviklingen i detailsalget i 1. kvartal tyder på en afdæmpning af forbruget, hvilket bl.a. skal ses på baggrund af udfladningen i boligpriserne, som begyndte i sommeren 2004. Bank of England foretager løbende en opgørelse af den del af låntagningen med sikkerhed i boligen, som går til andre formål end investeringer på boligmarkedet, dvs. til privat forbrug eller nedbringelse af anden finansiel gæld. Denne såkaldte "mortgage equity withdrawal", eller træk på boligformue, har i forhold til husholdningernes indkomst efter skat udvist en faldende tendens i 2004, jf. figur 6.

Arbejdsmarkedet er stramt med fortsat vækst i beskæftigelsen og pæne lønstigninger. Hidtil har gennemslaget af det stramme arbejdsmarked på inflationen været begrænset. Forbrugerpriserne (HICP) steg i april med 1,9 pct., hvilket er tæt på regeringens inflationsmål på 2 pct. Bank of England har ikke ændret renten siden august 2004, hvor den blev forhøjet til 4,75 pct.

Sverige

Svensk økonomi er kendetegnet ved en robust vækst. BNP-væksten kvartal-til-kvartal aftog i 4. kvartal 2004 til 0,3 pct. i forhold til 0,7 pct. i

3. kvartal, og for året som helhed blev væksten 3,5 pct. Både privatforbruget og især investeringerne steg i 4. kvartal. Investeringerne stimuleres af det lave renteniveau, en høj kapacitetsudnyttelse i fremstillingssektoren og en god indtjening i erhvervene. Væksten i detailomsætningen i de første måneder af 2005 indikerer, at det private forbrug fortsat stiger. Indikatorer for industrien synes at pege mod en aftagende eksportvækst.

Beskæftigelsen har på baggrund af høj produktivitetsvækst været uændret det seneste år. Inflationen ligger fortsat på et lavt niveau. Det kan tilskrives en kombination af moderate lønstigninger, høj produktivitetsvækst og prisfald på importerede varer. Inflationen (UND1X) var 0,5 pct. i marts og lå dermed under Riksbankens målzone på 1-3 pct. De pengepolitiske renter har været uændrede siden april 2004.

Norge

Den økonomiske vækst i Norge er høj. BNP i fastlands-Norge voksede i 4. kvartal 2004 med 1,3 pct. i forhold til kvartalet før, og den gennemsnitlige vækst for 2004 lå på 3,5 pct. Væksten er indenlandsk drevet trukket af investeringer og det private forbrug.

Som følge af øget produktivitet har udviklingen i beskæftigelsen været træg. Inflationen ligger på et lavt niveau som følge af fald i priserne på importerede forbrugsvarer samt stærk konkurrence og produktivitetsvækst i en række sektorer.

Inflationen ligger et godt stykke under Norges Banks inflationsmål på 2,5 pct. Den pengepolitiske fastsatte rente er 1,75 pct. og har været uændret siden marts 2004.

UDVIKLINGEN PÅ DE DANSKE FINANSIELLE MARKEDER

Kronen har i perioden fra februar til medio maj været stabil over for euro på et niveau lidt stærkere end centralkursen i ERM2 på 7,46038 kroner pr. euro. Nationalbanken har i perioden lejlighedsvist solgt og købt valuta med henblik på at stabilisere udviklingen i kronekursen. Tre nye lande er i maj 2005 indtrådt i ERM2, jf. boks 3.

Nationalbanken har lige som ECB ikke ændret sine renter siden juni 2003. Foliorenten og diskontoen er 2 pct., og indlånsrenten er 2,15 pct.

Det 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland er blevet indsnævret siden midten af 2004 og er nu nede omkring 0, jf. figur 7. En årsag hertil kan være, at udbuddet af danske obligationer med lang varighed er blevet reduceret gennem de senere år. Det skyldes især, at andelen af korte obligationer til finansiering af rentetilpasningslån er øget. Endvidere har lavere renter reduceret varigheden af konverterbare

TRE NYE LANDE I ERM2

Boks 3

Den 2. maj 2005 indtrådte Cypern, Letland og Malta i EUs valutakurssamarbejde, ERM2, som et led i forberedelserne frem mod et euromedlemskab. I nedenstående tabel ses den fastsatte centralkurs og de tilhørende udsvingsgrænser på +/- 15 pct. for de nye valutaer. Alle landene i ERM2 har udsvingsgrænser på +/- 15 pct. undtagen Danmark, som har udsvingsgrænser på +/- 2,25 pct.

Lettiske lats var før indtrædelsen tilknyttet euro med et udsvingsbånd på +/- 1 pct. Letland fortsætter med et udsvingsbånd på +/- 1 pct. i forhold til centralkursen over for euro, men der er tale om en ensidig forpligtelse inden for rammerne af ERM2. Før indtrædelsen i ERM2 var maltesiske lira tilknyttet en kurv af valutaer. Efter indtrædelsen vil Malta fastholde kursen på maltesiske lira på centralkursen over for euro som en ensidig forpligtelse.

Euroen er centrum i ERM2-samarbejdet, og de øvrige deltagende valutaer har centralkurser i forhold til euroen, men ikke i forhold til hinanden. Forpligtelsen til intervention, hvis en deltagervaluta bevæger sig ud på en af udsvingsgrænserne, påhviler alene det pågældende deltagerlands centralbank og ECB. De øvrige deltagerlande har ingen interventionsforpligtelse.

Optagelsen af de nye valutaer medfører ingen ændringer i centralkurs, udsvingsbånd og øvrige vilkår for den danske krone i ERM2.

CENTRALKURS OG UDSVINGSBÅND I ERM2

National valuta pr. euro	Øvre grænse	Centralkurs	Nedre grænse	Udsvingsbånd i pct.
Danske kroner	7,62824	7,46038	7,29252	+/- 2,25
Estiske kroon	17,9936	15,6466	13,2996	+/- 15
Cypriotiske pund	0,673065	0,585274	0,497483	+/- 15
Lettiske lats	0,808225	0,702804	0,597383	+/- 15
Litauiske litas	3,97072	3,45280	2,93488	+/- 15
Maltesiske lira	0,493695	0,429300	0,364905	+/- 15
Slovenske tolar	275,586	239,640	203,694	+/- 15

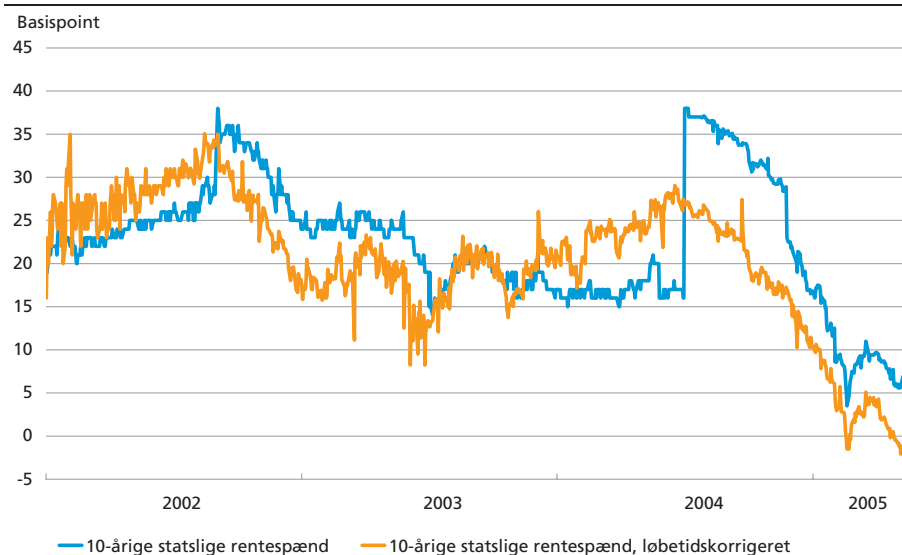
realkreditobligationer. Samtidig er der efterspørgsel efter obligationer med lang varighed fra livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne, der har langvarige pensions- og garantiforpligtelser. Det lave rentespænd skal desuden ses på baggrund af den økonomiske udvikling i Danmark med lav inflation, pæn vækst samt udsigt til fortsatte overskud på statsfinanserne og dermed lavere statsgæld.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdningerne og virksomhederne var i marts 2005 ca. 10 pct. højere end året før. Væksten har været stærkest i pengeinstitutternes udlån, jf. figur 8. Især er væksten i bankernes udlån til boligformål steget i forbindelse med øget udbredelse af de såkaldte prioritetslån med sikkerhed i boligen.

Udbredelsen af rentetilpasningslån med renteloft er steget markant siden renteloft i op til 30 år blev introduceret i oktober sidste år. Udeståendet af obligationer til finansiering af sådanne lån var ved udgangen af

10-ÅRIGT RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG TYSKLAND

Figur 7



Anm.: Det løbetidskorrigerede rentespænd er baseret på effektive renter for syntetiske statsobligationer med en restløbetid på præcis 10 år og udviser derfor ikke spring ved skift af toneangivende obligation (benchmark) på det danske eller tyske obligationsmarked. Sidste observation er 17. maj 2005.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

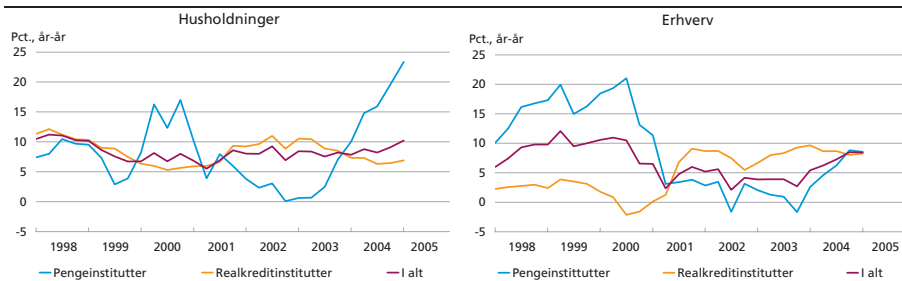
1. kvartal 2005 på 112 mia.kr. Nye varianter af rentetilpasningslån med renteloft er kommet til i indeværende år.

Der synes at være en tendens til øget produktkonkurrence og fokus på markedsandele på realkreditmarkedet. Sammen med den lidt lavere rente har det medført, at de ekstraordinære indfrielse til april-terminen udgjorde ikke mindre end 120 mia.kr. Tidligere, hvor realkreditmarkedet var domineret af fast forrentede obligationer, skulle der generelt større rentebevægelser til, før det gav anledning til konvertering.

I de senere år er husholdningerne via rentetilpasningslån og variabelt forrentede banklån blevet mere følsomme over for stigninger i de korte

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERS UDLÅNSVÆKST I DANMARK

Figur 8



Anm.: Pengeinstitutternes udlån er inkl. udlånet fra de udenlandske enheder.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

HUSHOLDNINGERNES LÅN I DANSKE PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Tabel 1

Ultimo	Mia.kr.				Pct. af lån i alt			
	Dec. 2002	Dec. 2003	Dec. 2004	Mar. 2005	Dec. 2002	Dec. 2003	Dec. 2004	Mar. 2005
Realkreditlån								
Fastforrentede med afdrag	697	679	592	538	56	51	40	36
Fastforrentede uden afdrag	0	3	32	43	0	0	2	3
Variabelt forrentede med afdrag.....	291	334	341	379	23	25	23	25
Variabelt forrentede uden afdrag ...	0	56	177	209	0	4	12	14
Realkreditlån i alt.....	988	1.072	1.141	1.169	80	80	78	77
Banklån								
Boligformål.....	58	69	109	112	5	5	7	7
Andre banklån.....	196	203	216	232	16	15	15	15
Banklån i alt.....	254	272	325	343	20	20	22	23
Lån i alt	1.242	1.344	1.466	1.513	100	100	100	100

Anm.: Husholdninger inkluderer selvstændige erhvervsdrivende. Fordelingen mellem fastforrentede lån, variabelt forrentede lån og lån med og uden afdrag er delvist skønnet ud fra realkreditlånenes fordeling på ejendomskategori og lånetype. Fastforrentede lån inkluderer indeksslån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

renter, jf. tabel 1. Introduktionen af rentetilpasningslån med renteloft i op til 30 år har senest bidraget til en større andel af variabelt forrentede lån. Sammenlignet med rentetilpasningslån uden renteloft afskærmer renteloftet dog boligejernes renteudgifter mod store stigninger i de korte renter.

DANSK ØKONOMI

Dansk økonomi befinder sig i et indenlandsk drevet opsving, der begyndte i sommeren 2003, med især det private forbrug som drivkraften. Væksten i det private forbrug på 4,3 pct. i 2004 var den største i 10 år. Forbrugsvæksten tog til gennem året, og forbruget var i 4. kvartal 2,9 pct. højere end kvartalet før. Forbrugsfremgangen vedrører stort set alle typer forbrug, men især husholdningernes bilkøb.

De faste bruttoinvesteringer steg med 4,7 pct. i 2004. Især væksten i maskininvesteringer var høj og stigende gennem 2004, hvilket afspejler indfasning af ny teknologi. Der var også stor fremgang i byggeaktiviteten. Byggeinvesteringerne over en årrække frem til 2004 er blevet revideret i nationalregnskabet.

Den stærke efterspørgselsvækst i 2004 rettede sig især mod importen, som steg 7,4 pct., mens produktionen i Danmark, målt ved BNP, steg med 2,4 pct. Produktionsvæksten førte ikke til en klar fremgang i beskæftigelsen i 2004, men der var tale om, at arbejdsløsheden faldt, og denne udvikling er fortsat med yderligere styrke i 2005, idet ledigheden er faldet fra 6,1 pct. i december 2004 til 5,9 pct. i marts 2005.

Arbejdsmarkedet har, som det er normalt, reageret med en vis forsinkelse på aktivitetsudviklingen. I regeringsgrundlaget fra februar er der opregnet en række muligheder for at øge arbejdsudbuddet, som hurtigt kan omsættes til konkrete forslag. En sådan udmøntning vil på kort sigt sikre en bedre harmoni i økonomien, så produktionen kan stige i nogenlunde samme takt som efterspørgslen. På længere sigt er konkrete initiativer uomgængelige, hvis man ikke ønsker et højere skattetryk eller en offentlig service, der ikke følger med tiden, når befolkningsudviklingen for alvor øger andelen af pensionister i befolkningen.

Det offentlige forbrug voksede i 2004 som helhed med 0,7 pct., dvs. i overkanten af regeringens målsætning på 0,5 pct.

Efter kraftig vækst i 1. halvår 2004 var udviklingen i eksporten afdæmpet i 2. halvår 2004. Det var sammenfaldende med en afbøjning i væksten på eksportmarkederne, især i euroområdet, mens den effektive kronekurs igennem en længere periode kun har udvist små udsving. Udenrigshandelsstatistikken viser, at vareeksporten i værdi var stort set uændret i 1. kvartal 2005 i forhold til slutningen af 2004.

Betalingsbalanceoverskuddet i 2004 blev 37 mia.kr., hvoraf søtransport udgjorde knap 16 mia.kr. Overskuddet faldt dermed med 9 mia.kr. i forhold til 2003. Overskuddet på handlen med energi i 2004 blev i størrelsesorden 17 mia.kr., men den samlede effekt på betalingsbalancen er dog mindre. Hovedparten af overskuddet efter skat tilfalder udlandet, da Dansk Undergrunds Konsortium, der udvinder gas og olie i Nordsøen overvejende er udenlandsk ejet. Overskuddet på betalingsbalancen var 8 mia.kr. i 1. kvartal 2005. En ændret opgørelsesmetode for betalingsbalancen betyder, at det er vanskeligt at sammenligne de månedlige betalingsbalancetal fra 2005 med tidligere år, jf. boks 4.

De indenlandske forudsætninger for, at opsvinget kan fortsætte, synes til stede. Renteniveauet er lavt, og der er forsat vækst i de disponible indkomster. Et andet væsentlig bidrag kommer fra lave forbrugerprisstigninger. Det stærke boligmarked og de nye udlånsformer er formentlig med til at trække forbrugstilbøjeligheden op.

Indikatorerne for forbruget ligger på et højt niveau og peger mod en fortsat robust forbrugsudvikling, selv om der kan være tegn på en afdæmpning af væksten i forhold til det høje niveau ved udgangen af 2004, jf. figur 9. Dankortbetalingerne peger i samme retning, jf. boks 5.

Boligpriserne er accelereret siden 2003. Årstigningstakten i prisen på parcel- og rækkehuse var i 1. kvartal 2005 den højeste siden 1998, og prisstigningerne på ejerlejligheder og fritidshuse har været endnu kraftigere, jf. figur 10.

Årsagen til de hastigt stigende ejendomspriser er utvivlsomt især den stigende realindkomst efter skat i den private sektor og faldende lange

ÆNDRET OPGØRELSE AF BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Boks 4

Fra 1. januar 2005 opgøres betalingsbalancen på en ny måde, hvor de væsentligste ændringer vedrører tjeneste- og formueposterne. Databruddet betyder, at man skal være varsom med at sammenligne med samme måned i tidligere år. Danmarks Statistik har for 4. kvartal beregnet betalingsbalancen på såvel ny som gammel metode, jf. nedenstående tabel. Det ses, at de to opgørelser på månedsbasis er meget forskellige, hvilket især skyldes tjenester samt løn- og formueindkomst.

GAMMEL VERSUS NY OPGØRELSE – 4. KVARTAL 2004

Hovedposter, nettoindtægter, mia.kr.	Oktober 04		November 04		December 04	
	Gl.	Ny	Gl.	Ny	Gl.	Ny
Varer	5,7	5,1	6,2	6,1	3,7	3,7
Tjenester	1,0	1,6	0,7	1,9	0,5	3,0
Løn- og formueindkomst	-1,5	-1,2	-5,2	-1,0	-0,5	-1,0
Overførsler	-2,2	-2,2	-1,6	-2,2	-2,4	-1,9
Løbende poster i alt	3,1	3,4	0,2	4,8	1,3	3,8

Anm: Den ny opgørelse for 4. kvartal 2004 er estimeret. Som følge af afrunding adderer underposterne ikke nødvendigvis til "Løbende poster i alt".

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Udenrigshandlen med tjenester opgøres nu anderledes end tidligere. Førhen blev Nationalbankens betalingsstatistik brugt som kildemateriale, men den faldt bort ved årsskiftet. Nu udsender Danmarks Statistik i stedet for spørgeskemaer. Ca. 400 virksomheder indberetter månedsvis og ca. 1.200 kvartalsvis. Der er ligeledes sket en del ændringer og udvidelser i kildematerialet, der ligger til grund for beregningen af underposten rejser. Det ny kildegrundlag vil på sigt gøre det muligt at opgøre udenrigshandlen med tjenester med større detaljeringsgrad og bedre geografisk opdeling. Som det fremgår af tabellen ovenfor, var overskuddet på handlen med tjenester højere i 4. kvartal 2004 ved den ny beregningsmetode.

Behandlingen af formueindkomst er ændret fra et betalings- til et optjeningsprincip. Den ændrede periodisering er bl.a. årsag til, at underskuddet på løn- og formueindkomst i 4. kvartal er skønnet til at være mindre ved den ny opgørelse, jf. tabellen ovenfor. I 4. kvartal var rentebetalingerne til udlandet store, og i den gamle opgørelse slår det fuldt ud på betalingstidspunktet, hvilket ikke er tilfældet i den nye. Formueindkomsten opgøres nu ud fra Nationalbankens nye indsamling af data til betalingsbalancens finansielle poster og kapitalbalancen. Opgørelserne baserer sig altovervejende på en række finansielle statistikker, hvoraf MFI- og værdipapirstatistikken er de vigtigste. Derudover bygger de på indberetninger fra ca. 750 virksomheder, der har betydelige finansielle mellemværender med udlandet.

Der er kun mindre justeringer i opgørelsen af resten af betalingsbalanceposterne, dvs. handel med varer, lønindkomst og overførsler.

renter. Desuden indebærer mulighederne for afdragsfrie lån, at ejendoms køb og opsparing er mindre tæt sammenknyttede end tidligere. Det har formentlig indebåret et løft i efterspørgslen og dermed priserne. Det begrænsede udbud af nye byggegrunde i visse områder har desuden understøttet prisudviklingen, fx i hovedstadsregionen. Endelig er

En væsentlig del af betalingerne i den danske detailhandel foregår i dag med dankort. Dankort A/S offentliggør ca. en uge efter en måneds udløb værdien af månedens dankortbetalinger. Danmarks Statistiks indeks for værdien af detailomsætningen offentliggøres med lidt længere tidsforsinkelse (udsendes ca. 30 dage efter referencemåned). Det åbner mulighed for, at dankortbetalingerne kan bruges som en tidlig indikator for detailomsætningen.

Den venstre del af figuren nedenfor viser årlige vækstrater i værdiindekset for detailomsætningen og dankortbetalingerne. Samvariationen mellem de to serier er tydelig – en høj år-til-år vækst i dankortbetalingerne er ofte sammenfaldende med en høj år-til-år vækst i detailomsætningen. Den generelt højere vækst i dankortbetalingerne end i detailomsætningen tyder på, at en stadig større del af husholdningernes varekøb over tid er blevet betalt med dankort. Den lave vækst i dankortbetalingerne i januar og februar 2005 skal ses i lyset af, at mange forretninger i disse måneder opkrævede et gebyr på 50 øre pr. dankorttransaktion.

