



Danmarks  
Nationalbank

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Redaktionen er afsluttet den 12. september 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](mailto:info@nationalbanken.dk)

[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Kvartalsoversigt – 4. kvartal 2005 planlægges offentliggjort 1. december 2005.

SCHULTZ GRAFISK A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

---

# Indhold

---

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Seneste økonomiske og monetære udvikling .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 1  |
| Aktiviteten i pengemarkedet og Nationalbankens<br>markedsoperationer .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 25 |
| Udvidelse af statistik for MFI-sektoren.....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 29 |
| Rente og risiko .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 31 |
| Jens Thomsen, nationalbankdirektør                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |    |
| Nogle eksempler på senere års kredithændelser illustrerer de risici, som købere<br>af obligationer med kreditrisiko står over for. Der er ingen "free lunch". Højere<br>rente afspejler højere risiko.                                                                                                                                                                                   |    |
| Gennemgang af det finansielle system i Danmark.....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 41 |
| Gitte Wallin Pedersen, Internationalt Kontor                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |    |
| IMF er i disse år ved at analysere strukturen og sårbarheden af den finansielle<br>sektor i de enkelte medlemslande. For Danmarks vedkommende er det aftalt, at<br>IMF undersøger det finansielle system i løbet af 2005 og 2006.                                                                                                                                                        |    |
| Stabilitets- og vækstpagten – status 2005.....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 49 |
| Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen,<br>Internationalt Kontor                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |    |
| Mange lande har i de seneste år haft problemer med at overholde reglerne i sta-<br>bilitets- og vækstpagten. I marts 2005 vedtog Det Europæiske Råd en række æn-<br>dringsforslag, der opdaterer og supplerer pagten. Artiklen beskriver ændringer-<br>ne i stabilitets- og vækstpagten og gør status over igangværende procedurer<br>vedrørende uforholdsmæssigt store budgetunderskud. |    |
| Færøsk økonomi – en aktuel status.....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 67 |
| Christian Ølgaard, Økonomisk Afdeling                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |    |
| Aktiviteten i færøsk økonomi gik lidt tilbage i 2004, primært som følge af tilba-<br>gegang i fiskeriet og fiskeindustrien. Arbejdsløsheden steg, men er stadig lav<br>sammenlignet med andre lande. De offentlige finanser blev forværret, og lands-<br>kassen havde et mindre underskud. Den samlede økonomiske udvikling ser ud til at<br>fortsætte i 2005 og 2006.                   |    |
| Pressemeddelelser .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 77 |

## Tabelafsnit



---

# Seneste økonomiske og monetære udvikling

---

*Oversigten vedrører perioden fra maj til begyndelsen af september 2005.*

---

## INTERNATIONAL BAGGRUND

---

Der var i 1. halvår 2005 fortsat robust vækst i verdensøkonomien som helhed, om end i et lidt lavere tempo end i 2004. Væksten var høj i USA og Asien, herunder især Kina, mens et opsving i euroområdet fortsat lader vente på sig som følge af en beskeden vækst i den indenlandske efterspørgsel. Inflationsudsigterne er generelt moderate trods stigende oliepriser. I slutningen af august blev det sydlige USA ramt af orkanen Katrina. Ødelæggelserne vil i en periode begrænse forsyningen af især raffinerede olieprodukter, hvilket umiddelbart fik priserne på bl.a. benzin til at stige. Konsekvenserne af orkanen kan blive en lidt lavere vækst i den økonomiske aktivitet i USA på det korte sigt, mens væksten formentlig ikke påvirkes væsentligt på lidt længere sigt.