Ved hjælp af regressionsanalyse kan man få et billede af dankortbetalingernes egenskaber som indikator. Estimeres modellen på data (årsvækstrater) fra januar 1998 til december 2003 fås følgende resultat (standardafvigelser i parentes)

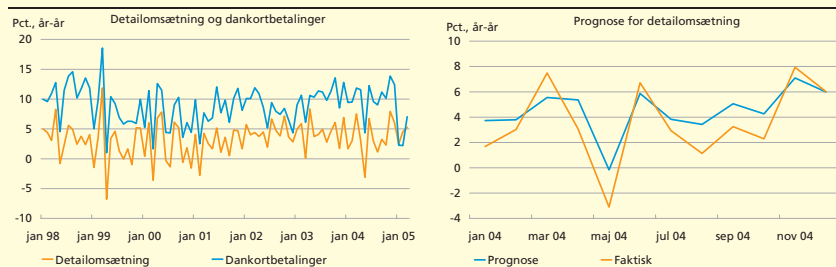
$$\text{Værdiindeks for detailomsætning}_t = 0,76 \text{ dankortbetalinger}_t - 0,03, \quad R^2 = 0,67$$

(0,06)
(0,006)

Ifølge ovenstående ligning vil en stigning i dankortbetalingerne på 10 pct. indikere en stigning i detailomsætningen på 4,6 pct. (= $10 \cdot 0,76 - 3$ pct.).

År-til-år væksten i dankortbetalingerne er således en signifikant indikator, hvilket bekræfter indtrykket fra den venstre del af figuren nedenfor. Den højre del af figuren viser, hvorledes modellen estimeret på data frem til december 2003 "forudsiger" væksten i værdien af detailomsætningen i 2004. Generelt er dankortbetalingerne en god indikator for detailomsætningen.

DETAILOMSÆTNING OG DANKORTBETALINGER SAMT PROGNOSE FOR DETAILOMSÆTNING



Anm.: Detailomsætningen er Danmarks Statistiks værdiindeks for detailomsætningen.

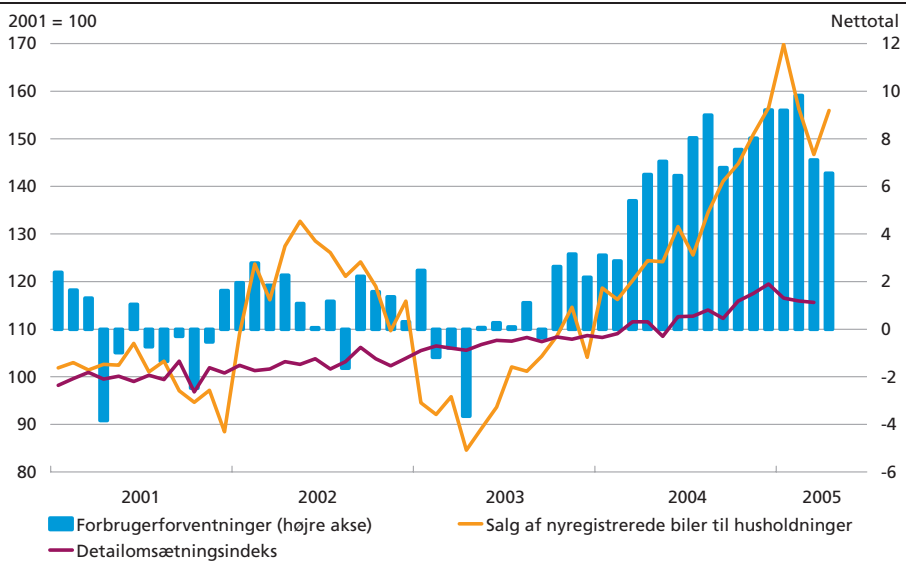
Kilde: Dankort A/S, Danmarks Statistik og egne beregninger.

begrænsningerne i ejendomsværdibeskatningen formentlig blevet aflejret som prisstigninger.

Det lave niveau for tvangsauktioner bekræfter, at husholdningernes økonomi under ét generelt er god.

INDIKATORER FOR PRIVATFORBRUGET

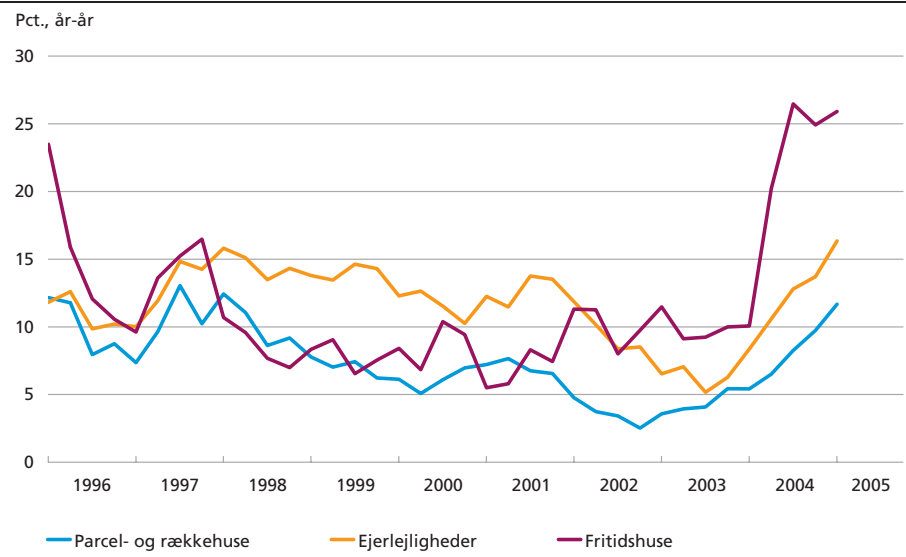
Figur 9



Anm.: Detailomsætningen er sæsonkorrigeret mængdeindeks.
Kilde: Danmarks Statistik.

STIGNING I BOLIGPRISER

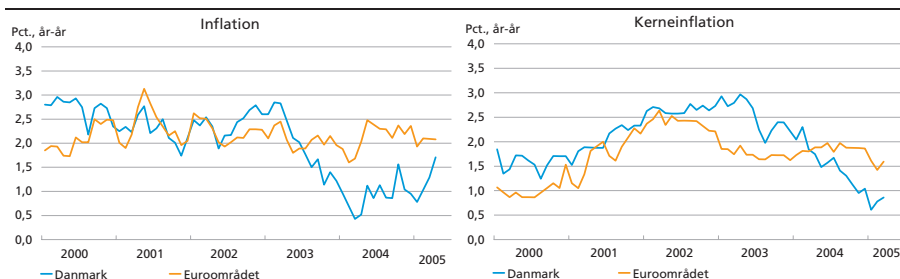
Figur 10



Kilde: Realkreditrådet.

INFLATION MÅLT VED HICP OG KERNEINFLATION

Figur 11



Anm.: Sidste observation for inflation er april 2005. Sidste observation for kerneinflation er marts 2005.

Kilde: Eurostat og Danmarks Statistik.

Pris- og lønudviklingen

Lønnen i den private sektor var i 4. kvartal 2004 2,8 pct. højere end året før ifølge Danmarks Statistik. Lønstigningstakten aftog i 2. halvår 2004, hvilket bl.a. skyldes, at der på en række overenskomstområder er aftalt en pause i forhøjelsen af pensionsbidraget i 2004. Afdæmpningen betyder, at lønstigningerne i industrien er kommet på niveau med stigningerne hos Danmarks samhandelspartnere, hvor lønstigningerne også er aftaget, men langt fra så markant som i Danmark. Den danske lønudvikling ligger dog fortsat over euroområdet. Høje produktivitetsstigninger i danske virksomheder over en årrække har dannet baggrund for, at inflationen er kravlet ned under euroområdets.

Der er indgået overenskomst for en 3-årig periode på det offentlige område. De samlede lønstigninger ligger på 9-10 pct. over de 3 år på både det kommunale og det statslige område.

Prisudviklingen er fortsat afdæmpet. Inflationen opgjort som den årlige stigningstakt i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, steg fra 0,8 pct. i januar til 1,7 pct. i april, jf. figur 11. Først og fremmest de højere energipriser medvirkede til stigningen. Kerneinflationen målt som årsstigningstakten i HICP-indekset ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak steg i februar og marts 2005 fra et beskedent niveau. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, er fortsat negativ, hvilket bl.a. afspejler at stigningen i importpriserne ikke er slået fuldt igennem på forbrugerpriserne, men derimod har presset avancerne og understøtter billedet af et beskedent indenlandsk inflationspres.

Samarbejdsaftale om finansiel overvågning

SAMARBEJDSAFTALE (MEMORANDUM OF UNDERSTANDING) OM FINANSIEL OVERVÅGNING MELLEM DANMARKS NATIONALBANK, FINANSMINISTERIET OG ØKONOMI- OG ERHVERVSMINISTERIET (DEPARTEMENTET OG FINANSTILSYNET)

Aftalens formål og de samarbejdende parterers ansvarsområder

§ 1. Aftalens formål er at bekræfte det uformelle og pragmatiske samarbejde, som parterne i årevis har haft.

Aftalen har også til formål at bidrage til øget gennemsigtighed om arbejdsdelingen mellem parterne og deres samarbejde.

§ 2. Nationalbanken, Finansministeriet, Økonomi- og Erhvervsministeriet (Departementet og Finanstilsynet) samarbejder med udgangspunkt i og med respekt af deres egne ansvarsområder på at fremme finansiel stabilitet.

§ 3. Aftalen tilsidesætter ikke parternes respektive ansvars- og kompetenceområder og begrænser ikke deres adgang til at træffe uafhængige beslutninger inden for deres respektive ansvarsområder.

§ 4. Finansiel stabilitet er af central betydning for økonomiens vækstgrundlag. Parterne er enige om, at samarbejdet også bør bidrage til at styrke effektiviteten i de finansielle virksomheder og på de finansielle markeder.

Det er et samtidigt mål at forebygge risikoen for dobbeltarbejde, herunder unødigt administrativ belastning af den finansielle sektor.

Samarbejdets indhold

§ 5. Samarbejdet tager sigte på at opretholde finansiel stabilitet og i påkommende tilfælde koordinere parternes håndtering af finansielle kriser.

Gode rammebetingelser for finansielle virksomheder og markeder spiller en afgørende rolle for finansiel stabilitet. Rammebetingelserne for finansiel virksomhed, herunder regulering og tilsyn skal derfor bidrage til at understøtte finansiel stabilitet.

Parterne vil i deres løbende samarbejde have særlig fokus på:

- Informationsindsamling
- Informationsudveksling
- Konsultation ved ændringer af relevante regler eller principper
- Samarbejde i relevante udvalg
- Samarbejde i internationale spørgsmål
- Udveksling af tjenester

§ 6. Ansvar for samarbejdet forankres i et koordinationsudvalg for finansiell stabilitet sammensat af repræsentanter for Nationalbanken, Finansministeriet og Økonomi- og Erhvervsministeriet (Departementet og Finanstilsynet). Økonomi- og Erhvervsministeriets departementschef varetager formandskabet.

Koordinationsudvalget mødes mindst hvert halve år og i øvrigt ved behov, herunder i forbindelse med hændelser af væsentlig betydning for den finansielle stabilitet.

Udvalget skal som faste punkter behandle:

- Situationen og udviklingen i den finansielle sektor
- Relevante udviklingstræk på de internationale markeder
- Udviklingen i internationalt samarbejde om finansiell regulering, herunder særligt i EU

Økonomi- og Erhvervsministeriets departement varetager sekretariatsfunktionen. De enkelte sager forberedes under respekt af gældende tavshedskrav, herunder regler om Finanstilsynets særlige tavshedspligt.

Procedurer og instrumenter ved krisestyring

§ 7. Såfremt den økonomiske situation i en finansiell virksomhed eller på et finansiell marked skønnes at rumme væsentlige risici for den finansielle stabilitet, skal sagen hurtigst muligt drøftes i koordinationsudvalget for finansiell stabilitet.

En løsning af det pågældende problem vil afhænge af de konkrete omstændigheder. Med henblik på at understøtte fremtidig finansiell stabilitet, vil aftalens fire parter arbejde på at finde løsninger, hvor ejere af basiskapital og ledelse i videst muligt omfang selv løfter ansvaret.

Parterne har pligt til løbende at vedligeholde en liste af kontaktpersoner for at sikre, at udvalget kan mødes med kort varsel.

Aftalens parter kan afholde krisestyingsøvelser.

§ 8. I forbindelse med sammenbrud i finansielle virksomheder eller markeder eller efter situationer med overhængende risiko herfor, skal koor-

dinationsudvalget for finansiel stabilitet efterfølgende foretage en vurdering af, om situationen har afsløret mangler eller uhensigtsmæssigheder i rammebetingelserne for finansiel virksomhed.

Hvis dette er konklusionen, har den ressortansvarlige myndighed ansvaret for at tage initiativ til de nødvendige ændringer.

§ 9. Såfremt en løsning undtagelsesvist nødvendiggør offentlige økonomiske forpligtelser som fx garantier med henblik på at tilvejebringe nødfinansiering, er parterne enige om i givet fald at arbejde for de procedurer, der tillader den hurtigst mulige omkostningseffektive løsning af hensyn til kontinuiteten af den finansielle aktivitet. Sådanne offentlige forpligtelser skal i givet fald bevilges af den kompetente myndighed. Nationalbanken træffer i den henseende i givet fald også uafhængigt beslutning om eventuel medvirken.

Sådanne sager koordineres i nødvendigt omfang med andre ansvarlige institutioner, herunder særligt Garantifonden for Investorer og Indskydere og Garantifonden for Skadesforsikring.

Særskilt samarbejde mellem Nationalbanken og Finanstilsynet

§ 10. Nationalbanken og Finanstilsynet har løbende driftsmæssige opgaver i forhold til finansiel stabilitet og har derfor indgået en særskilt samarbejdsaftale, herunder om stabiliteten af det finansielle system. I relevante tilfælde forelægges sager herfra koordinationsudvalget for finansiel stabilitet.

Respekt af internationalt samarbejde

§ 11. Samarbejdet foregår i respekt af relevante internationale aftaler.

Inddragelse af andre myndigheder

§ 12. Koordinationsudvalget for finansiel stabilitet kan invitere andre relevante myndigheder til drøftelserne, fx Danmarks Statistik vedrørende informationsindsamling.

Beslutningstagning og ændring af aftalen

§ 13. Koordinationsudvalget for finansiel stabilitet udfører alene opgaver af rådgivende og koordinerende art.

§ 14. Nærværende aftale vurderes mindst hvert andet år eller på anmodning fra en af aftaleparterne med henblik på eventuel revision.

Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen

*Jakob Lage Hansen, Handelsafdelingen og Peter Ejler Storgaard,
Økonomisk Afdeling*

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Kapitalbevægelserne på tværs af landegrænser er steget i omfang de senere år, både til og fra Danmark og internationalt. Samtidig er interessen for at studere sammenhængen mellem kapitalstrømme og valutakurser vokset i den økonomiske litteratur.

Traditionelt har valutakursmodeller forsøgt at forklare valutakurser med udviklingen i forskellige makroøkonomiske variabler, fx pengemængde, rente og inflation. Disse modeller har dog haft begrænset empirisk succes. En del af den nyere forskning har i stedet fokuseret på mikroøkonomiske forklaringer, som fx lagerstyring hos valutahandlere. Intuitionen bag lagerstyring er, at valutahandlere normalt justerer deres priser for køb og salg af valuta til og fra deres lager i takt med købs- og salgsordrerne på valutamarkedet. Herved sikrer valutahandleren, at hans lager ikke bliver uønsket stort eller lille. Når der er en overvægt af købsordrer sættes priserne op, mens de sættes ned, når der er en overvægt af salgsordrer. I det omfang kapitalbevægelser leder til købs- eller salgsordrer på valutamarkedet, kan det således påvirke valutakursen.

Artiklen undersøger kortsigtssammenhængen mellem kapitalstrømme til og fra Danmark og udviklingen i kronens kurs over for euroen i perioden 1999-2004.

Det vises til en begyndelse, at mens der er en signifikant sammenhæng mellem kronekursen og kapitalstrømme fra porteføljeinvesteringer på månedlig basis, er det ikke muligt at finde en kronekurseffekt af kapitalstrømme fra direkte investeringer og anden kapitalimport.

Derfor fokuserer den resterende del af analysen på porteføljeinvesteringer. Porteføljeinvesteringerne kan i perioden opgøres på ugentlig basis, og det er dermed muligt at gennemføre undersøgelsen på højere frekvens end andre studier, der anvender måneds- eller kvartalstal.

Der findes en signifikant sammenhæng mellem ugentlige kronekursændringer og kapitalstrømme knyttet til porteføljeinvesteringer. En

kapitalimport på 10 mia.kr. styrker i gennemsnit kronen 12 øre pr. 100 euro (fx fra 746,00 kr. til 745,88 kr. pr. 100 euro).

Dernæst undersøges forskellige opdelinger af porteføljeinvesteringerne på instrumenter, sektorer og modpartslande. Resultaterne peger bl.a. på, at danskeres handel med udenlandske aktier påvirker kronekursen mere end en tilsvarende handel med udenlandske obligationer. Det kan skyldes, at valutakursrisikoen i højere grad afdækkes ved obligationsinvesteringer end ved aktieinvesteringer.

Forsikrings- og pensionssektorens handel med både udenlandske aktier og obligationer bidrager signifikant til forklaringen af ændringer i kronekursen. Sektoren synes at have fået stigende betydning for kronekursen i de senere år.

Porteføljeinvesteringer til og fra euroområdet påvirker kronekursen mere end tilsvarende porteføljeinvesteringer til og fra resten af verden. Det kan skyldes, at markedsdeltagere i mindre grad valutakursafdækker investeringer til og fra euroområdet som følge af den danske fastkurspolitik over for euro.

De overordnede resultater er robuste over for inddragelsen af yderligere variabler (Nationalbankens intervention på valutamarkedet og rentespændet mellem Danmark og euroområdet) til forklaring af udviklingen i kronekursen.

KAPITALBEVÆGELSER OG KRONEKURSEN

Nationalbanken opgør kapitalbevægelserne til og fra Danmark på månedsbasis. I figur 1 vises kapitalbevægelserne opdelt på porteføljeinvesteringer, direkte investeringer og anden kapitalimport. Gennem det meste af perioden 1999-2004 har porteføljeinvesteringerne netto ført til eksport af kapital, og svingningerne fra måned til måned har været betydelige. I starten af perioden førte direkte investeringer til en indstrømning af kapital til Danmark, men siden har de direkte investeringer overordnet set været i balance, og udsvingene har været mindre end for porteføljeinvesteringerne.

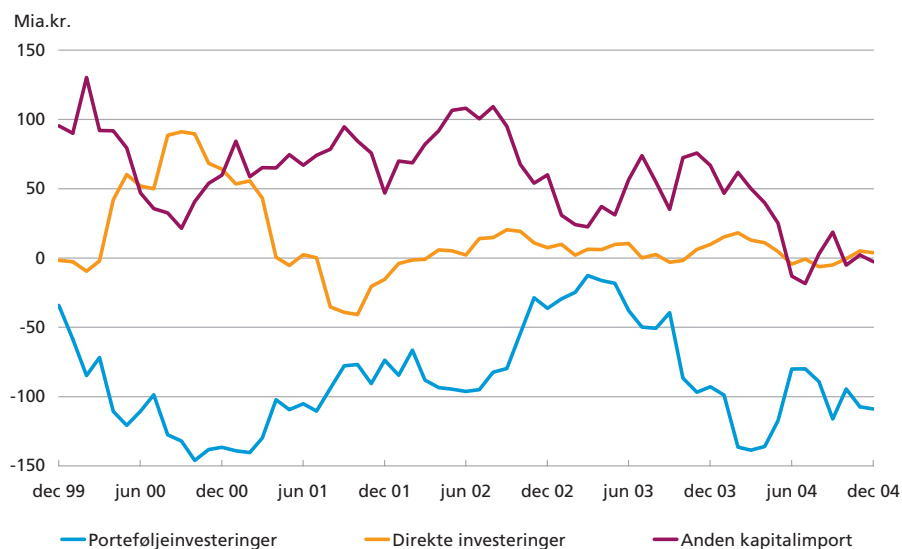
I perioden 1999-2004 blev porteføljeinvesteringerne indberettet til Nationalbankens betalingsstatistik på daglig basis, og de kan derfor opgøres med højere frekvens end andre kapitalbevægelser.¹ Ved indgangen til 2005 blev betalingsstatistikken imidlertid omlagt, så også indberetningen af porteføljeinvesteringer fremover sker månedligt, jf. Danmarks Nationalbank (2005).²

¹ Der er dog dele af porteføljeinvesteringerne, der kun blev opgjort månedligt, jf. Tryde (1999). Data og metode er nærmere beskrevet i appendiks.

² Indberetningen er ændret for fremadrettet at få et mere robust datagrundlag for opgørelsen og samtidig formindske erhvervslivets indberetningsbyrde væsentligt.

KAPITALBEVÆGELSER

Figur 1

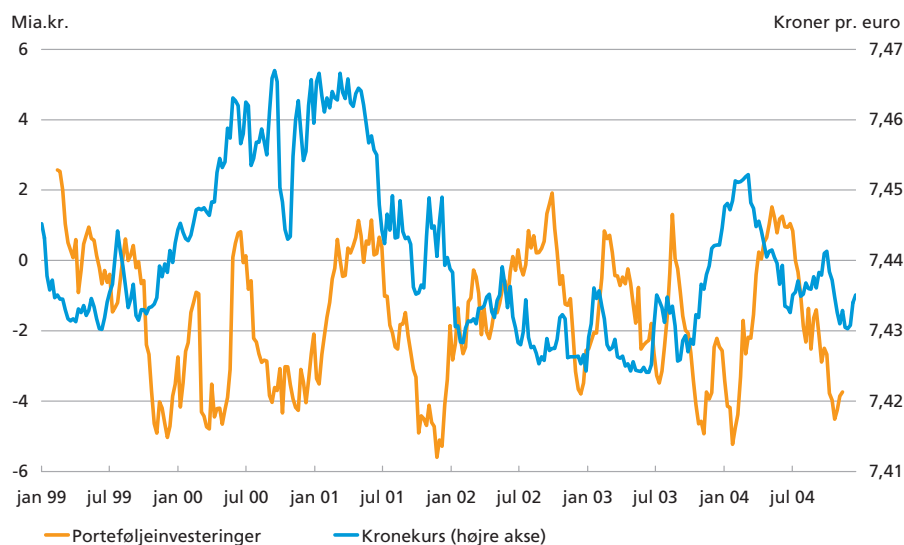


Anm.: Månedlige observationer. Kapitalbevægelserne er opgjort som nettokapitalimport og er vist som en løbende sum over 12 måneder. Anden kapitalimport omfatter bl.a. lån og indskud i banker.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

UGENTLIGE PORTEFØLJEINVESTINGER OG KRONEKURSEN

Figur 2

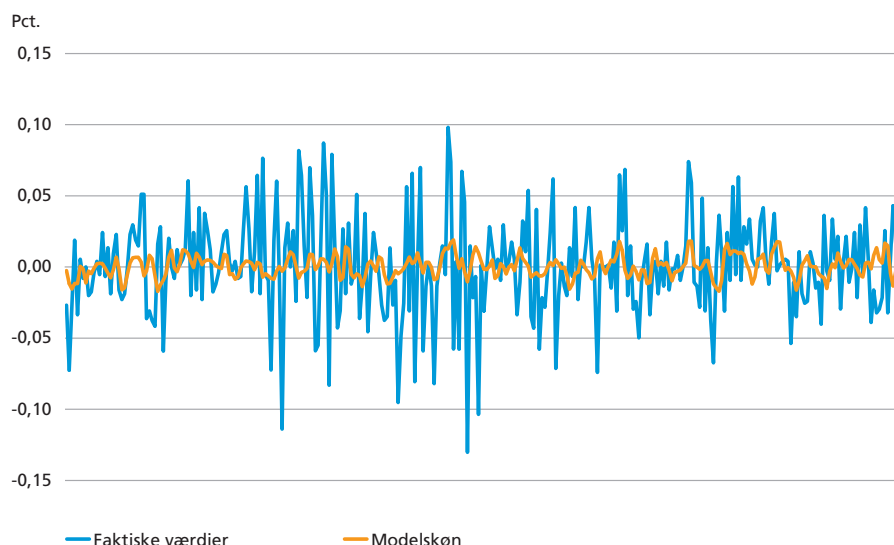


Anm.: Ugentlige observationer. Porteføljeinvesteringerne er opgjort som nettokapitalimport og er vist som et centreret glidende gennemsnit over 12 uger.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

UGENTLIGE PROCENTVISE ÆNDRINGER I KRONEKURSEN: FAKTISKE VÆRDIER OG MODELSKØN

Figur 3



Anm.: Positive værdier svarer til en svækkelse af kronen over for euroen. Modelskøn er fittede værdier baseret på modellen i tabel 2.

Figur 2 viser et 12-ugers glidende gennemsnit af porteføljeinvesteringerne sammen med kronekursen (kroner pr. euro).¹ Figuren giver et førstehåndsindtryk af sammenhængen mellem porteføljeinvesteringerne og kronekursen i de senere år. Mens det er muligt fx at identificere perioder, hvor en udstrømning af kapital fra Danmark (et fald i nettokapitalimporten vedrørende porteføljeinvesteringer) har været sammenfaldende med en svækkelse af kronen (en stigning i kroneprisen på euro), er det ligeledes klart, at andre faktorer også har haft betydning for udviklingen i kronekursen.

I analysen af sammenhængen mellem porteføljeinvesteringer og kronekursen opstilles i de følgende afsnit en række regressionsmodeller for perioden 1999-2004. Med udgangspunkt heri testes artiklens grundlæggende hypotese, at indstrømning af kapital til Danmark fører til en styrkelse af kronen. Ud fra modellerne er det også muligt at opgøre, hvor stor en ændring af kronekursen, der kan henføres til kapitalstrømme knyttet til porteføljeinvesteringer. Figur 3 viser de faktiske ugentlige ændringer i kronekursen sammen med "forklaringsbidraget" fra en af de opstillede modeller. Også heraf fremgår det tydeligt, at kronekursen ikke alene er bestemt af porteføljestrømme til og fra Danmark.

¹ Fastkurspolitikken over for euro indebærer, at kronens kurs over for andre valutaer primært er drevet af udviklingen i euro over for andre valutaer.

LITTERATUREN OM VALUTAKURSER OG KAPITALBEVÆGELSER

Traditionelle valutakursmodeller har været dårlige til at forklare udviklingen i valutakurser, i hvert fald på kort sigt.¹ Men de senere års økonomiske litteratur indeholder flere eksempler på, at kapitalbevægelser er blevet inkluderet i valutakursmodeller i et forsøg på at forbedre modellernes evne til at forklare udviklingen i valutakurserne.

Brooks, Edison, Kumar og Sløk (2001) undersøger bl.a., om kapitalstrømme knyttet til porteføljeinvesteringer og direkte investeringer kan bidrage til at forklare udviklingen i dollar over for euro og yen. Den empiriske analyse baseres på kvartalstal fra 1988 til 2000. Ved hjælp af regressionsanalyse findes, at kapitalstrømme forbundet med porteføljeinvesteringer mellem USA og euroområdet har haft en signifikant effekt på euro/dollarkursen, mens effekten af kapitalstrømme med baggrund i direkte investeringer ikke har været signifikant. For yen/dollarkursen findes derimod kun en effekt fra det lange rentespænd.

Hau og Rey (2002) argumenterer for, at investorers porteføljeomlægninger vil give anledning til ordrestømme på valutamarkedet. Givet "mikrostruktur"-litteraturens² resultat, at der er en signifikant sammenhæng mellem ordrestømme og valutakursændringer, er deres hypotese, at der også er en sammenhæng mellem porteføljeinvesteringsstrømme og valutakurser. Hau og Rey tester sammenhængen mellem indstrømning af porteføljeinvesteringer i aktier og valutakursen på månedlige tal fra 1980 til 2001. I perioden siden 1990 er korrelationen positiv og signifikant, når man ser på alle 17 OECD lande samlet over for USA.

Siourounis (2003) indeholder også en empirisk analyse af sammenhængen mellem kapitalbevægelser og valutakurser. Datasættet er månedlige tal fra 1988 til 2000 for USA over for UK, Tyskland, Japan og Schweiz. Siourounis finder, at nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer i aktier til USA fra UK, Tyskland eller Schweiz giver en signifikant apreciering af dollar i overensstemmelse med Hau og Reys (2002) teoretiske model, mens porteføljeinvesteringsstrømme i obligationer ikke har nogen effekt på dollaren. Siourounis rapporterer også, at en model udvidet med porteføljestrømme i aktier for nogle af valutaerne og i nogle perioder er i stand til at forudsige valutakurserne bedre end en "random walk" model.

¹ Jf. Meese og Rogoff (1983).

² Jf. fx Lyons (2001).

KRONEKURSEN FORKLARET VED NETTOKAPITALIMPORT OPDELT PÅ TYPE

Tabel 1

Forklarende variabel	Koefficientskøn
Porteføljainvesteringer	- 0,00180 **
Direkte investeringer	- 0,00096
Anden kapitalimport.....	- 0,00074
Konstantled	- 0,00237
Antal observationer: 66 Forklaringsgrad (R^2): 0,11 F-test: 2,667 *	

Anm.: MKM-estimation. Månedstal. En, to eller tre stjerner angiver signifikans på henholdsvis et 10, 5 eller 1 pct. niveau. Den forklarede variabel er månedlige ændringer i kronekursen målt i pct. Kapitalstrømmene er opgjort i mia.kr. Et negativt koefficientskøn betyder, at indstrømning af kapital til Danmark styrker kronen over for euroen. Som beskrevet i appendiks er visse observationer ikke medtaget i estimationen. F-testen er en test af nulhypotesen, at alle forklarende variable på nær konstantleddet har koefficient lig nul.

KAPITALBEVÆGELSER OG KRONEKURS PÅ MÅNEDSBASIS

En simpel model for kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen estimeret på månedlige tal er gengivet i tabel 1. Modellen estimeres ligesom de fleste af de efterfølgende modeller med mindste kvadraters metode (MKM), som i fx Brooks et al. (2001). Castrén (2004) anvender GMM-estimation med det argument, at kausaliteten også går fra valutakurser til porteføljainvesteringer. I denne analyse antages, at den lave volatilitet i kronekursen betyder, at beslutninger om porteføljainvesteringer ikke afhænger af udviklingen i kronekursen.

Nettokapitalimporten deles op på tre typer, jf. figur 1, porteføljainvesteringer, direkte investeringer og anden kapitalimport. Kapitalstrømme i forbindelse med porteføljainvesteringer har en signifikant effekt på kronekursen, og fortegnet på den estimerede koefficient er som forventet – en indstrømning af kapital til Danmark fører til en styrkelse af kronen. Regressionen viser, at en nettokapitalimport i form af porteføljainvesteringer på 10 mia.kr. i gennemsnit giver en styrkelse af kronen på $10 \cdot 0,0018 = 0,018$ pct. svarende til 13 øre pr. 100 euro. De to stjerner efter koefficientskønnet indikerer, at koefficienten er signifikant forskellig fra nul på et 5 pct. niveau.

Kapitalstrømme som følge af direkte investeringer og anden kapitalimport har derimod ikke haft signifikant effekt på kronekursen i den betragtede periode, men fortegnene er dog som forventet. For de direkte investeringers vedkommende kan fraværet af en signifikant effekt skyldes, at fusioner og virksomhedsovertagelser ofte sker i form af aktiebytte og ikke afregnes kontant.¹ Nogle dage rapporterer markedsdeltagere, at valutakursbevægelser skyldes forlydender om virksomhedsovertagelser svarende til, at valutakursen påvirkes, før betalingen har

¹ Jf. fx Brooks et al. (2001).

fundet sted. Desuden domineres de direkte investeringer i nogle måneder af store transaktioner, hvilket kan medvirke til at øge usikkerheden omkring skønnet på kronekurseffekten.

Kapitalbevægelserne forklarer 11 pct. af variationen i kronekursen, hvilket er lavt, men ikke ualmindeligt i forhold til lignende analyser af andre lande.

Hvis de insignifikante variabler (direkte investeringer og anden kapitalimport) tages ud af modellen, ændres skønnet på porteføljeinvesteringernes kronekurseffekt fra -0,00180 til -0,00111, og forklaringsgraden falder lidt til 10 pct.

UGENTLIGE PORTEFØLJESTRØMME OG KRONEKURSEN

Den indledende analyse på basis af månedlige tal pegede på, at kapitalstrømme vedrørende porteføljeinvesteringer kunne bidrage til at forklare udviklingen i kronekursen, mens der ikke var nogen signifikant sammenhæng mellem kronekursen og henholdsvis direkte investeringer og anden kapitalimport. I det følgende fokuseres derfor på porteføljeinvesteringerne, der som beskrevet ovenfor findes på ugentlig basis for perioden 1999-2004.

Samlet nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer

Først estimeres en model, hvor de ugentlige ændringer i kronekursen forsøges forklaret med den samlede nettostrøm af porteføljeinvesteringer til Danmark.¹ Regressionsresultaterne er vist i tabel 2.

Indstrømning af kapital i form af porteføljeinvesteringer har en signifikant effekt på kronekursen både i samme uge og i ugen efter.² Hvis der i en uge netto har været indadgående porteføljeinvesteringer for 10 mia.kr. har det i den analyserede periode betydet, at kronen i gennemsnit er blevet styrket med 6 øre pr. 100 euro i samme uge og yderligere 6 øre pr. 100 euro i den efterfølgende uge. Den samlede effekt estimeres således til 12 øre pr. 100 euro, hvilket er lidt højere end i modellen estimeret på månedlige tal (8 øre pr. 100 euro).³

Modellen forklarer 5 pct. af de ugentlige udsving i kronekursen. Så vidt vides eksisterer der ikke andre studier af sammenhængen mellem

¹ For at sikre en velspecificeret dynamisk struktur i modellerne inkluderes som udgangspunkt et lag på de forklarende variabler. Herefter testes modellen ned til en enklere struktur ved iterativt at eliminere variabler, hvis parametre er insignifikante på et 10 pct. niveau.

² Inklusion af kronekursændringen i ugen før som forklarende variabel ændrer ikke herved: Den tilhørende koefficient er ikke signifikant forskellig fra nul, og de øvrige parameterestimater og forklaringsgraden er så godt som uændrede.

³ Her sammenlignes med den ovenfor nævnte månedlige model, hvor de insignifikante forklarende variabler (direkte investeringer og anden kapitalimport) er elimineret.

**KRONEKURSEN FORKLARET VED NETTOINDSTRØMNING AF
PORTEFØLJEINVESTERINGER**

Tabel 2

Forklarende variabel	Koefficientskøn
Samlet porteføljestrøm	- 0,00075 **
Samlet porteføljestrøm (-1).....	- 0,00086 **
Konstantled	- 0,00184
Antal observationer: 301 Forklaringsgrad (R^2): 0,05 F-test: 7,184 ***	

Anm.: MKM-estimation. Ugentlige tal. En, to eller tre stjerner angiver signifikans på henholdsvis et 10, 5 eller 1 pct. niveau. "(-1)" efter variabelnavnet indikerer, at variabelen er lagget en uge. Den forklarede variabel er ugentlige ændringer i kronekursen målt i pct. Porteføljestrømmen er opgjort i mia.kr. Et negativt koefficientskøn betyder, at indstrømning af kapital til Danmark styrker kronen over for euroen. Som beskrevet i appendiks er visse observationer ikke medtaget i estimationen. F-testen er en test af nulhypotesen, at alle forklarende variable på nær konstantleddet har koefficient lig nul.

kapitalbevægelser og valutakurser på ugebasis, der kan anvendes til vurdering af forklaringsgradens størrelse.

Der kan være flere årsager til, at også porteføljestrømmen i ugen før bidrager signifikant til forklaringen af kronekursen. For det første er der som beskrevet i appendiks ikke fuldstændig tidsmæssig overensstemmelse mellem variableerne i modellen. Den approksimation, der anvendes til at ændre porteføljeinvesteringernes datering fra afviklingsdag til handelsdag, kan give anledning til, at en faktisk samtidig effekt fremstår som en forsinket effekt i modellen. En anden mulig forklaring er, at bankerne ikke altid straks afdækker en given kundehandel på valutamarkedet, men i stedet selv tager en valutaposition. Hvis det er tilfældet, kan påvirkningen af valutakursen blive forsinket. Mere generelt handler investorerne ikke nødvendigvis valuta samme dag, som de handler aktier og obligationer.

Det er interessant at sammenholde den estimerede effekt af kapitalimport i form af porteføljeinvesteringer med eksisterende skøn på kronekurseffekten af Nationalbankens interventioner på valutamarkedet. Andersen (2005) analyserer Nationalbankens interventioner i perioden januar 1999 – september 2004 og finder, at interventionskøb af kroner for 10 mia.kr. i gennemsnit giver en styrkelse af kronen på 14 øre pr. 100 euro.¹

De givne estimater for kronekurseffekten af interventioner og kapitalstrømme på baggrund af porteføljeinvesteringer er ikke fuldt sammenlignelige, idet de er baseret på forskellige modeller og estimationsmetoder. Med det forbehold in mente, tyder overensstemmelsen mellem resultaterne på, at Nationalbankens køb og salg af valuta i markedet i de senere år ikke har haft markant anderledes indflydelse på kronekursen end andre aktørers valutahandler af tilsvarende størrelse.

¹ Estimatet er betinget på, at interventionen opfylder "retningskriteriet", dvs. at kronen faktisk styrkes efter et interventionskøb af kroner, jf. Andersen (2005).

KRONEKURSEN FORKLARET VED NETTOINDSTRØMNING AF
PORTEFØLJEINVESTINGER OPDELT PÅ INSTRUMENTER

Tabel 3

Forklarende variabel	Koefficientskøn
Danske obligationer (-1)	- 0,00097 **
Udenlandske aktier	- 0,00465 ***
Udenlandske obligationer	- 0,00261 ***
Konstantled	- 0,00501 **
Antal observationer: 301 Forklaringsgrad (R^2): 0,07 F-test: 7,412 ***	

Anm.: Se anmærkningen til tabel 2.

De ensartede kronekurseffekter af Nationalbankens intervention og de samlede porteføljestrømme til og fra Danmark er konsistente med de teoretiske resultater i Lyons (2001, kapitel 8). Inden for rammerne af en økonomisk model argumenterer Lyons for, at centralbankers *steriliserede* interventioner på valutamarkedet bør have samme valutakurseffekt som private kapitalbevægelser, når interventionen ikke indeholder signaler om den fremtidige pengepolitik. Hovedparten af Nationalbankens interventioner på valutamarkedet de senere år kan bedst beskrives som steriliserede, idet de har fundet sted under rolige forhold på valutamarkedet og ikke har påvirket den korte rente. Abildgren (2005) gennemgår forskellen på steriliseret og ikke-steriliseret intervention.

Aktier og obligationer

Tidligere studier har fundet større valutakurseffekter af kapitalstrømme forbundet med porteføljeinvesteringer i aktier end af strømme forbundet med investeringer i obligationer.¹ I det følgende undersøges, om noget lignende gør sig gældende for sammenhængen mellem kronekursen og porteføljeinvesteringer til og fra Danmark.

Tabel 3 viser estimationsresultaterne for en model, hvor porteføljeinvesteringerne er opdelt på fire instrumenter: Udlændinges handel med danske aktier og danske obligationer samt danskeres handel med udenlandske aktier og udenlandske obligationer. Det er ikke muligt at identificere en signifikant kronekurseffekt af kapitalstrømme forbundet med investering i danske aktier, men strømme i forbindelse med de tre øvrige instrumenter har signifikante effekter og det forventede fortegn. Forklaringsgraden er desuden steget lidt i forhold til modellen med den samlede porteføljestrøm.

Punktestimatet på effekten af kapitalstrømme, der kan henføres til porteføljeinvesteringer i udenlandske aktier, er numerisk betydeligt større end det tilsvarende estimat for udenlandske obligationer, og en

¹ Jf. fx Siourounis (2003).

KRONEKURSEN FORKLARET VED NETTOINDSTRØMNING AF PORTEFØLJE-
INVESTERINGER OPDELT PÅ INSTRUMENTER OG INDENLANDSKE SEKTORER

Tabel 4

Forklarende variabel	Koefficientskøn
Danske obligationer (-1)	- 0,00095 **
Udenlandske aktier – forsikring og pension	- 0,00466 **
Udenlandske obligationer – forsikring og pension	- 0,00344 ***
Udenlandske aktier – andre sektorer	- 0,00530 **
Konstantled.....	- 0,00445 *
Antal observationer: 301	Forklaringsgrad (R ²): 0,07
	F-test: 5,759 ***

Anm.: Se anmærkningen til tabel 2.

statistisk test viser, at aktiekoefficienten numerisk er signifikant større end obligationskoefficienten.¹ En mulig forklaring på dette resultat er, at valutakursrisikoen ved aktiekøb afdækkes i mindre grad end ved obligationskøb (Brooks et al., 2001).² Resultatet kan dog ikke genfindes for strømme knyttet til danske værdipapirer, idet der som nævnt ikke er nogen signifikant kronekurseffekt af kapitalstrømme i forbindelse med porteføljeinvesteringer i danske aktier i den analyserede periode.

Den danske forsikrings- og pensionssektor³

Indenlandske forsikrings- og pensionssektors valutahandler nævnes af markedsdeltagere som vigtige for udviklingen i kronekursen. For at få et indtryk af, om forsikrings- og pensionssektoren adskiller sig fra økonomiens øvrige sektorer, estimeres en model, hvor de samlede danske porteføljeinvesteringer i udenlandske aktier og obligationer er delt op på forsikrings- og pensionssektoren og andre sektorer.

Forsikrings- og pensionssektorens handel med udenlandske værdipapirer indgår signifikant i forklaringen af kronekursen, jf. tabel 4. For andre indenlandske sektorer taget under ét er det kun strømme knyttet til investeringer i udenlandske aktier, der indgår signifikant i modellen. Der er ikke signifikant forskel på aktie- og obligationskoefficienterne inden for forsikrings- og pensionssektoren og heller ikke mellem aktiekoefficienterne for forsikrings- og pensionssektoren og andre sektorer.

En undersøgelse af modellens stabilitetsegenskaber viser tegn på et strukturelt brud i andet halvår 2000. Estimation af modeller for to delperioder – før og efter afstemningen om dansk deltagelse i euroen i efteråret 2000 – giver ganske forskellige resultater.⁴ I perioden før euroafstemningen er strømme i forbindelse med andre sektors køb af

¹ P-værdien er 8 pct. (en-sidet test).

² Rangvid (2004) diskuterer afdækning af valutakursrisiko ved investering i internationale værdipapirer.

³ Pensions- og forsikringssektoren inkluderer her sociale kasser og fonde (bl.a. ATP).

⁴ Det præcise valg af brudtidspunkt er til dels vilkårligt.

udenlandske aktier signifikant med forventet fortegn, mens der ikke kan identificeres nogen signifikant kronekurseffekt af strømme knyttet til forsikrings- og pensionssektorens køb af udenlandske værdipapirer. Efter euroafstemningen findes stort set det modsatte resultat: Forsikrings- og pensionssektorens køb af både udenlandske aktier og obligationer indgår signifikant med det forventede fortegn¹, mens variablerne knyttet til andre sektors porteføljeinvesteringer i udlandet ikke er signifikante. Ændringen i sammensætningen af signifikante forklarende variabler fra første til anden delperiode indikerer, at forsikring og pensionssektoren er blevet vigtigere for udviklingen i kronekursen over tid.²

Euroområdet

Kronens værdi over for euroen har som følge af fastkurspolitikken været stabil i den betragtede periode, mens kronekursen over for andre valutaer har fluktueret i takt med udsvingene mellem disse valutaer og euroen. En hypotese er, at denne forskel i valutakursvolatilitet har givet sig udslag i forskelle i investorernes afdækning af valutakursrisici. Mere specifikt er hypotesen, at danske investorer afdækker valutakursrisikoen i forbindelse med køb af euroaktiver i mindre grad end ved køb af aktiver denomineret i andre valutaer, mens investorer fra euroområdet afdækker køb af danske aktiver i mindre grad end investorer fra resten af verden. Hvis det er tilfældet, vil man forvente, at strømme i forbindelse med porteføljeinvesteringer til og fra euroområdet har større effekt på kronekursen end strømme til og fra resten af verden.

Først estimeres en model, hvor kapitalstrømmene knyttet til porteføljeinvesteringer opdeles efter, hvorvidt de vedrører euroområdet eller resten af verden. Resultatet er, at strømme til og fra euroområdet har en numerisk signifikant større effekt på kronekursen. Hvis strømmene også splittes op på instrumenter, fremkommer modellen vist i tabel 5.

Kapitalstrømme på baggrund af euroområdets investorers køb og salg af danske obligationer påvirker kronekursen signifikant, hvilket også er tilfældet for strømme i forbindelse med danskeres handel med såvel aktier som obligationer fra euroområdet. Den stærkeste påvirkning af kronekursen kommer fra strømme i forbindelse med danskeres handel med aktier fra euroområdet, og denne effekt er numerisk signifikant større end effekten fra danskeres handel med obligationer fra euroområdet.³

¹ For forsikrings- og pensionssektoren er aktiekoefficienten numerisk større end obligationskoefficienten på et 8 pct. signifikansniveau.

² En mulig forklaring er porteføljeomlægninger i forbindelse med ændringerne i reguleringen af forsikrings- og pensionssektoren.

³ Der er ikke signifikant forskel på koefficienterne hørende til danskeres handel med udenlandske obligationer fra henholdsvis euroområdet og resten af verden.

KRONEKURSEN FORKLARET VED NETTOINDSTRØMNING AF PORTEFØLJE-
INVESTERINGER OPDELT PÅ INSTRUMENTER OG MODPARTSLAND

Tabel 5

Forklarende variabel	Koefficientskøn
Danske obligationer – euroområdet (-1)	- 0,00171 **
Udenlandske aktier – euroområdet	- 0,01091 ***
Udenlandske obligationer – euroområdet	- 0,00212 *
Udenlandske obligationer – resten af verden (-1)	- 0,00356 **
Konstantled.....	- 0,00461 *
Antal observationer: 301	Forklaringsgrad (R^2): 0,08
	F-test: 6,071 ***

Anm.: Se anmærkningen til tabel 2.

Generelt er resultaterne konsistente med den opstillede hypotese, at porteføljeinvesteringer til og fra euroområdet afdækkes i mindre grad end investeringer til og fra resten af verden.

RESULTATERNES ROBUSTHED OVER FOR INTRODUKTION AF ANDRE FORKLARENDE VARIABLER

Indtil nu har modellerne fokuseret på porteføljeinvesteringernes betydning for de ugentlige bevægelser i kronekursen. Men som diskuteret ovenfor, er det givet, at også andre faktorer påvirker kronekursen. Derfor undersøges i det følgende, om resultaterne ændres, når der tages højde for effekten af to andre forklarende variable: Nationalbankens interventioner og ændringer i det korte rentespænd mellem Danmark og euroområdet.¹

Først medtages Nationalbankens interventionskøb af valuta i den simple model, der blev vist i tabel 2. Man kan imidlertid ikke som for porteføljestrømmenes vedkommende antage, at Nationalbankens intervention er eksogen og ikke påvirkes af kronekursændringer. Derfor må instrumentvariabel (IV) estimation anvendes i stedet for mindste kvadraters metode. Som instrument anvendes interventionen i den foregående uge og tidligere ugers kronekursændring.

Regressionsresultaterne er vist i tabel 6. Porteføljestrømmene i denne og sidste uge er signifikante som i modellen uden intervention, og koefficientestimerne er så godt som uændrede fra tabel 2. I denne model er interventionsvariablen ikke signifikant², men punkttestimatet har det

¹ Udeladelse af relevante forklarende variable vil være et problem, fordi det giver ikke-centrale koefficientskøn.

² Interventions manglende signifikans i regressionen i tabel 6 kan hænge sammen med, at regressionsanalyse ikke er den bedste metode til at analysere sammenhængen mellem intervention og valutakursbevægelser, jf. Fatum og Hutchison (2003). Ved anvendelse af hændelsesanalyse finder Andersen (2005), at Nationalbankens interventioner har haft en stærkt signifikant effekt på kronekursen i perioden 1999-2004.

KRONEKURSEN FORKLARET VED NETTOINDSTRØMNING AF PORTEFØLJE-
INVESTERINGER OG NATIONALBANKENS INTERVENTIONSKØB AF VALUTA

Tabel 6

Forklarende variabel	Koefficientskøn
Nationalbankens interventionskøb af valuta (endogen)...	0,00252
Samlet porteføljestrøm	- 0,00076 **
Samlet porteføljestrøm (-1)	- 0,00100 ***
Konstantled.....	- 0,00240
Antal observationer: 299 Antal instrumenter: 3 Chi ² -test: 12,745 ***	

Anm.: IV-estimation. Ugentlige tal. "(-1)" efter variabelnavnet indikerer, at variabelen er lagget en uge. Den forklarede variabel er ugentlige ændringer i kronekursen målt i pct. Nationalbankens interventionskøb af valuta og porteføljestrømmen er opgjort i mia.kr. For Nationalbankens interventionskøb af valuta betyder en positiv koefficient, at bankens interventionskøb af valuta svækker kronen over for euroen. For porteføljestrømmene betyder et negativt koefficientskøn, at indstrømning af kapital til Danmark styrker kronen over for euroen. Som beskrevet i appendiks er visse observationer ikke medtaget i estimationen. Chi²-testen er en test af nulhypotesen, at alle forklarende variabler på nær konstantleddet har koefficient lig nul.

rigtige fortegn (et valutakøb fra Nationalbanken medfører en svækkelse af kronen), og værdien er på linje med resultaterne i Andersen (2005).

En anden potentielt vigtig forklarende variabel er rentespændet til euroområdet, idet ændringer heri normalt antages at ville påvirke kronekursen over for euro. Omvendt kan ændringer i kronekursen over for euro også påvirke det korte rentespænd mellem Danmark og euroområdet, fx via en forventet eller faktisk selvstændig dansk ændring af de pengepolitiske renter. Rentespændet kan derfor ikke betragtes som en eksogen variabel i forhold til kronekursen, og IV-estimation må igen anvendes.

Hvis ændringen i det korte rentespænd (målt som den ugentlige ændring i spændet mellem 3-måneders Cibor og Euribor) inkluderes i basismodellen fås stort set uændrede koefficienter for porteføljestrømmene. Ændringen i rentespændet er ikke signifikant, men fortegnet er som forventet – en stigning i rentespændet til euroområdet giver en appreciering af kronen over for euroen.

Alt i alt giver inklusion af Nationalbankens intervention og det korte rentespænd som forklarende variabler ikke anledning til betydelige ændringer i resultaterne.

KILDER TIL NATIONALBANKENS FREMADRETTEDE ANALYSE AF VALUTAMARKEDET

Analysen har vist, at porteføljeinvesteringer kan medvirke til at forklare ugentlige ændringer i kronekursen, og statistikken har løbende været anvendt af Nationalbanken i analysen af det danske kronevalutamarked. Med indførelsen af den ny betalingsstatistik primo 2005 er det som nævnt ikke længere muligt at opgøre porteføljeinvesteringerne på ugebasis.

KRONEKURSEN FORKLARET VED BANKERNES KUNDEHANDLER

Tabel 7

Forklarende variabel	Koefficientskøn
Bankkunders køb af kroner mod valuta	- 0,00230 **
Konstantled.....	0,00353 **
Antal observationer: 88 Forklaringsgrad (R ²): 0,05	

Anm.: MKM-estimation. Daglige tal. To stjerner angiver signifikans på et 5 pct. niveau. Den forklarede variabel er daglige ændringer i kronekursen målt i pct. Kundehandlerne er opgjort i mia.kr. og er summen af de indberetende bankers nettohandel med indenlandske kunder samt udenlandske kunder og valutahandlere. Et negativt koefficientskøn betyder, at en kundes køb af kroner mod valuta styrker kronen over for euro.

Nationalbanken anvender en række kilder til at følge udviklingen på det danske valutamarked. Blandt disse er en daglig indberetning af valuta-position og -omsætning fra en række banker, jf. Krabbe og Pedersen (1998). Indberetningen er revideret pr. 1. december 2004 med henblik på at forbedre informationsindholdet.

Det er en implicit antagelse i analysen af porteføljeinvesteringer ovenfor, at disse påvirker ordrestrømme og derigennem kronekursen. Den daglige indberetning fra bankerne gør det bl.a. muligt direkte at opgøre ordrestrømme fra kunder (kunders handel med kroner mod valuta med bankerne).

Tabel 7 viser resultatet af en estimation, hvor daglige ændringer i kronekursen i perioden 1. december 2004 til 8. april 2005 forklares ved kundehandler. Kundehandler har en signifikant effekt på kronekursen og forklarer 5 pct. af de daglige ændringer. Koefficienten indikerer, at en bankkundes køb af 10 mia.kr. mod valuta i gennemsnit medfører en styrkelse af kronen på $10 \cdot 0,0023 = 0,023$ pct. svarende til 17 øre pr. 100 euro. Denne effekt er i samme størrelsesorden som den fundet i forbindelse med porteføljeinvesteringer (12 øre). Den lidt større koefficient kan afspejle, at kundehandler er en mere direkte indikator for ordrestrømme på valutamarkedet end kapitalstrømme knyttet til porteføljeinvesteringer.

De foreløbige erfaringer med den reviderede statistik er generelt gode og indikerer, at statistikken fremadrettet kan understøtte Nationalbankens analyse af valutamarkedet.

LITTERATUR

Abildgren, Kim P. (2005), Steriliseret og ikke-steriliseret intervention i valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Andersen, Allan B. (2005), Kurspåvirkningen af Nationalbankens interventioner i valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Brooks, Robin, Hali Edison, Manmohan S. Kumar og Torsten Sløk (2001), Exchange Rates and Capital Flows, IMF, *Working Paper*, 01/190.

Castrén, Olli (2004), Do financial market variables show (symmetric) indicator properties relative to exchange rate returns?, ECB, *Working Paper*, 379.

Danmarks Nationalbank (2005), Betalingsbalancens finansielle poster, Finansiell statistik nyt, januar.

Fatum, Rasmus og Michael M. Hutchison (2003), Is Sterilised Foreign Exchange Intervention Effective After All? An Event Study Approach, *The Economic Journal*, 113 (April).

Hau, Harald og Hélène Rey (2002), Exchange Rate, Equity Prices and Capital Flows, NBER, *Working Paper*, 9398.

Krabbe, Henrik S. og Lisbeth S. Pedersen (1998), Det danske valutamarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Lyons, Richard K. (2001), *The Microstructure Approach to Exchange Rates*, MIT Press.

Meese, Richard A. og Kenneth Rogoff (1983), Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?, *Journal of International Economics*, 14.

Rangvid, Jesper (2004), Afdækning af valutakursrisikoen i porteføljen, *Finans/Invest*, 1/04.

Siourounis, Gregorios (2003), Capital Flows and Exchange Rates: An Empirical Analysis, arbejdspapir, London Business School.

Tryde, Lasse (1999), Nationalbankens nye indberetningssystem til betalingsstatistikken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

APPENDIKS – DATA OG METODE

Den anvendte kronekurs er Nationalbankens dagligt fastsatte kurs på kroner over for euro. De procentuelle ændringer i kronekursen er opgjort som ændringen i den naturlige logaritme til kronekursen.

Data for kapitalbevægelserne til og fra Danmark stammer fra Nationalbankens statistik over finansielle betalinger til og fra udlandet, hvortil porteføljeinvesteringerne i den analyserede periode blev indberettet på daglig basis. Der er dog dele af porteføljeinvesteringerne, herunder bankernes handel for egen regning, der kun opgøres månedligt, jf. Tryde (1999), og som derfor er udeladt af den ugentlige analyse. Kapitalbevægelserne opgøres som nettokapitalimport i mia.kr.

Da porteføljeinvesteringerne indberettes pr. afviklingsdag, sker handlen med værdipapirer mellem en og tre dage før registrering i statistikken. I bl.a. Danmark handles værdipapirer tre dage før afvikling, og derfor forsøges kronens ændring fra fx onsdag i uge $x-1$ til onsdag i uge x forklaret ved porteføljeinvesteringerne afviklet i uge x .

Enkelte observationer er taget ud af datasættet. I ugerne omkring den 28. september 2000 var kronekursen i høj grad påvirket af de særlige forhold i forbindelse med afstemningen om Danmarks deltagelse i euroen. Da fokus i denne artikel er at analysere sammenhængen mellem kronekursen og kapitalbevægelserne under mere almindelige markedsforhold, er ugerne omkring euroafstemningen ikke medtaget. Derudover er enkelte observationer udeladt, fordi omklassifikation af kapitalbevægelserne i statistikken (typisk som følge af virksomhedshandler) giver et – i forhold til anvendelsen i denne analyse – forkert billede af de bagvedliggende kapitalstrømme.

Det tyske arbejdsmarked

Niels C. Beier og Michael Sand, Økonomisk Afdeling

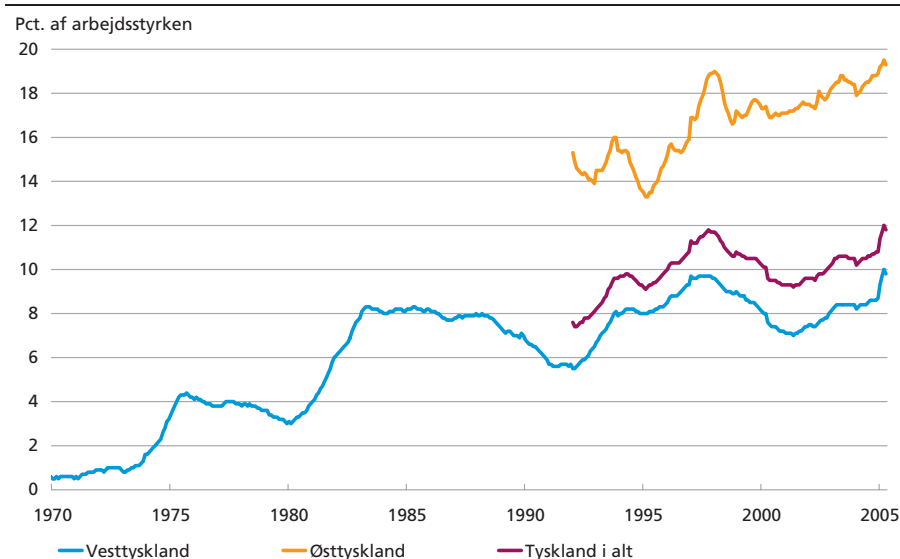
INDLEDNING OG BAGGRUND

Det er uomtvisteligt, at der er problemer i tysk økonomi. Det ses ikke mindst på arbejdsmarkedet, hvor ledigheden er blevet en stadig større byrde siden 1970'erne, jf. figur 1. Under lavkonjunkturer er ledigheden steget, og efterfølgende højkonjunkturer har ikke bragt den ned på tidligere niveauer. Det er en klar indikation af en u hensigtsmæssig indretning af det tyske arbejdsmarked. Denne artikel præsenterer nogle af de væsentligste problemer med de tyske arbejdsmarkedsstrukturer.

En del af vanskelighederne skyldes genforeningen med Østtyskland. Det har vist sig tidskrævende at få øst og vest til at smelte sammen. Efter genforeningen kom vesttyske regler, velfærdsydelser og strukturer i vidt omfang til at gælde i hele det ny Tyskland. Konkurrenceanvnen fulgte ikke med op i øst, og dette medvirker stadig til, at arbejdsløsheden er markant højere, jf. figur 1. Øst-vest-forskelle er kort behandlet i boks 1.

LEDIGHED I TYSKLAND

Figur 1



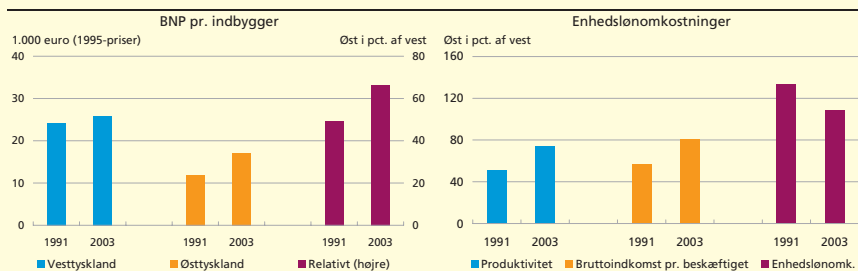
Anm.: Registrerede ledige. National definition. Sidste observation er april 2005. Stigningen ved årsskiftet 2004-05 er primært af teknisk karakter som følge af ændrede regler og definitioner i ledighedsstatistikken (Hartz IV).

Kilde: EcoWin.

De økonomiske forhold i Østtyskland er endnu ikke på niveau med de vesttyske, på trods af, at der hvert år overføres mere end 4 pct. af vesttysk BNP til Østtyskland (OECD, 2001). Der er dog tale om en indsnævring af de økonomiske forskelle siden den endelige genforening i 1991 på trods af, Bruttonationalproduktet pr. østtysker udgjorde i 2003 i størrelsesordenen 2/3 af det vesttyske niveau mod halvdelen i 1991, jf. figur 2. En økonomisk analyse af de strukturelle problemer i Tyskland må have denne heterogenitet for øje.

MAKRONØGLETAL FOR VEST- OG ØSTTYSKLAND

Figur 2



Anm.: Østtyskland er inkl. Berlin. Enhedslønomkostningerne i højre figur er ikke beregnet på baggrund af de viste produktivets- og bruttoindkomststal.

Kilde: Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (2004).

Forskellen mellem øst og vest illustreres tydeligt på arbejdsmarkedet, jf. figur 1 i hovedteksten. Ledigheden i Østtyskland overstiger klart den vesttyske. Især langtidsledigheden er stor i øst, hvilket indikerer særligt store tilpasningsproblemer på det østtyske arbejdsmarked (Sachverständigenrat, 2004). Udfordringerne ved at omstille arbejdsstyrken fra en plan- til en markedsøkonomi har været betydelige. Spørgsmålet er, om den østtyske arbejdsstyrke, der på papiret er godt uddannet, reelt besidder de kompetencer, der efterspørges i en moderne markedsøkonomi.

En anden årsag til merledigheden i øst er, at produktiviteten er lavere. De absolutte østtyske enhedslønomkostninger, som tager hensyn til både produktivets- og lønudviklingen, lå i 1991 34 pct. over niveauet i vest, jf. figur 2, og i perioden kort efter genforeningen lagde massive østtyske lønstigninger et yderligere pres på konkurrenceevnen. I 2003 var forskellen reduceret til godt 8 pct., så konkurrenceevnen er stadig dårligere i øst – særligt i byggesektoren. Siden 1991 er den totale beskæftigelse i Øst- og Vesttyskland henholdsvis faldet og steget.

De senere år er der sket en opbremsning i konvergensprocessen mellem øst og vest. Indsnævringen af de økonomiske forskelle skete primært i årene 1991-97, hvor store statslige subsidier førte til massive investeringer i infrastruktur, bygninger og maskiner i Østtyskland. Subsidierne medvirkede til at skævvride de økonomiske beslutninger, så en del af investeringerne førte til en meget kapitalintensiv produktion, men begrænset beskæftigelse. Siden er subsidierne blevet aftrappet, og økonomien har i højere grad skulle fungere på markedsvilkår. Det har ført til en kraftig nedgang i investeringerne. Et selvstændigt problem har været faldet i byggeaktiviteten, som har skabt stor overkapacitet i bygge- og anlægssektoren og stiller store krav til omstilling. I 1995 stod bygge- og anlægssektoren for 17 pct. af beskæftigelsen i øst. I 2000 var andelen faldet til 13 pct., men i vest var andelen i 2000 kun 6 pct.

Arbejdsmarkedet er dog langt fra et isoleret genforeningsproblem, som den støt stigende vesttyske arbejdsløshed i figur 1 indikerer. Det er bredt anerkendt, at strukturerne på arbejdsmarkedet generelt påvirker arbejdsløsheden, jf. fx Finansministeriet (2004), Nickell et al (2005) og Velfærdskommissionen (2005a). I denne artikel peges der på en række forhold, der samlet set har været medvirkende til den høje tyske arbejdsløshed. Det kan bl.a. nævnes, at dagpengesystemet er generøst, jobbeskyttelsen er vidtgående, den aktive arbejdsmarkedspolitik har haft begrænset succes, og omkostningsniveauet er højt.

De tyske problemer skal dog ses i lyset af de sidste par års omfattende strukturreformer, der endnu ikke har haft tid til at virke fuldt ud. På arbejdsmarkedet er der sket en række tiltag særligt i form af de såkaldte Hartz-love. Der strammes især op på dagpengesystemet, og forretningsgange i arbejdsformidlingen forenkles. De væsentligste elementer i Hartz-lovene er kort beskrevet i bilag 1.

Samlet set er den nuværende situation et resultat af manglende reformer bl.a. i 1990'erne, hvor økonomien boomede lige efter genforeningen, og som derfor må gennemføres nu, hvor økonomien er svag. Det er risikabelt at holde lange reformpauser, selv om økonomien tilsyneladende går godt.

Resten af artiklen er struktureret således: Først gennemgås de relevante tyske arbejdsmarkedsstrukturer punkt for punkt og til sidst perspektiveres. Gennemgangen tager udgangspunkt i en sammenligning med forholdene i OECD-området generelt og i Danmark i perioden fra omkring 1990. Danmark tjener som et pejlemærke, da den stigende danske ledighed i 1970'erne og 1980'erne blev vendt i 1990'erne, hvor økonomien var i fremgang, og der samtidigt blev gennemført en række reformer på arbejdsmarkedet. For andre analyser af det tyske arbejdsmarked henvises til Deutsche Bundesbank (2004), IMF (2004a) og OECD (2004a).

TYSKE ARBEJDSMARKEDSSTRUKTURER

Dagpengesystem

En sammenligning af dagpengesystemer på tværs af lande er ikke trivial. I hvor høj grad en tysk ledig kompenseres i forhold til tidligere arbejdsindkomst afhænger bl.a. af familietype, tildelingsregler for øvrige sociale ydelser, og hvorvidt der er tale om en kort- eller langtidsløst. Derudover kompliceres sammenligningen her af, at der pr. 1. januar 2005 blev iværksat en markant ændring af dagpengesystemet, den såkaldte Hartz IV-lov. En af konsekvenserne heraf er, at kompensationen for langtidsløst er reduceret væsentligt, mens den er uændret for korttidsløst.

LEDIGHEDSKOMPENSATION I PCT. AF TIDLIGERE LØN (2002)

Tabel 1

	Lavindkomst	Gennemsnitsindkomst	Højindkomst
Korttidsledige:			
Tyskland	81	76	72
Danmark	92	72	58
OECD	75	67	57
Langtidsledige:			
Tyskland	83	70	62
Danmark	75	65	52
OECD	64	51	39

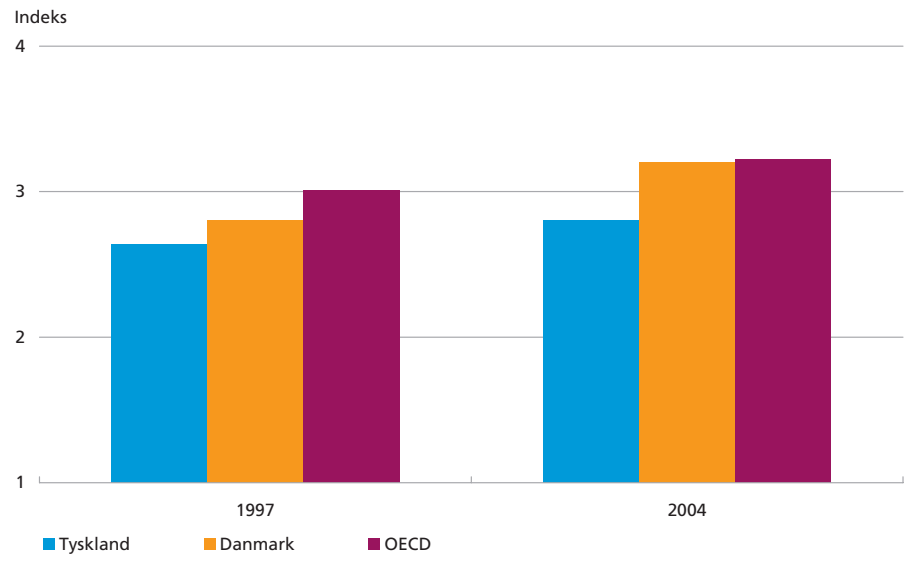
Anm.: Nettokompensationsrater. Tallene er gennemsnittet for 6 forskellige familietyper. "Korttidsledige" er den initiale ledighedskompensation efter en eventuel venteperiode. "Langtidsledige" er ledighedskompensation og sociale ydelser mv. efter 60 måneders ledighed. "Gennemsnitsindkomst" svarer til gennemsnitsindkomsten for en arbejder i fremstillingsindustrien; "Lavindkomst" og "Højindkomst" er henholdsvis 67 og 150 pct. af "Gennemsnitsindkomst". "OECD" er alle 30 OECD-lande ekskl. Mexico og Tyrkiet.

Kilde: OECD (2004b) og egne beregninger.

Betragtes forholdene før denne ændring, forekommer den tyske ledighedskompensation at have været høj, jf. tabel 1. For korttidsledige har det særligt været gunstigt for højere indkomstgrupper, mens fx det danske system er relativt generøst for de lavtlønnede. For de langtidsledige har det tyske dagpengesystem hidtil været ganske generøst på tværs af indkomstgrupper.

RÅDIGHEDSINDIKATOR

Figur 3



Anm.: Rådighedsindikatoren, som primært måler formelle rådighedskrav, bygger på 8 spørgsmål. Hvert svar tildeles værdien 1-5, hvor 5 udtrykker maksimal stramhed i rådighedskravene. OECD er beregnet som et simpelt gennemsnit af de 16 medlemslande, der deltog i begge undersøgelser: Australien, Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Island, Norge, Portugal, Sverige, Tjekkiet, Tyskland, UK, USA og Østrig.

Kilde: Finansministeriet (1998) og Hasselpflug (2005) baseret på Finansministeriets egne spørgeskemaundersøgelser.

Et generøst dagpengesystem trækker isoleret set arbejdsløsheden op, da forskellen mellem arbejdsindkomst og dagpenge er lille. Dette imødegås generelt ved at opstille en række krav for at kunne modtage dagpenge, især at den ledige står til rådighed for arbejdsmarkedet. I praksis er det vanskeligt at måle, om kravene er lempelige eller ej. De tilgængelige tal tyder dog på, at de formelle, tyske rådighedskrav – inkl. eventuelle sanktioner – har været relativt lave, jf. figur 3. Tyskland har strammet lidt fra 1997 til 2004, men forskellen til OECD er udvidet marginalt. Omvendt forholder det sig i Danmark, hvor dagpengesystemet også er generøst, men hvor der har været en mere klar holdning til at sikre de lediges rådighed.

Kombinationen af høj ledighedskompensation og relativt lave rådighedskrav har utvivlsomt været medvirkende til at fastholde et højt tysk ledighedsniveau. Dette søges modvirket med Hartz-lovene, dels ved en reduktion af ledighedskompensationen for langtidsledige, og dels ved en stramning af de formelle rådighedsregler, hvilket allerede har ud-møntet sig i en langt strammere håndhævelse (OECD, 2004a).

Jobbeskyttelse

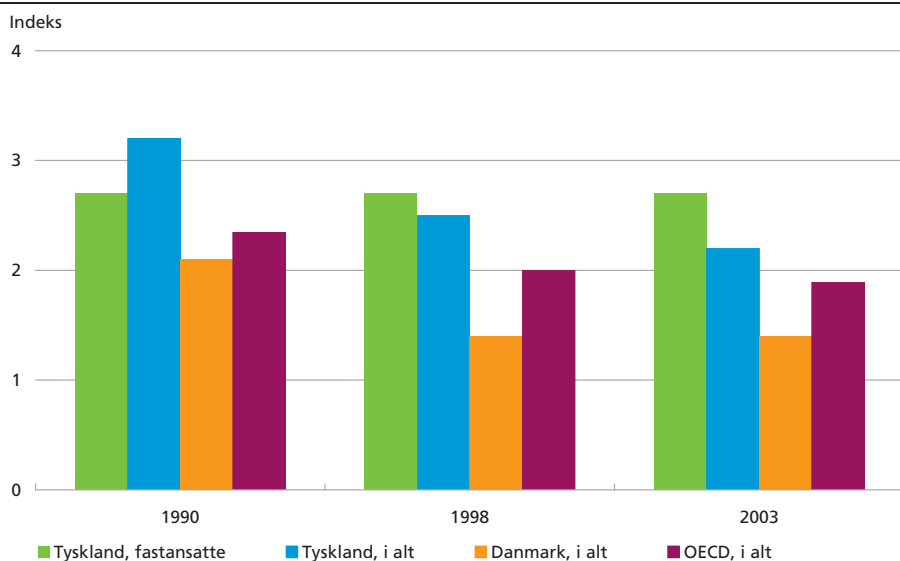
Sammenlignet med andre lande er det forholdsvis vanskeligt for tyske virksomheder at reducere beskæftigelsen. Jobbeskyttelsen er vidtgående, selv om der er sket en vis opblødning de sidste 10-15 år, jf. figur 4. Opblødningen vedrører udelukkende regler for midlertidigt ansatte, mens reglerne for fastansatte har været uændrede på et relativt højt niveau. Formodentlig har virksomhederne indirekte forsøgt at opnå mere fleksibilitet ved at ansætte flere midlertidigt ansatte. I starten af 1990'erne udgjorde midlertidigt ansatte ca. 10 pct. af beskæftigelsen, og det tal var i 2002 steget til ca. 12 pct.

Det har vist sig svært at etablere en entydig sammenhæng mellem jobbeskyttelse og arbejdsløshed (OECD, 2004c). Der er to modsatrettede effekter. På den ene side beskytter restriktive regler eksisterende job, men på den anden side vil virksomhederne være mere varsomme med at (fast-)ansætte, og undersøgelser når forskellige resultater. OECD vurderer dog, at en mere restriktiv jobbeskyttelse betyder, at de arbejdsløse er ledige i længere tid. Det ses af figur 5, at langtidsledigheden i Tyskland ligger markant højere end i fx Danmark, hvor virksomhederne har relativ let adgang til at tilpasse arbejdsstyrken, jf. figur 4. Ligeledes er job-omsætningen lavere i Tyskland. Graden af jobbeskyttelse er for visse grupper i Tyskland anciennitets- og aldersbestemt, hvilket nedsætter incitamenterne for jobskifte og dermed omstillingsparatheden.

Der er flere forhold, der peger i retning af, at de restriktive tyske regler kan have spillet en negativ rolle på arbejdsmarkedet de senere år.

JOBBSKYTTELSE

Figur 4

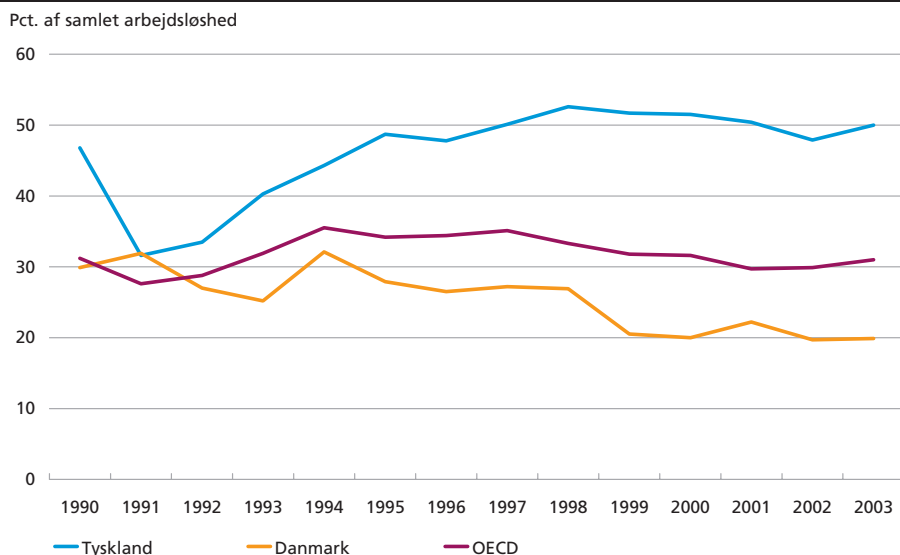


Anm.: Målet for jobbeskyttelse kan antage værdier fra 0 til 6. Des højere værdi, jo mere restriktive bestemmelser. "I alt" dækker over regler for såvel fastansatte som midlertidigt ansatte. "OECD" er beregnet som et simpelt gennemsnit af de 20 OECD-lande, hvor værdier er tilgængelige i databasen for alle tre år: Australien, Belgien, Canada, Danmark, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Japan, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Sverige, Tyskland, UK, USA og Østrig.

Kilde: OECD, *Labour Market Indicators*, database.

LANGTIDSLEDIGHED

Figur 5



Anm.: Andel af de ledige, der har været ledige i mere end 1 år. Beregnet ud fra standardiserede ILO-ledighedsgrader. I "OECD" er alle OECD-landene inkluderet.

Kilde: OECD, *Labour Market Data*, database.

For det første kan der være sket en todeling af arbejdsmarkedet, hvor *insidere* (fastansatte) har benyttet en stor jobsikkerhed til at presse lønkrav mv. op på *outsiderne* (ledige og midlertidigt ansatte) bekostning. For det andet er der undersøgelser, der peger i retning af, at streng jobbeskyttelse har betydning for hastigheden, hvormed ledigheden kan falde (Nickell et al, 2005). Det skyldes antageligt, at virksomhederne i en situation med høj ledighed vil være forsigtige med at ansætte, selv når økonomien viser tegn på fremgang, da de senere kan få problemer med at reducere arbejdsstyrken igen. Endelig kan omkostningerne ved jobbeskyttelse være blevet større. Omstillingsevnen er formentlig blevet vigtigere i takt med øget globalisering og det generelle behov for en strukturel tilpasning af tysk økonomi, bl.a. efter genforeningen.

Aktiv arbejdsmarkedspolitik

Arbejdsmarkedspolitik kan deles op i aktive og passive foranstaltninger. Ved aktive tiltag forsøges det gennem aktivering at få ledige i beskæftigelse ved hjælp af opkvalificering, uddannelse, jobtræning mv. Passive tiltag er typisk dagpenge og kontanthjælp, der modtages under forudsætning af, at den ledige står til rådighed for arbejdsmarkedet.

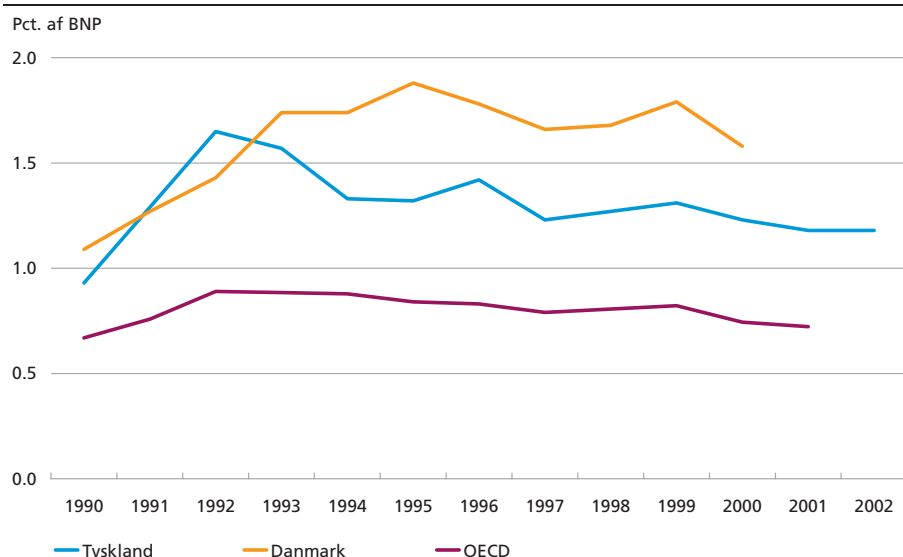
Aktive arbejdsmarkedstiltag kan påvirke arbejdsløsheden i såvel positiv som negativ retning. Ud over den direkte positive effekt af opkvalificering mv. kan udsigten til – eller truslen om – et aktiveringstilbud også motivere nogle ledige til at søge job hurtigere end ellers. Ligeledes bliver det testet, om den ledige *de facto* står til rådighed for arbejdsmarkedet. Det er et formål i sig selv, når dagpengesystemet er generøst, og der derfor kan være enkelte ledige, som modtager dagpenge uden at ønske et job. På den negative front kan aktivering medvirke til fastholdelse i ledighed, hvis de aktiverede er for lang tid væk fra arbejdsmarkedet, og kvaliteten af aktiveringstilbuddene ikke er god nok.

Tyskland bruger færre midler på aktiv arbejdsmarkedspolitik end Danmark, men flere end OECD-gennemsnittet, jf. figur 6. Forskellen bliver dog mere markant, når der tages højde for, at der er langt flere ledige i Tyskland. Udgiften pr. ledig er betydeligt lavere end i Danmark, hvor der netop skete en opprioritering af de aktive tiltag i 1990'erne, jf. figur 6.¹ Det er ikke nødvendigvis et mål i sig selv at bruge mange midler på aktivering, da der bør være en sammenhæng mellem input og kvaliteten af output. Det kan blot konstateres, at den danske opprioritering har været sammenfaldende med et fald i den danske ledighed.

¹ For en beskrivelse af de danske erfaringer se fx Arbejdsministeriet (2000), Finansministeriet (2004), Gaard og Kieler (2004), Jespersen et al (2004), Rosholm og Svarer (2004) samt Velfærdskommissionen (2005a).

UDGIFTER TIL AKTIV ARBEJDSMARKEDSPOLITIK

Figur 6



Anm.: OECD er beregnet som et simpelt gennemsnit for de 18 lande, hvor der er data tilgængelig i alle årene fra 1990-2001: Australien, Belgien, Canada, Finland, Frankrig, Holland, Japan, Korea, Mexico, New Zealand, Norge, Schweiz, Spanien, Sverige, Tyskland, UK, USA og Østrig. 1996-observationen er delvis skønnet, da der ikke er tal for Sverige i dette år. Der er kun data for Danmark til og med 2000. Der er anvendt summen af udgifterne i følgende kategorier: 1) *Public employment services and administration*, 2) *Labour market training*, 3) *Youth measures*, 4) *Subsidised employment* og 5) *Measures for the disabled*.

Kilde: OECD, *Labour Market Indicators*, database.

Tilsyneladende kan der stilles spørgsmålstejn ved kvaliteten af dele af den tyske aktiveringsindsats. Meget af indsatsen er gjort i det tidligere Østtyskland, hvor arbejdsløsheden og behovet for omskoling har været specielt stort. Undersøgelser tyder dog på, at effekten her primært har været at fastholde de arbejdsløse i ledighed og dermed forværre situationen (OECD, 2001). Omvendt er der indikationer af positive effekter i Vesttyskland (Lechner et al, 2005).

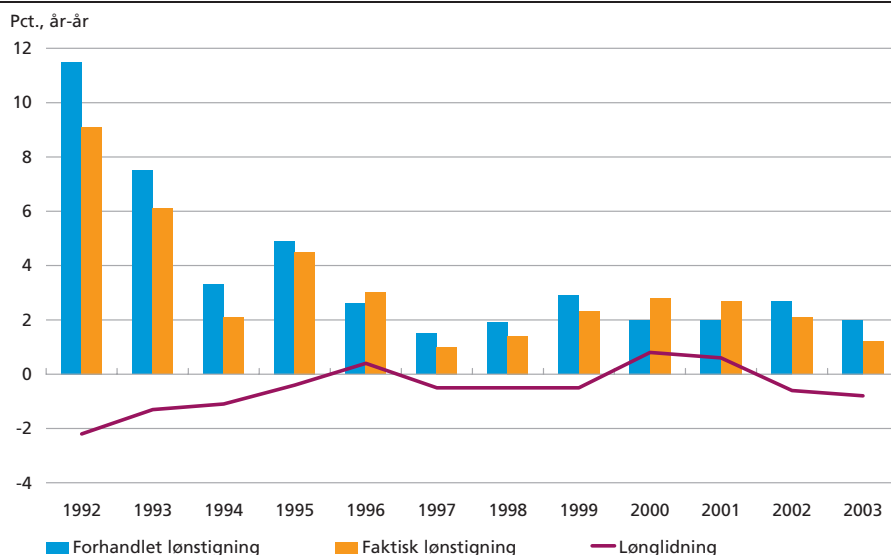
Lønomkostninger

De tyske lønomkostninger ligger på et højt niveau. De samlede lønomkostninger pr. time i fremstillingsindustrien var i 2004 i størrelsesordenen 200 kr. mod ca. 130 kr. i OECD som helhed.¹ En af årsagerne til det høje niveau i Tyskland er, at en række velfærdsordninger som fx pension og sundhed delvist finansieres via sociale bidrag, hvor virksomhed og lønmodtager hver betaler halvdelen. Fratrækkes de sociale bidrag er de direkte tyske lønomkostninger stadig forholdsvis høje, men dog noget tættere på OECD-gennemsnittet.

¹ Tallene er baseret på data fra US Department of Labor. Der er dog i skrivende stund usikkerhed omkring tallenes præcise størrelse, da der i den seneste offentliggørelse uden nærmere forklaring er sket betydelige revisioner af de historiske tal.

LØNGLIDNING I TYSKLAND

Figur 7



Anm.: Lønnen er opgjort pr. time. Lønglidning er differensen mellem faktisk og forhandlet lønstigning. De høje lønstigninger i begyndelsen af 1990'erne skal ses i lyset af ønsket om harmonisering af østtyske lønninger til niveauet i Vesttyskland.

Kilde: Deutsche Bundesbank (2004).

I takt med øget efterspørgsel efter velfærdsydelser er de sociale bidrag generelt steget over tid og ligger nu på knap 42 pct. af lønnen.¹ Denne udvikling belaster isoleret set virksomhedernes konkurrenceevne.² Regeringen har som led i sine reformplaner sat et mål om reduktion af bidragene, men indtil nu er der stort set ikke sket noget på dette område, og efterspørgslen efter velfærdsydelser falder næppe fremover.

Samlet set forekommer der at være et tysk tilpasningsbehov på omkostningssiden. Det indikeres af lønglidningen, der overvejende har været negativ de senere år, jf. figur 7. Dette er et udtryk for, at virksomhederne lokalt har gennemført lavere lønstigninger end aftalt ved de kollektive overenskomster. Tilpasningen sker også ved, at virksomhederne i stigende grad ansætter folk i offentligt støttede jobs (såkaldte mini- og midijobs), hvor betalingen af sociale bidrag er reduceret.

Løndannelse

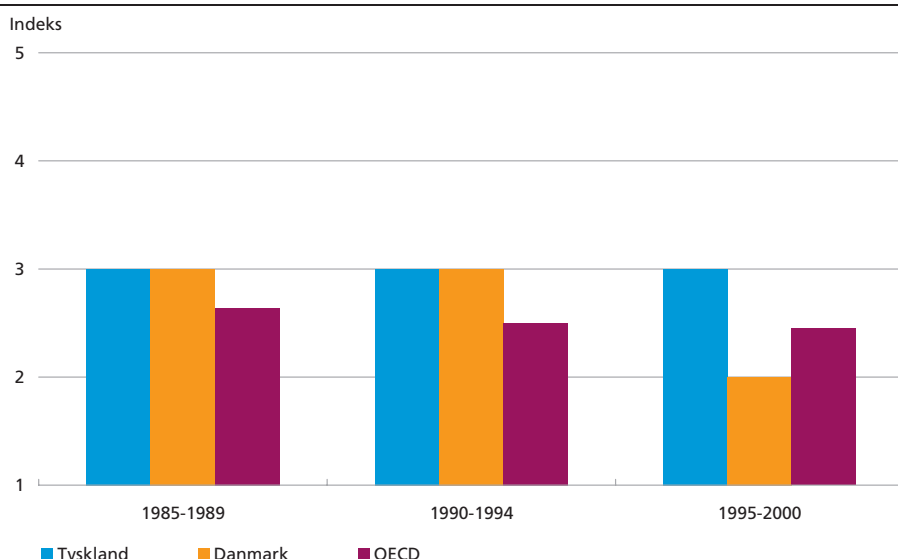
I de sidste par år er løndannelsen blevet mindre centraliseret. Arbejdsmarkedets parter har tilladt brugen af *opt-out*-klausuler fra de kollekti-

¹ Den sociale bidragssats på 41,9 pct. af lønnen består af et pensionsbidrag (19,5 pct.), et sundhedsbidrag (14,2 pct.), et arbejdsløshedsbidrag (6,5 pct.) og et plejebidrag (1,7 pct.).

² Den tyske industrieksport har dog hidtil klaret sig godt bl.a. som følge af et attraktivt produktmiks.

CENTRALISERING AF LØNDANNELSEN

Figur 8



Anm.: Graden af centralisering stiger med indeksets størrelse, således at 1 er laveste grad af centralisering og 5 den højeste. "OECD" dækker over gennemsnittet af de 21 lande, hvor der er data for alle tre perioder: Australien, Belgien, Canada, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Japan, Korea, New Zealand, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Sverige, Tyskland, UK, USA og Østrig.

Kilde: OECD (2004c).

ve overenskomster, hvilket åbner mulighed for at lave virksomhedsspecifikke tillægsaftaler. Sidste år indgik visse store, eksportorienterede virksomheder aftaler, der betød øget arbejdstid uden lønkompensation.¹ Løndannelsen i Tyskland har historisk været mere centraliseret end i OECD-landene i gennemsnit, jf. figur 8. Med det relativt høje tyske omkostningsniveau for øje tyder det på, at den centraliserede forhandlingsramme i en årrække ikke har tilvejebragt lønstigninger, der har afspejlet det matte arbejdsmarked og den underliggende produktivitetsudvikling. Måske har fagforeningerne i for høj grad forhandlet på baggrund af de fastansattes (*insidere*) interesser frem for de lediges og midlertidigt ansattes (*outsidere*).

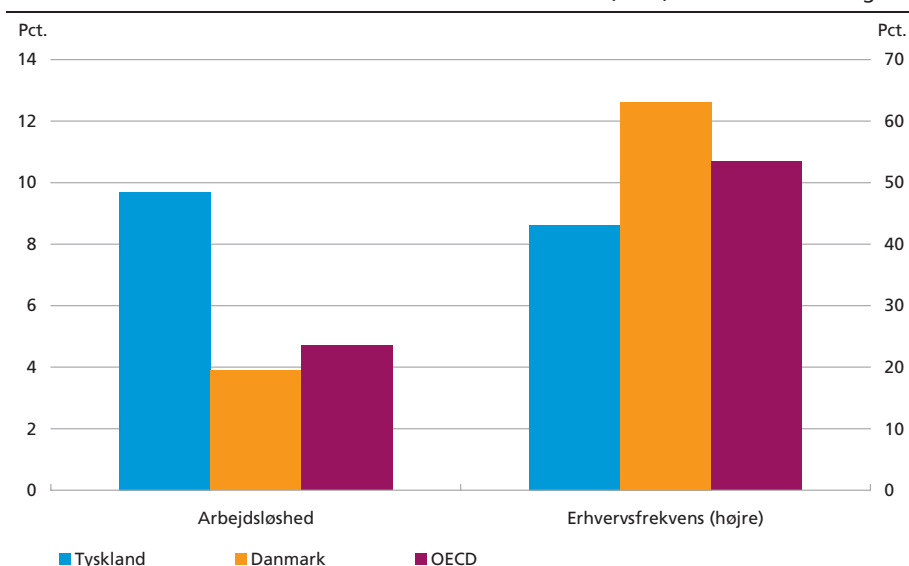
Den øgede decentralisering af lønforhandlingerne de sidste par år afspejler et højt omkostningsniveau og et øget behov for differentiering af lønnen, jf. figur 7, så den er konsistent med, hvad de enkelte virksomheder kan bære.² Behovet for løndifferentiering ses også ved en faldende dækningsgrad for overenskomsterne. I Østtyskland, hvor for-

¹ De årlige arbejdstimer pr. beskæftiget i Tyskland ligger et godt stykke under OECD-gennemsnittet, men på niveau med Danmark.

² En øget decentralisering ses ligeledes i Danmark, hvor lønniveauet også er højt. Lønstigningerne har i en længere periode ligget højere end i Tyskland, hvilket afspejler et strammere arbejdsmarked. Se Beier og Pedersen (2005) for en analyse af de danske løn- og konkurrenceevneforhold.

ARBEJDSLØSHED OG ERHVERVSFREKVENNS FOR 55-64-ÅRIGE (2003)

Figur 9



Anm.: Standardiserede ILO-ledighedsgrader, der ikke umiddelbart kan sammenlignes med ledighedsgraderne i figur 1. I "OECD" er alle OECD-landene inkluderet ekskl. Frankrig, Island og Luxembourg.

Kilde: OECD (2004c).

holdet mellem løn og produktivitet er dårligere end i vest, er dækningsgraden særlig lav (Deutsche Bundesbank, 2004).

Ældreledighed

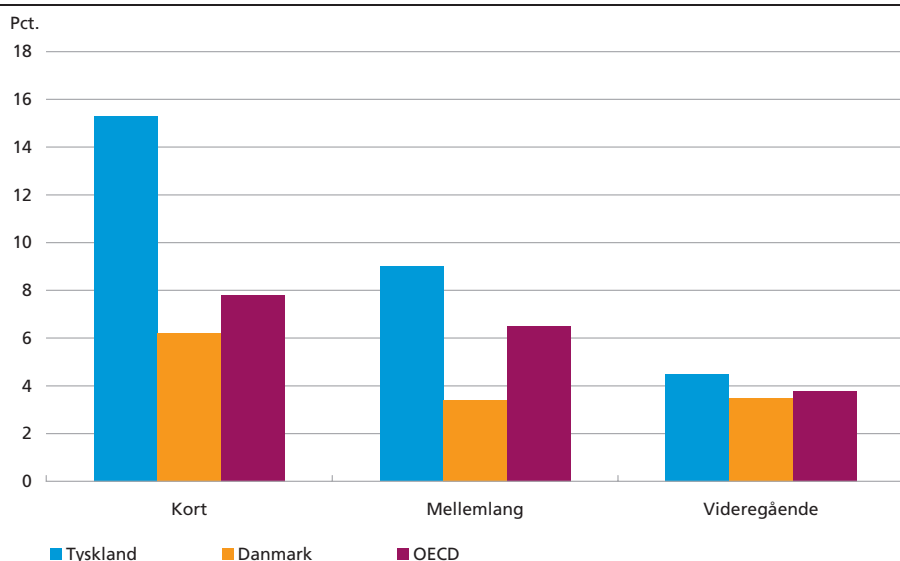
Det tyske arbejdsmarked synes at fungere særlig dårligt for ældre. Ikke bare er arbejdsløsheden højere end i en række andre lande, men det er iøjnefaldende, at erhvervsfrekvensen samtidigt er betydeligt lavere, jf. figur 9. Forklaringen skal primært findes i dagpengesystemet og muligheden for tidlig tilbagetrækning.

Dagpengesystemet er langt mere generøst for de 55-64-årige, der kan modtage højeste dagpenge i 32 måneder mod fx 12 måneder for ledige under 45 år. Ligeledes er kravene til ældres jobsøgning mildere. Tyskland giver – i lighed med Danmark – også en række muligheder for tidlig tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet. Fx er det muligt for arbejdsløse at trække sig tilbage, når de fylder 60 år. Den lave beskæftigelse og høje arbejdsløshed blandt ældre illustrerer, at problemerne ikke løses ved at reducere arbejdsudbuddet gennem tilbagetrækningsordninger, tværtimod.

Et af indsatsområderne i de igangværende reformer har netop været vilkårene for ældre ledige. Fra 2006 strammes reglerne, så højeste dagpenge kun kan modtages i 18 måneder. Ydermere skærpes kravene til

ARBEJDSLØSHED OG UDDANNELSESNIVEAU (2002)

Figur 10



Anm.: Standardiserede ILO-ledighedsgrader, der ikke umiddelbart kan sammenlignes med ledighedsgraderne i figur 1. "Kort" dækker over *less than secondary education*. "Mellemlang" dækker over *upper secondary education*. "Lang" dækker over *tertiary education*. I "OECD" er alle OECD-landene inkluderet.
Kilde: OECD (2004c).

jobsøgning, og frem til 2008 bliver det gradvist faset ind, at ledige først kan forlade arbejdsmarkedet, når de fylder 63 år.

Uddannelse

Der er tegn på, at uddannelsessiden er med til at skabe et misforhold mellem udbud og efterspørgsel efter forskellige typer af arbejdskraft. Arbejdsløsheden er generelt større, jo kortere uddannelsesniveaue er. Dette forhold er særlig grelt i Tyskland, jf. figur 10. Det skal kædes sammen med, at Tyskland klarer sig relativt dårligt i internationale sammenligninger på uddannelsesområdet, fx i PISA-undersøgelsen. Relativt få tager en videregående uddannelse, og gennemførelsestiden er en af de længste i OECD (OECD, 2004a). Ydermere faldt antallet af personer, der gennemførte en videregående uddannelse i midten af 1990'erne. Det skete samtidigt med, at efterspørgslen efter højtuddannet arbejdskraft steg.¹ Denne uoverensstemmelse mellem udbud og efterspørgsel efter arbejdskraft skal ses i sammenhæng med, at den tyske lønstruktur ligger forholdsvis fast på tværs af kvalifikationsniveauer (Prasad, 2004). Det vil sige, at mer-efterspørgslen efter arbejdskraft med en videregående uddannelse ikke har betydet, at deres relative løn er

¹ I Danmark skete der i 1990'erne en tilsvarende stigning i efterspørgslen efter uddannet arbejdskraft, men i modsætning til Tyskland steg udbuddet også, jf. Velfærdskommissionen (2005b).

steget nævneværdigt, og omvendt for kort uddannede. Problemerne med at matche udbud og efterspørgsel ses også ved, at for et givent arbejdsløshedsniveau er antallet af ledige stillinger steget i Tyskland.

AFSLUTNING OG PERSPEKTIVERING

Problemerne på det tyske arbejdsmarked er komplekse og lader sig kun løse ved at betragte samspillet mellem en række forhold. I artiklen peges der bl.a. på genforeningen, lav jobfleksibilitet, brugen af arbejdsmarkedspolitik, et højt omkostningsniveau og et generøst dagpengesystem, der tidligere havde meget lempelige rådighedskrav.

Den tyske regering har med de såkaldte Hartz-love iværksat en række nødvendige arbejdsmarkedsreformer, hvis fulde effekt endnu ikke er set. På baggrund af fortsat lav vækst og høj arbejdsløshed har regeringen i marts 2005 fremlagt en 20-punkts plan, som bl.a. indeholder nye initiativer omkring bedre indtjeningsmuligheder for langtidsledige, lave selskabsskat, mindre bureaukrati samt særlige tiltag for unge og ældre ledige. Oppositionen har udtalt sig positivt om planen, men argumenterer også for udspil, der kan imødegå den lave jobfleksibilitet og det høje omkostningsniveau. Mangel på bred politisk enighed har tidligere besværliggjort gennemførelsen af strukturreformer. Det skyldes bl.a. det politiske to-kammer-system, hvor beslutninger om den økonomiske politik ofte kræver flertal i begge kamre (se fx IMF, 2004b).

Samlet set er den høje ledighed et resultat af utilstrækkelige tiltag på arbejdsmarkedet over en årrække, hvilket medvirker til den nuværende lavvækst. Den manglende rettidighed i reformprocessen har medført, at Tyskland inden for de sidste par år er blevet tvunget til at gennemføre gennemgribende forandringer på arbejdsmarkedet. Det illustrerer vigtigheden af løbende at foretage strukturtilpasninger – også selv om den økonomiske udvikling er gunstig på kort sigt.

Det er væsentligt at understrege, at udfordringerne for tysk økonomi ikke begrænser sig til arbejdsmarkedet. Fx er en række velfærdsordninger under pres, og reformer af bl.a. sundheds- og pensionsområdet er blevet søsat parallelt med Hartz-lovene. Den nødvendige modernisering af tysk økonomi er dermed påbegyndt over en bred front.

LITTERATUR

Arbejdsministeriet (2000), Effekter af aktiveringsindsatsen.

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

Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (2004), *Jahresbericht der Bundesregierung zum Stand der Deutschen Einheit*.

Deutsche Bundesbank (2004), *Monthly Report*, september.

Finansministeriet (1998), Availability criteria in selected OECD-countries, *Working Paper* No. 6, november.

Finansministeriet (2004), *Finansredegørelse 2004*.

Gaard, Søren & Mads Kieler (2004), Two decades of structural reform in Denmark: a review, manuskript.

Hasselpflug, Søren (2005), Availability criteria in 25 countries, Finansministeriet, *Working Paper* No. 12.

IMF (2004a), *Germany – Selected Issues*.

IMF (2004b), Germany has scope to make its federal system more competitive, *IMF Survey*, vol. 33, no. 22.

Jespersen, Svend, Jakob Roland Munch & Lars Skipper (2004), Costs and benefits of Danish active labour market programmes, Københavns Universitet, manuskript.

Lechner, Michael, Ruth Miquel & Conny Wunsch (2005), Long-run effects of public sector sponsored training in West Germany, Swiss Institute for International Economics and Applied Economic Research, manuskript.

Nickell, Stephen, Luca Nunziata & Wolfgang Ochel (2005), Unemployment in the OECD since the 1960s. What do we know? *The Economic Journal*, 115.

OECD (2001), *OECD Economic Surveys*, Germany.

OECD (2004a), *OECD Economic Surveys*, Germany.

OECD (2004b), *Benefits and Wages – OECD Indicators*.

OECD (2004c), *Employment Outlook 2004*.

Prasad, Eswar S. (2004), The unbearable stability of the German wage structure: evidence and interpretation, *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 2.

Rosholm, Michael & Michael Svarer (2004), Estimating the threat effect of active labour market programmes, University of Aarhus, Department of Economics, *Working Paper*, No. 2004-06.

Sachverständigenrats (2004), *Annual Report 2004/05*.

Velfærdskommissionen (2005a), Fremtidens velfærd – sådan gør andre lande, *Analyserapport*, marts.

Velfærdskommissionen (2005b), Fremtidens velfærd og globaliseringen, *Analyserapport*, marts.

BILAG 1: ARBEJDSMARKEDSLOVGIVNING MED FOKUS PÅ HARTZ I-IV

Op gennem 1990'erne og frem mod 2002 blev der i begrænset omfang gennemført lovændringer på det tyske arbejdsmarked i form af bl.a. en mindre lempelse af jobbeskyttelsen, en øget indsats over for langtidsledige samt en stramning af rådigheds- og dagpengereglerne. Schröder-regeringen omgjorde ved sin tiltræden i 1998 flere af den tidligere regerings love, fx lempelsen af jobbeskyttelsen og dele af rådighedsstramningerne.

Den tyske regering nedsatte i marts 2002 den såkaldte Hartz-kommission under ledelse af VW-personalechefen Peter Hartz. Kommissionen fremlagde i august 2002 sin rapport med anbefalinger til forbedring af arbejdsmarkedspolitikken. Mange af disse anbefalinger er efterfølgende udmøntet i lovgivning, der i offentligheden er blevet døbt Hartz-lovene. Nedenfor er listet det vigtigste indhold i de seneste arbejdsmarkedslove.

Hartz I (2002)

- Særlige agenturer oprettes, hvorfra de ledige kan placeres i midlertidig beskæftigelse som bro til det primære arbejdsmarked.
- Øget fokus på hastighed og kvalitet i jobformidlingen.

Hartz II (2002)

- Nedsat betaling af skat og sociale bidrag for offentligt støttede jobs (mini- og midijobs) – skal skabe et fleksibelt lavtlønsmarked.
- Støtte til lediges oprettelse af selvstændig virksomhed (Ich-AGs).

Hartz III (2003)

- Organisatoriske forenklinger i arbejdsformidlingen.

Hartz IV (2004)

- Social- og arbejdsløshedshjælpen sammenlægges til én behovstestet ydelse, arbejdsløshedspenge II, der kan udbetales efter 12 måneders ledighed – skal reducere langtidsledigheden.
- Skærpelse af rådighedsreglerne og sanktionsmulighederne.

Derudover er der vedtaget en reduktion af den maksimale dagpengeperiode for ældre, en mindre lempelse af jobbeskyttelsen, oprettelse af såkaldte 1-euro jobs, en stramning af ældre lediges ret til afvisning af job samt forhøjelse af grænsen for førtidig tilbagetrækning.

Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde 28. april 2005

Verdensøkonomien er samlet set inde i en periode med kraftig vækst – i 2004 på 5,1 pct. Dette svarer måske ikke helt til det billede, vi kender fra medierne. Det skyldes, at tallet dækker over meget store forskelle mellem vækstprocenterne i forskellige dele af verden.

USA har efter en afmatning i 2001 og begyndelsen af 2002 vist en vækst på 3-4 pct. om året. Væksten er især drevet af et kraftigt privatforbrug, der har været stimuleret af skattelettelser og meget lav rente. Denne udvikling i USA har imidlertid medført et stort og voksende underskud på betalingsbalancen og et betragteligt underskud på statsfinansierne. Begge disse underskud angives ofte som forklaring på dollar-svækkelsen i forhold til euro. Men USA har i øvrigt ikke haft problemer med at få finansieret sit betalingsbalanceunderskud og få solgt sine statsobligationer. Efterspørgslen efter dollarfordringer er fortsat stor, ikke mindst fra de asiatiske lande.

Selv om USA ikke har problemer med finansieringen, fjerner det jo ikke den kendsgerning, at USA i stigende grad gældsætter sig til omverdenen. Udviklingen forekommer ikke holdbar, men det er naturligvis svært på forhånd at vide, hvor længe den kan fortsætte.

Asien har – bortset fra Japan – endnu højere vækstrater på 6-9 pct. om året. Der er dels tale om en kraftig vækst i eksporten til især USA, dels om en stigende indenlandsk efterspørgsel, herunder et stigende privatforbrug.

Det er denne amerikansk-asiatiske vækst, der trækker den samlede verdensøkonomi.

Euroområdet udviser derimod en meget svag vækst i disse år. Også her skal en del af forklaringen findes i det private forbrug. Det er især i Tyskland, husholdningerne er tilbageholdne med at øge deres forbrugsefterspørgsel. Men meget mere fundamentalt har Tyskland et åbenlyst behov for strukturreformer på arbejdsmarkedet og i velfærdssystemet. Man har taget fat på reformarbejdet. Men så længe ændringer stadig står på og endnu flere forventes, giver det en udbredt usikkerhed. Det bidrager så til forsigtighed med at øge det private forbrug.

Også andre Eurolande er kendetegnet ved behov for strukturreformer. Og for Euroområdet som helhed er den svage udvikling i forbruget en væsentlig årsag til den beherskede vækst.

Men i Danmark er vi blevet gode forbrugere! I alt fald i den betydning, at vi for tiden bruger rigtig mange penge. I 2004 steg det private forbrug med mere end 4 pct. – den største stigning i 10 år. Danskerne har stor tillid til deres egen fremtidige økonomi. Og de er ikke bange for at udnytte de senere års skattelettelser, lavere rente og afdragsfrie lån til noget, der næsten kan karakteriseres som en forbrugsfest.

Effekten på den danske beskæftigelse er – som det i reglen sker ved sådanne opsving – først kommet med nogen forsinkelse. Desuden har en del af det øgede forbrug naturligt nok rettet sig mod importerede varer og tjenester, herunder udlandsrejser. Det skaber selvfølgelig også job, men i udlandet. Denne importudvikling har bidraget til at svække betalingsbalancen med næsten 10 mia.kr., men fra et meget højt niveau på over 45 mia.kr. i 2003. Det er dog vigtigt at notere sig, at en dansk efterspørgselsudvikling, der er stærkere end omverdenens, traditionelt giver et kraftigt udslag i samhandelstallene.

En del af os er gamle nok til at huske 70'erne og 80'erne, hvor betalingsbalancen var hovedproblemet i dansk økonomi i en mere end 20-årig periode. Vi kan jo ikke genkendende til, at danskerne også tidligere har været gode til at forbruge.

En løsning af det langvarige danske betalingsbalanceproblem nødvendiggjorde en stribe strukturreformer i dansk økonomi, bl.a. på arbejdsmarkedet og på skatteområdet. Det gav nogle hårde tilpasningsår i 80'erne og 90'erne. Men disse reformer bidrog afgørende til den styrke, dansk økonomi har haft siden slutningen af 90'erne og stadig har i dag. I modsætning til dengang, kan man ikke i dag sige, at vi samlet set lever over evne. Når det er sagt, må man dog også huske på, at vi i disse år har ganske betydelige eksportindtægter på olie og skibsfart – sektorer, der kan være meget konjunkturfølsomme.

På den baggrund er det stigende forbrug ikke i dag et problem for den samfundsøkonomiske balance. Men på lidt længere sigt bør det økonomiske opsving bliver mere balanceret, så den samlede produktion kan følge med væksten i efterspørgslen.

Ledigheden har været faldende det seneste års tid og er nu på et niveau nogenlunde som i foråret 1998, hvor den tidligere regering lavede pinsepakken for at dæmpe forbruget og øge arbejdsudbuddet. Regeringsgrundlaget fra februar i år opregner en række muligheder for at øge beskæftigelsen varigt. Den seneste udvikling viser, hvor vigtigt det er, at der hurtigt kommer konkrete initiativer til at øge udbuddet af arbejdskraft. Ellers risikerer vi at ende i en situation med pres på arbejdsmarkedet.

Realkreditlen i Danmark har traditionelt været baseret på, at boligejerne kunne låne på kapitalmarkedsvilkår. Obligationerne var konver-

terbare, så låntagerne kunne udnytte et rentefald, men de blev ikke ramt af rentestigninger.

Vilkårene i de forskellige realkreditinstitutter var praktisk taget ens, og obligationer fra de forskellige institutter blev opfattet som næsten perfekte substitutter, man talte om "enhedsobligationer".

Realkreditmarkedet har også traditionelt været stærkt reguleret med hensyn til løbetider, lånegrænser og låneformer. Efterhånden blev de konjunkturregulerende begrænsninger af låneadgangen afskaffet, så lovgivningen alene baserede sig på sikkerhedsmæssige hensyn. Op til anden halvdel af 90'erne var dette system stort set enerådende.

Men så kom der fart i produktudviklingen.

I dag er der ikke alene valg mellem fast og variabel rente, der er også mellemting som variabel rente med loft, der er mulighed for afdragsfrie perioder, og pengeinstitutterne er gået ind på markedet med udbud af prioritetslån. Låneomlægninger hører til dagens orden, og den gennemsnitlige låntager beholder i dag sit lån i kortere tid end for blot et par år siden.

Husejerne bombarderes med tilbud om låneomlægninger, og der udbydes mere og mere komplekse produkter. Der er stor konkurrence mellem institutterne om at komme først med nye produkter for herigennem at vinde markedsandele. Det eneste, der tilsyneladende ikke konkurreres på, er bidragssatserne for lån til ejerboliger og sommerhuse.

Det var måske også en strategisk overvejelse værd i realkreditsektoren, om de mange nye produkter efterhånden vil give så små serier, at det går ud over de særdeles gode rentevilkår, danske realkreditobligationer traditionelt har haft.

Den stigende gældsætning, den øgede brug af variabel rente og muligheden for afdragsfrie lån har aktualiseret spørgsmålet om husholdningernes sårbarhed i tilfælde af en væsentlig rentestigning.

Nationalbanken har på basis af data, som vi har fået stillet til rådighed af Nykredit, analyseret boligejernes rentefølsomhed. Analysen offentliggøres i vores årlige publikation "Finansiell stabilitet", som udkommer 12. maj. Analysen ser udelukkende på, hvordan renteudgifterne påvirkes, mens friværdiernes størrelse ikke indgår.

Jo højere indkomst, boligejerne har, des lavere er deres rentebelastning, dvs. deres renteudgifter i forhold til bruttoindkomsten. Men de højeste indkomstgrupper har til gengæld en større andel af variabelt forrentede lån.

På trods af forskellene i gældssammensætningen mellem de forskellige grupper når man i beregningerne frem til, at rentefølsomheden er nogenlunde ens for alle indkomstgrupper. Med rentefølsomhed menes, hvor meget rentebelastningen i gennemsnit for gruppen vil stige ved en

stigning i den korte rente. Som udtryk for kort rente bruges renten på et rentetilpasningslån, uanset løbetid.

Analysen viser, at hvis den korte rente stiger med 1 procentpoint, vil boligejerne i gennemsnit opleve, at deres renteudgifter stiger med ca. 1 pct. af deres bruttoindkomst. I gennemsnit vel at mærke. Der er nemlig en betydelig spredning i tallene, både inden for de enkelte grupper og med hensyn til andre kriterier, bl.a. geografi. For eksempel har husholdningerne i Hovedstadsområdet og Århus højere boliggyld end i resten af landet.

Er dette så en stor eller lille sårbarhed? Det kan man ikke vurdere ud fra en enkelt partiel analyse af gyldssammensætningen.

For det første er der som nævnt meget stor spredning i tallene. Så selv hvis den gennemsnitlige boligejer ikke får væsentlige problemer med at klare en rentestigning, så er der en ikke ubetydelig gruppe af husholdninger, der er langt mere udsatte, fordi de har mere end dobbelt så stor rentefølsomhed.

For det andet afhænger sårbarheden jo helt af, om den enkelte husholdning har andre lån til variabel rente, om den har en stødpude til at betale evt. øgede renteudgifter, og om den let kan reducere forbruget ved en rentestigning. Analysen rummer desværre ikke data til belysning af dette. Og det er jo bl.a. disse forhold, der bør være centrale i den rådgivning, der går forud for låneoptagelsen.

Når det er interessant at analysere boligejernes sårbarhed, skyldes det selvfølgelig, at vi har haft en lang årrække, hvor udviklingen er gået i en bestemt retning. Boligpriserne er steget og steget og samtidig har renten været meget lav og det er blevet lettere at låne. Adgangen til afdragsfrie lån er blevet udnyttet mere, end de fleste forventede. Derfor er nogen begyndt at stille sig det spørgsmål, om vi oplever en boble på ejendomsmarkedet – og hvis det er en boble, hvornår den så vil briste. Det er der bare ingen, der kan svare på med sikkerhed.

Bobler er vældig interessante for økonomer at analysere, men desværre viser erfaringen, at man hverken kan forudsige bobler eller konstatere dem, når de er der. Bobler er noget, man kan se bagefter.

I realkreditkredse – og i medierne generelt – opfatter man rentefald og lav rente som noget positivt, mens høje renter har et negativt image. Det er en typisk låntagersynsvinkel.

Men der er jo også en kreditorside, om end den spiller en væsentlig mindre rolle i debatten. Måske skyldes det, at mange menneskers formueplaceringer især sker kollektivt i pensionsordninger, hvor sammenhængen mellem renteniveau og afkast er mindre tydeligt for den enkelte.

Alligevel oplever vi en stigende fokusering på afkast og beklagelser over det lave obligationsafkast. Mange investorer kan stadig huske, at

man for ti år siden fik en meget højere obligationsrente, og den lave rente har givetvis været med til at styrke interessen for at investere i aktier og reale aktiver.

I dag giver en 10-årig statsobligation 3,5 pct. i rente, men da inflationen er under 1,5 pct. er der trods alt en positiv realrente. Men for skattepligtige investorer vil det reale efter skat obligationsafkast synes meget lavt.

Næsten 25 år i den finansielle sektor har lært mig, at man ikke kan være omhyggelig nok med at påpege sammenhængen mellem afkast og risiko. Bortset fra udnyttelse af asymmetriske skatteregler, så er der ikke store profitmuligheder, man som låntager eller finansiell investor kan få del i, medmindre man påtager sig en risiko. Der er ingen, der ved, hvordan valutakurser, aktiekurser, renten og for den sags skyld boligpriserne vil udvikle sig. Men mange har en skråsikker mening om det.

Derfor oplever vi i disse år en stigende interesse for diverse mere eksotiske investeringsprodukter, hvor afkastet knyttes til valutakurser, aktiekurser, eller lignende. Den slags produkter har man haft i mange år, men det nye er, at de nu også markedsføres til privatpersoner med forholdsvis beskedne investeringsporteføljer og uden særlig indsigt i finansielle forhold.

Investorer må selvfølgelig godt spekulere – det er bare vigtigt, at de ved, at de gør det.

Skrækhistorier i finanspressen viser engang imellem, at investorer ikke altid har gjort sig klart, at man i dag ikke kan opnå 10-12 pct. i årligt afkast uden at påtage sig en betydelig risiko.

Derfor må seriøs rådgivning være meget omhyggelig med at påpege risikoen og muligheden for at opnå risikospredning ved ikke at lægge for mange æg i en kurv.

Pressemeddelelser

DEN 29. MARTS: TILFØJELSE AF SYV NYE VALUTAER TIL NATIONALBANKENS DAGLIGT OFFENTLIGGJORTE VALUTAKURSER

Nationalbankens valutakursliste udvides pr. 1. april 2005 med syv nye valutaer og antallet af betydende cifre på islandske kroner (ISK), ungarske forint (HUF) og slovenske tolar (SIT) ændres fra de nuværende tre til fire.

De syv nye valutaer på Nationalbankens valutakursliste er:

- Kroatiske kuna (HRK)
- Filippinske pesos (PHP)
- Russiske rubler (RUB)
- Indonesiske rupiah (IDR)
- Thailandske baht (THB)
- Kinesiske yuan renminbi (CNY)
- Malaysiske ringgit (MYR)

Nationalbankens samlede valutakursliste omfatter herefter 36 valutaer.

Nationalbankens valutakurser fastsættes normalt kl. 14.15 på grundlag af oplysninger fra en række centralbanker. Valutakurserne offentliggøres til information, og der kan ikke handles valuta i Nationalbanken til de offentliggjorte kurser.

DEN 4. APRIL: DOM VEDRØRENDE HIMMERLANDSBANKEN

Konkursboet efter Himmerlandsbanken har i dag tabt den såkaldte obligationssag ved Højesteret. Dommen betyder, at indehavere af supplerende kapital bliver sidestillet med øvrige kreditorer.

Efter Højesterets dom vil Nationalbanken få iværksat de nødvendige procedurer, som fører til, at berettigede krav i medfør af Garantikonsortiets garanti udbetales hurtigst muligt.

DEN 2. MAJ: CYPERN, LETLAND OG MALTA I ERM2

Med virkning fra 2. maj 2005 er Cypern, Letland og Malta indtrådt i EUs valutakurssamarbejde, ERM2.

Nationalbanken hilser de nye deltagerlande velkomne i ERM2.

Centralkurs og udsvingsbånd for de tre landes valutaer er fastlagt i forhold til euro og fremgår af pressemeddelelser fra EU og ECB.

Optagelsen af de nye lande medfører ingen ændringer i centralkurs, udsvingsbånd og øvrige vilkår for den danske krone i ERM2.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkredit- institutternes 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 hovedposter (netto fra udlandet).....	16
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet).....	17
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet	18
Nationalregnskabets forsyningsbalance	19
Udviklingen i forbruger- og nettopriserne	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 20. maj 2005.

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 AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's minimum-budrente		Penge-markeds-rente, 3 måneders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktiekurs indeks KFX
	Diskonto	Udlån og indskudsbeviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.		Ultimo		Procent p.a.		3.7.89 =100	
2000	4,75	5,40	4,75	2000	5,33	5,20	7,30	313,90
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
2002 6. dec	2,75	2,95	2,75	okt 04	2,15	4,18	5,21	272,18
2003 7.mar	2,50	2,70	2,50	nov 04	2,16	4,02	5,14	282,88
23. maj	2,50	2,65	2,50	dec 04	2,16	3,87	5,07	286,66
6. jun	2,00	2,15	2,00	jan 05	2,15	3,67	4,45	291,02
				feb 05	2,13	3,77	4,47	311,96
2005 20. maj ...	2,00	2,15	2,00	mar 05	2,14	3,74	4,46	316,66
				apr 05	2,13	3,45	4,34	306,25

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.						
2000	117,5	44,8	37,7	51,9	8,1	25,3	34,6
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
nov 04	217,6	50,4	75,9	128,2	13,2	63,5	77,8
dec 04	217,7	52,0	58,0	160,4	7,1	72,6	94,8
jan 05	223,6	50,8	65,8	163,6	13,9	84,3	93,2
feb 05	224,1	50,7	50,6	187,2	9,6	87,6	109,3
mar 05	235,1	51,6	80,7	177,7	5,6	93,3	90,0
apr 05	226,8	52,0	80,3	163,4	4,5	86,8	81,1

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
2000	62,3	65,7	-3,4	-37,7	2,1	0,4	-38,7	34,6
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
nov 04	35,0	-2,9	37,9	0,6	0,6	-1,1	38,0	77,8
dec 04	24,0	6,0	18,0	0,1	-0,7	-0,3	17,0	94,8
jan 05	3,0	10,8	-7,7	6,0	-0,2	0,3	-1,6	93,2
feb 05	11,7	-3,5	15,2	0,4	0,8	-0,2	16,1	109,3
mar 05	-7,0	10,3	-17,3	-1,8	-1,9	1,8	-19,2	90,0
apr 05	9,5	12,6	-3,1	-4,8	0,4	-1,4	-8,9	81,1

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo	Mia.kr.							
2000	2.806,8	68,1	1.690,6	114,2	43,1	649,2	1.019,2	46,3
2001	2.932,1	75,0	1.850,9	133,1	37,0	686,3	1.048,7	-57,0
2002	3.201,5	79,9	1.944,6	142,8	36,5	723,3	1.125,9	-63,9
2003	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
2004	3.683,4	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-66,9
okt 04	3.656,1	93,4	2.210,6	131,4	45,9	923,5	1.175,8	-69,8
nov 04	3.716,9	93,3	2.230,0	107,8	46,2	895,5	1.182,2	-73,6
dec 04	3.683,4	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-66,9
jan 05	3.712,9	99,5	2.275,2	102,9	49,1	889,6	1.223,1	-83,3
feb 05	3.797,7	95,4	2.303,0	108,7	48,0	870,4	1.238,6	-122,2
mar 05	3.861,2	95,7	2.336,5	109,5	47,2	897,9	1.259,1	-107,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
2000	...	14,5	11,5	-9,2	-5,7	0,1	0,1	...
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	...
okt 04	...	6,4	8,7	-13,4	8,7	12,1	6,1	...
nov 04	...	6,5	9,2	-11,7	9,2	13,9	6,4	...
dec 04	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
jan 05	...	11,4	9,9	-18,6	12,0	9,5	6,4	...
feb 05	...	9,3	10,8	-12,4	7,2	8,4	6,9	...
mar 05	...	5,1	10,0	-18,8	6,4	6,1	6,6	...

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

¹ MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differensen 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.								
2000	37,4	349,2	386,6	101,7	6,9	495,2	3,3	8,6	507,1
2001	39,2	375,6	414,9	102,7	9,9	527,4	4,0	15,0	546,4
2002	39,0	392,1	431,0	105,0	15,8	551,8	7,1	45,8	604,7
2003	41,0	428,2	469,2	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,6
2004	43,7	492,8	536,6	119,2	21,0	676,7	2,0	20,2	699,0
okt 04	42,3	486,5	528,9	143,6	20,4	692,8	4,7	88,7	786,3
nov 04	42,6	496,9	539,5	144,7	22,3	706,6	4,5	76,4	787,5
dec 04	43,7	492,8	536,6	119,2	21,0	676,7	2,0	20,2	699,0
jan 05	43,2	502,0	545,2	135,1	21,3	701,6	4,9	6,7	713,1
feb 05	43,0	500,4	543,5	134,8	21,3	699,6	6,3	0,5	706,5
mar 05	43,1	508,1	551,2	128,3	18,3	697,8	2,8	2,4	703,0
Ændring i forhold til året før, pct.									
2000	...	...	2,3	...	...	-1,3	...	...	-3,1
2001	...	...	7,3	...	...	6,5	...	...	7,7
2002	...	...	3,9	...	...	4,6	...	...	10,7
2003	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	12,5
2004	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
okt 04	...	...	10,1	...	...	9,5	...	...	9,4
nov 04	...	...	12,0	...	...	12,5	...	...	9,5
dec 04	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
jan 05	...	...	13,5	...	...	9,5	...	...	-6,1
feb 05	...	...	13,8	...	...	10,3	...	...	-6,8
mar 05	...	...	15,6	...	...	9,5	...	...	-7,7

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.							
2000	1.685,8	427,8	526,2	239,0	186,4	456,1	579,9	684,3
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	663,0	271,6	285,7	764,4	823,8	795,2
2004	2.418,3	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
okt 04	2.372,1	510,5	725,9	305,1	302,0	795,5	850,1	903,5
nov 04	2.436,3	510,8	738,6	306,1	310,8	789,2	802,0	947,9
dec 04	2.418,3	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
jan 05	2.465,4	510,4	774,2	321,8	316,1	830,9	867,0	935,9
feb 05	2.567,6	502,7	782,6	329,0	319,9	895,6	952,6	936,1
mar 05	2.642,8	562,2	799,5	343,5	324,7	906,8	1.024,6	933,0
Ændring i forhold til året før, pct.								
2000	...	10,1	31,6	17,0	59,0	6,6	24,5	0,9
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	...	5,7	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
okt 04	...	25,9	12,5	18,1	10,6	2,2	14,4	12,3
nov 04	...	22,4	14,1	19,2	12,2	2,1	8,6	17,7
dec 04	...	5,7	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
jan 05	...	12,8	17,0	21,3	12,9	9,9	16,3	11,8
feb 05	...	12,2	19,0	23,5	14,2	15,6	27,0	11,8
mar 05	...	13,9	15,6	23,4	9,3	14,6	22,7	10,2

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 årstigningstakt.

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.							
2000	1.341,1	53,7	1.095,9	830,2	225,6	163,7	36,2	1.212,9
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
okt 04	1.721,1	56,7	1.478,8	1.130,8	308,0	152,6	37,5	1.590,5
nov 04	1.760,6	57,5	1.487,2	1.137,5	309,1	176,1	42,7	1.623,7
dec 04	2.097,4	91,2	1.489,9	1.141,3	307,9	481,2	26,1	1.952,5
jan 05	1.713,1	68,9	1.499,7	1.147,7	311,1	117,4	17,3	1.618,9
feb 05	1.780,1	97,7	1.514,7	1.158,4	315,4	136,3	27,0	1.670,9
mar 05	1.855,8	143,4	1.529,6	1.169,2	318,6	153,8	24,4	1.736,8
Ændring i forhold til året før, pct.								
2000	...	10,5	4,2	5,6	1,2	38,8	63,8	8,7
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
okt 04	...	23,7	7,0	6,4	9,4	23,2	157,7	8,4
nov 04	...	2,9	7,1	6,4	9,2	39,3	217,4	8,9
dec 04	...	-9,6	6,8	6,5	8,3	40,4	-19,9	12,9
jan 05	...	40,2	6,8	6,1	9,1	22,9	5,6	8,8
feb 05	...	93,3	7,2	6,9	8,1	28,6	45,6	9,9
mar 05	...	74,8	7,2	6,9	8,5	18,4	-9,6	10,8

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
	Mia.kr.								
Ultimo									
2000	1.688,3	1.069,2	561,0	592,4	239,0	329,7	1.095,9	830,2	231,4
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	1.343,7	683,1	693,2	271,6	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
okt 04	2.236,0	1.435,9	736,9	757,2	305,1	422,8	1.478,8	1.130,8	314,1
nov 04	2.257,0	1.443,6	748,7	769,8	306,1	433,4	1.487,2	1.137,5	315,2
dec 04	2.276,0	1.466,1	741,0	786,0	324,8	426,8	1.489,9	1.141,3	314,2
jan 05	2.305,1	1.469,5	765,4	805,4	321,8	448,1	1.499,7	1.147,7	317,3
feb 05	2.328,6	1.487,4	773,0	813,9	329,0	451,4	1.514,7	1.158,4	321,6
mar 05	2.360,3	1.512,7	779,0	830,7	343,5	454,2	1.529,6	1.169,2	324,8
Ændring i forhold til året før, pct.									
2000	7,3	8,0	6,6	13,3	17,0	13,1	4,3	5,6	-1,6
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
okt 04	8,7	8,7	8,8	12,1	18,1	8,7	7,0	6,4	9,0
nov 04	9,2	8,8	9,7	13,6	19,2	10,3	7,1	6,4	8,8
dec 04	9,0	9,1	8,5	13,4	19,6	8,8	6,8	6,5	8,0
jan 05	9,9	9,1	11,0	16,2	21,3	12,4	6,8	6,1	8,9
feb 05	10,7	10,2	11,3	18,0	23,5	13,8	7,2	6,9	7,9
mar 05	9,8	10,2	8,4	14,8	23,4	8,5	7,2	6,9	8,3

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

Ultimo		Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
			I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån¹
	Mia.kr.						
2000	113,1	882,4	99,8	79,0	1.095,4	15,5	...
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
okt 04	97,9	744,0	635,9	363,4	1.477,8	87,6	...
nov 04	97,3	744,8	644,0	361,7	1.486,1	87,2	...
dec 04	94,6	737,6	656,1	378,4	1.488,4	84,9	170,5
jan 05	94,8	724,8	677,8	424,7	1.497,3	85,2	...
feb 05	95,0	720,1	698,6	443,0	1.513,7	86,9	...
mar 05	95,1	695,3	738,3	508,5	1.528,8	88,0	206,5

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
1. kv. 03	5,8	8,2	5,8	3,4	2,2	1,7	2,4	2,7
2. kv. 03	5,8	8,1	5,6	3,2	2,0	1,6	2,1	2,5
3. kv. 03	5,4	7,6	5,2	2,8	1,5	1,1	1,7	2,1
4. kv. 03	5,4	7,5	5,0	2,9	1,5	1,1	1,7	2,1
1. kv. 04	5,3	7,3	4,9	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1
2. kv. 04	5,2	7,2	4,8	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1
3. kv. 04	5,2	7,1	4,8	2,8	1,5	1,2	1,7	2,0
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
okt 04	5,1	7,0	4,8	2,8	1,6	1,2	1,7	2,0
nov 04	5,1	6,9	4,8	2,8	1,6	1,2	1,7	2,1
dec 04	5,1	6,8	4,8	2,8	1,6	1,2	1,7	2,1
jan 05	5,1	6,8	4,7	2,8	1,6	1,3	1,7	2,1
feb 05	5,1	6,8	4,8	2,8	1,7	1,3	1,7	2,1
mar 05	5,0	6,7	4,7	2,7	1,7	1,3	1,7	2,2

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
Ultimo	Mia.kr.						
2000	258,1	100,5	147,3	140,8	56,8	49,0	10,4
2001	282,8	135,4	137,1	143,4	62,2	66,9	9,6
2002	288,9	180,8	89,5	153,6	68,9	52,7	8,9
2003	367,1	237,2	108,7	188,2	103,2	60,4	12,3
2004	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
1. kv. 04	481,3	282,9	135,3	199,5	120,7	145,0	12,9
2. kv. 04	478,5	277,5	138,8	199,6	120,8	143,4	12,8
3. kv. 04	497,4	292,1	139,4	205,6	125,6	150,2	13,5
4. kv. 04	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
1. kv. 05	607,5	343,4	181,2	224,6	193,5	169,3	16,1
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
1. kv. 04	...	40,0	17,1	7,5	12,6	80,0	0,6
2. kv. 04	...	1,2	5,1	5,1	2,8	0,0	0,1
3. kv. 04	...	10,0	1,9	4,0	2,5	3,9	0,3
4. kv. 04	...	36,3	19,2	3,1	31,1	24,6	1,5
1. kv. 05	...	15,7	10,0	6,5	7,5	5,0	0,6

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.							
2000	1.659,5	336,8	455,1	214,6	1.090,3	118,2	634,0	255,2
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	2.370,0	452,2	496,7	224,7	1.759,8	224,8	592,1	244,5
nov 04	2.018,7	449,5	485,4	255,8	1.419,1	191,1	580,3	245,3
dec 04	2.370,0	452,2	496,7	224,7	1.759,8	224,8	592,1	244,5
jan 05	2.007,8	446,5	514,4	210,4	1.382,7	233,5	610,7	238,0
feb 05	2.056,4	434,4	515,5	196,0	1.429,0	235,7	648,4	250,9
mar 05	2.108,5	460,2	511,1	215,8	1.485,8	241,7	650,4	259,3
apr 05	2.054,0	451,5	527,0	214,5	1.414,4	234,1	633,1	252,1

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansi- el netto- formue	I alt
	Mia.kr.							
Ultimo								
2000	528	214	307	865	1.913	1.226	687	1.913
2001	551	199	286	890	1.927	1.316	611	1.927
2002	580	191	285	931	1.987	1.403	584	1.987
2003	618	181	361	1.002	2.162	1.506	656	2.161
2004	672	180	426	1.074	2.353	1.667	686	2.353
4. kv. 03	618	181	361	1.002	2.162	1.505	656	2.161
1. kv. 04	617	176	381	1.042	2.216	1.493	724	2.217
2. kv. 04	659	166	386	1.043	2.255	1.554	701	2.255
3. kv. 04	667	164	401	1.045	2.278	1.571	707	2.278
4. kv. 04	672	180	426	1.074	2.353	1.667	686	2.353

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansi- el netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo									
2000	468	152	662	1.282	1.032	79	1.122	-951	1.282
2001	516	139	703	1.358	1.141	95	1.032	-910	1.359
2002	529	139	628	1.296	1.111	114	909	-838	1.296
2003	626	138	627	1.393	1.128	125	1.080	-939	1.392
2004	634	164	734	1.532	1.172	170	1.153	-963	1.532
4. kv. 03	626	138	627	1.393	1.128	125	1.080	-939	1.392
1. kv. 04	601	140	654	1.396	1.126	138	1.121	-989	1.396
2. kv. 04	550	142	653	1.345	1.160	136	1.067	-1.018	1.345
3. kv. 04	545	144	681	1.371	1.156	144	1.094	-1.023	1.371
4. kv. 04	634	164	734	1.532	1.172	170	1.153	-963	1.532

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.					
2000	54,1	22,1	76,2	-32,8	-24,8	18,6
2001	61,7	25,0	86,7	-25,0	-21,6	40,1
2002	60,7	17,6	78,3	-24,6	-23,3	30,3
2003	63,9	22,4	86,2	-17,1	-23,0	46,1
2004	58,0	17,7	75,7	-13,8	-25,0	37,0
apr 03 - mar 04	63,9	23,4	87,2	-15,6	-23,5	48,2
apr 04 - mar 05	54,1	17,3	71,4	-17,0	-20,5	33,8
okt 04	5,5	0,9	6,4	-1,5	-2,2	2,8
nov 04	6,2	0,7	6,9	-5,3	-1,6	0,0
dec 04	3,5	0,4	3,9	-0,5	-2,4	1,0
jan 05	2,1	1,1	3,2	-1,3	-1,7	0,2
feb 05	4,1	0,6	4,6	-0,7	2,9	6,8
mar 05	4,5	1,7	6,1	-5,0	-0,2	0,9

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

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Løbende poster	Kapitalimport				Andet ¹	Forøgelse af valuta-reserven
		Direkte investeringer		Porteføljeeinvesteringer	Anden kapitalimport		
		Danske i udlandet	Udenlandske i Danmark				
	Mia.kr.						
2000	18,6	-202,7	266,8	-145,8	64,1	-44,0	-43,0
2001	40,1	-107,9	92,5	-35,3	8,6	29,5	27,5
2002	30,3	-44,9	52,3	1,2	20,9	-14,4	45,4
2003	46,1	-8,0	17,8	-98,3	72,5	0,7	30,8
2004	37,0	62,1	-62,6	-87,1	-21,9	66,0	-6,5
apr 03 – mar 04	48,2	6,3	6,0	-109,7	40,0	26,4	17,2
apr 04 – mar 05	33,8	43,5	-60,1	-101,2	72,9	30,8	19,7
okt 04	2,8	-3,5	7,1	-28,4	4,6	13,6	-3,8
nov 04	0,0	0,5	7,4	-15,1	6,7	-3,0	-3,5
dec 04	1,0	1,1	1,6	14,8	-25,7	7,3	0,1
jan 05	0,2	0,1	-4,6	-21,9	26,8	5,4	6,0
feb 05	6,8	-12,4	-2,9	-34,7	52,2	-8,6	0,4
mar 05	0,9	-0,3	2,0	40,6	-27,0	-5,2	11,0

¹ Omfatter kapitaloverførsler, fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2000	-21,3	47,7	19,3	-78,7	-112,8	-145,8
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
okt 04	-15,4	-16,7	0,8	4,8	-1,8	-28,4
nov 04	-6,2	15,1	0,9	-22,4	-2,4	-15,1
dec 04	18,2	14,8	-1,0	-4,5	-12,6	14,8
jan 05	18,3	1,3	-0,8	-33,0	-7,8	-21,9
feb 05	-7,7	-1,8	0,9	-22,1	-4,0	-34,7
mar 05	9,7	33,9	3,0	-4,6	-1,4	40,6

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		Andre investeringer	Valuta-reserven	I alt
	Danske i udlandet	Udenland-ske i Dan-mark	Aktier mv.	Obligatio-ner mv.			
Ultimo	Mia.kr.						
Aktiver							
2000	557	29	454	229	667	121	2.056
2001	624	35	403	317	598	152	2.130
2002	585	30	254	359	758	197	2.182
2003	579	32	310	446	747	228	2.342
2004	512	32	358	522	884	219	2.527
4. kv. 03	579	32	310	446	747	228	2.342
1. kv. 04	573	32	349	465	781	219	2.419
2. kv. 04	515	32	352	470	767	229	2.364
3. kv. 04	511	32	343	508	812	228	2.433
4. kv. 04	512	32	358	522	884	219	2.527
Passiver							
2000	26	564	218	646	816	3	2.274
2001	33	602	201	749	766	4	2.355
2002	34	553	146	758	913	4	2.408
2003	42	555	186	770	964	3	2.520
2004	42	495	224	857	1.073	2	2.693
4. kv. 03	42	555	186	770	964	3	2.520
1. kv. 04	42	550	202	828	963	1	2.586
2. kv. 04	42	481	208	851	947	1	2.529
3. kv. 04	42	478	220	839	1.023	2	2.603
4. kv. 04	42	495	224	857	1.073	2	2.693
Nettoaktiver							
2000	531	-535	236	-418	-150	117	-218
2001	591	-567	203	-432	-168	148	-224
2002	551	-523	107	-400	-155	193	-227
2003	537	-524	124	-323	-217	224	-178
2004	471	-463	134	-336	-189	217	-166
4. kv. 03	537	-524	124	-323	-217	224	-178
1. kv. 04	532	-519	146	-363	-182	218	-168
2. kv. 04	474	-449	144	-381	-180	228	-165
3. kv. 04	469	-446	123	-331	-211	226	-170
4. kv. 04	471	-463	134	-336	-189	217	-166

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

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
1999	1.207,7	599,5	312,1	240,9	-2,6	1.149,9	459,6	401,8
2000	1.279,0	610,5	323,4	258,1	10,9	1.202,8	563,4	487,2
2001	1.323,0	624,5	343,3	268,4	1,3	1.237,4	591,5	506,0
2002	1.350,8	641,9	358,5	272,8	0,7	1.273,9	602,7	525,8
2003	1.390,5	659,3	371,8	274,4	-1,0	1.304,4	594,8	508,7
2004	1.446,5	695,3	385,6	287,5	4,1	1.372,6	629,3	555,4
4. kv. 03	363,5	174,0	95,8	75,0	-3,1	341,8	154,3	132,6
1. kv. 04	347,2	167,7	93,6	65,8	2,6	329,6	146,5	128,9
2. kv. 04	362,9	171,5	96,5	72,3	0,5	340,8	158,9	136,7
3. kv. 04	358,3	170,3	96,0	70,9	3,4	340,6	159,9	142,1
4. kv. 04	378,0	185,8	99,5	78,6	-2,3	361,6	164,0	147,7
Realvækst i forhold til året før, pct.								
1999	2,6	0,7	2,0	1,5	...	0,1	12,3	5,5
2000	2,8	-0,7	0,9	6,9	...	2,4	13,5	13,5
2001	1,3	-0,2	2,7	3,8	...	0,8	4,4	3,5
2002	0,5	0,6	2,1	2,3	...	1,4	4,8	7,3
2003	0,7	0,9	1,0	1,5	...	0,9	-1,6	-1,4
2004	2,4	4,3	0,7	4,7	...	3,9	4,0	7,4
4. kv. 03	1,1	2,6	0,6	5,4	...	2,5	-2,2	0,5
1. kv. 04	1,3	3,2	1,2	-0,6	...	1,8	0,6	1,6
2. kv. 04	2,9	4,1	0,8	8,4	...	3,8	6,5	8,8
3. kv. 04	2,4	4,2	0,1	6,5	...	5,7	4,0	11,4
4. kv. 04	2,9	5,6	0,8	4,8	...	4,3	4,7	8,0
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
4. kv. 03	0,3	1,4	0,1	3,0	...	1,4	0,0	2,8
1. kv. 04	1,1	0,6	0,5	-3,7	...	-0,5	1,2	0,2
2. kv. 04	0,9	1,1	0,2	4,8	...	1,8	5,1	5,3
3. kv. 04	0,1	1,0	-0,6	2,2	...	0,9	-2,1	2,6
4. kv. 04	0,8	2,9	0,7	1,4	...	2,0	0,7	-0,1

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE

Tabel 20

	Forbrugerpris- indeks		Netto- pris- indeks	Energi	Import	Indenlandske priser				
						I alt	Føde- varer	Husleje	Offent- lige ydelser	IMI
	Vægte									
	HICP	CPI	1,000	0,080	0,157	0,764	0,128	0,232	0,034	0,370
	Vækst i forhold til året før, pct.									
2000	2,7	2,9	3,1	19,5	4,3	1,7	2,4	3,1	3,7	0,1
2001	2,3	2,4	2,4	-0,9	2,4	2,7	3,4	3,0	3,3	2,1
2002	2,4	2,4	2,5	0,9	0,4	3,0	2,0	2,9	4,5	3,2
2003	2,0	2,1	2,3	1,8	0,4	2,6	1,8	2,7	7,9	2,2
2004	0,9	1,2	1,4	5,0	0,8	1,2	-0,6	2,2	4,4	0,6
2002 1. kv.	2,5	2,5	2,7	-0,7	0,1	3,4	3,4	3,1	3,9	3,6
2. kv.	2,1	2,3	2,3	-0,3	0,5	2,8	1,6	3,1	4,5	2,9
3. kv.	2,4	2,3	2,5	-0,2	0,5	3,0	1,4	2,8	4,2	3,6
4. kv.	2,7	2,6	2,6	5,1	0,8	2,7	1,5	2,6	5,1	2,9
2003 1. kv.	2,8	2,8	2,8	10,9	1,3	2,4	1,6	2,7	8,1	1,8
2. kv.	2,2	2,3	2,4	-0,4	0,8	2,9	1,7	2,7	8,6	2,7
3. kv.	1,6	1,8	2,0	-0,8	0,0	2,5	1,8	2,7	8,3	1,9
4. kv.	1,3	1,5	1,9	-2,3	-0,6	2,7	2,2	2,7	6,8	2,3
2004 1. kv.	0,7	0,9	1,2	-5,8	-0,3	2,1	0,2	2,4	4,5	2,2
2. kv.	0,8	1,1	1,4	5,2	0,0	1,4	-0,3	2,2	4,0	1,0
3. kv.	1,0	1,2	1,5	9,3	1,2	0,9	-0,8	2,2	3,9	0,3
4. kv.	1,2	1,4	1,4	12,5	2,6	0,3	-1,6	2,2	5,0	-0,9
2005 1. kv.	1,0	1,2	1,4	9,0	2,8	0,6	-0,3	2,5	4,7	-0,9

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2002.

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korigeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til nedsættelse af priserne.

IMI udtrykker den indenlandske, markedsbestemte inflation. IMI er normalt større end stigningen i nettoprisindekset som følge af et større indhold af tjenesteydelser, der typisk har en kraftigere prisudvikling end i andre sektorer.

HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktion- er	Nyregi- strer- in- ger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri ¹	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
2000	5,4	100,0	100,0	2.584	113.634	2	5	-1	2
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	96.502	1	-6	-18	-2
2004	6,4	102,1	113,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
Sæsonkorrigeret									
nov 04	6,2	100,7	118,2	196	11.776	8	-2	1	17
dec 04	6,1	103,1	120,2	176	11.555	9	1	3	13
jan 05	6,1	101,1	117,2	173	12.287	9	3	2	10
feb 05	5,9	98,8	116,6	175	11.377	10	3	2	17
mar 05	5,9	97,4	116,3	181	11.095	7	2	2	22
apr 05	...	...	...	187	11.597	7	-8	3	20

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2000	2.736	1.917	118,7	118,3	113,9	153,0
2001	2.746	1.922	123,7	123,4	117,3	162,0
2002	2.741	1.907	128,5	128,4	120,7	168,0
2003	2.720	1.885	133,3	133,7	124,3	173,3
2004	2.723	1.885	137,4	137,9	127,6	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 03	2.718	1.883	135,1	135,6	125,5	175,2
1. kv. 04	2.713	1.871	136,0	136,5	126,5	179,8
2. kv. 04	2.730	1.884	136,4	137,4	127,4	186,6
3. kv. 04	2.730	1.897	138,2	138,5	127,7	191,1
4. kv. 04	2.718	1.888	138,9	139,1	128,8	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2000	0,6	0,9	3,6	3,5	3,5	6,4
2001	0,4	0,3	4,2	4,3	3,0	5,9
2002	-0,2	-0,8	3,9	4,0	2,9	3,7
2003	-0,7	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,1
2004	0,1	0,0	3,0	3,1	2,7	...
4. kv. 03	-0,5	-1,1	3,5	3,9	2,7	3,4
1. kv. 04	-0,7	-1,2	3,3	3,5	2,7	6,0
2. kv. 04	0,4	0,2	3,1	3,4	2,9	7,8
3. kv. 04	0,6	0,9	2,9	3,1	2,5	9,1
4. kv. 04	0,0	0,3	2,8	2,6	2,6	...

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	GBP	SEK	NOK	USD	JPY	CHF
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2000	745,37	1.223,33	88,26	91,89	809,03	7,5081	478,68
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
nov 04	743,13	1.063,74	82,59	91,28	572,11	5,4609	488,39
dec 04	743,32	1.070,97	82,80	90,46	555,13	5,3456	484,06
jan 05	744,05	1.065,01	82,24	90,60	567,20	5,4866	481,00
feb 05	744,27	1.079,16	81,92	89,46	571,96	5,4512	480,15
mar 05	744,64	1.075,75	81,94	90,95	563,71	5,3623	480,68
apr 05	744,99	1.090,89	81,27	91,11	576,15	5,3666	481,37

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					1996=100
2000	95,6	219,3	208,3	100,6	98,6	106,0
2001	96,9	224,4	213,5	101,8	101,2	108,5
2002	97,7	229,9	217,1	103,5	103,3	110,9
2003	101,2	234,7	220,9	107,5	108,2	113,2
2004	102,2	237,4	227,1	106,8	109,7	115,7
nov 04	102,8	238,1	228,3	107,0	...	116,4
dec 04	103,2	237,7	228,8	106,9	110,1	116,9
jan 05	102,8	237,0	228,4	106,4	...	116,2
feb 05	102,5	239,4	229,1	106,9	...	116,6
mar 05	102,7	240,7	230,1	107,2	...	117,4
apr 05	102,4	242,1	230,8	107,2	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
2000	-4,1	2,9	2,3	-3,5	-4,0	2,1
2001	1,3	2,4	2,5	1,2	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	4,8	2,1
2004	1,0	1,2	1,7	0,4	1,4	2,1
nov 04	1,4	1,3	2,0	0,5	...	2,2
dec 04	1,0	1,2	2,0	0,0	0,9	2,4
jan 05	0,2	1,0	1,8	-0,8	...	1,9
feb 05	-0,1	1,3	1,8	-0,8	...	2,1
mar 05	0,6	1,4	1,9	-0,1	...	2,1
apr 05	0,9	1,8	1,9	0,7	...	...

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.

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.