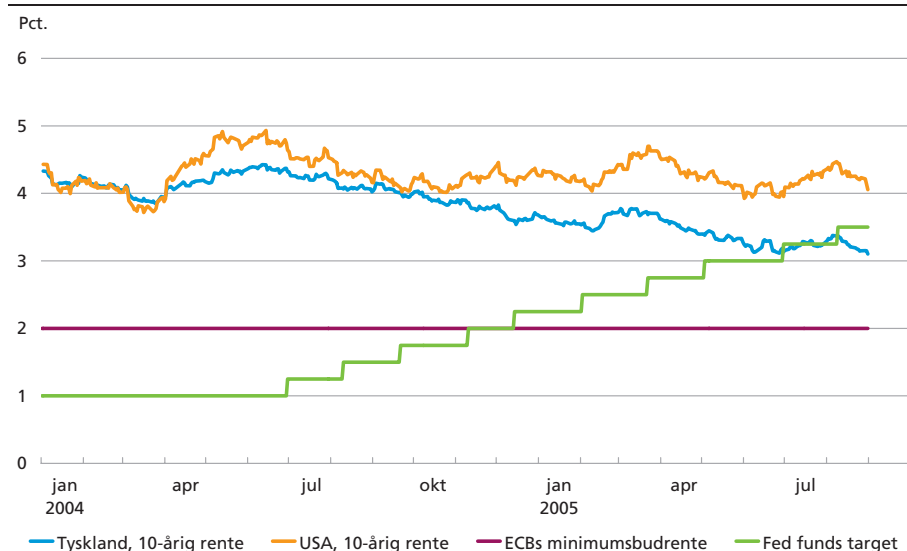
### Rente- og valutakursudviklingen

Den amerikanske centralbank fortsatte stramningerne af pengepolitikken ved at hæve den pengepolitiske nøglerente med 0,25 procentpoint i både juni og august. Den pengepolitiske nøglerente er siden juni 2004 hævet med i alt 2,5 procentpoint til 3,5 pct., jf. figur 1, og markedet forventer yderligere renteforhøjelser. Stramningerne af pengepolitikken har ikke fået de lange renter i USA til at stige. I begyndelsen af september var renten på en 10-årig statsobligation tværtimod noget lavere end i juni 2004, og spændet i forhold til den pengepolitiske rente var positivt, men lavt. Forholdet må grundlæggende tages som udtryk for, at de langsigtede inflationsforventninger er stabile. Derudover kan en institutionelt betinget efterspørgsel efter amerikanske statsobligationer fra pensionskasser og asiatiske centralbanker have været medvirkende til at holde de lange renter nede. Hen over sommeren har den 10-årige statsobligationsrente bevæget sig noget, men i begyndelsen af september var renten tilbage på stort set samme niveau som i juni.

Euroområdet har ikke haft samme vækst i den økonomiske aktivitet som USA, hvorfor både de pengepolitiske renter og de lange markedsrenter er blevet afkoblet fra udviklingen i USA. Den Europæiske Centralbank, ECB, har fastholdt den pengepolitiske rente på 2 pct. siden juni

PENGEPOLITISKE OG LANGE RENTER I TYSKLAND OG USA

Figur 1



Anm.: De 10-årige renter er statsobligationsrenter. Sidste observation er 6. september 2005.

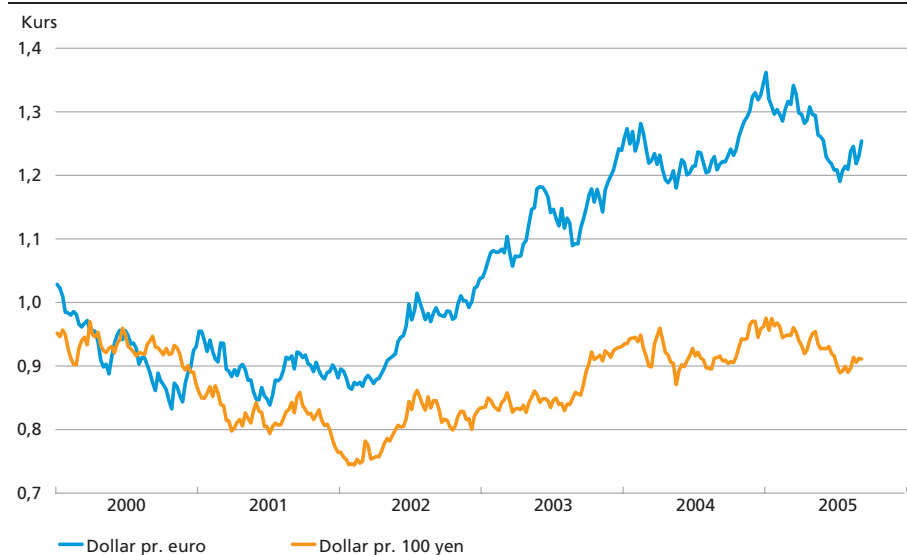
Kilde: EcoWin.

2003. Samtidig har renten på en tysk 10-årig statsobligation stort set været faldende siden juni 2004. Udviklingen har betydet, at renterne i euroområdet nu ligger væsentligt under niveauet i USA.

Dollaren er i den forløbne del af året blevet styrket over for euroen, jf. figur 2. Dollaren nåede i juli et kursniveau omkring 1,20 dollar pr. euro,

UDVIKLINGEN I VALUTAKURSEN FOR HOVEDVALUTAER

Figur 2



Anm.: Sidste observation er 2. september 2005.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

men faldt efterfølgende lidt tilbage. Dollarkursen var i begyndelsen af september 1,25 dollar pr. euro, svarende til en styrkelse af dollaren med lidt over 8 pct. i forhold til årsskiftet. Dollaren er ligeledes styrket over for yen. Dollarstyrkelsen skal bl.a. ses i lyset af de fortsatte pengepolitiske stramninger i USA samt de positive vækstudsigter i den amerikanske økonomi. Politisk usikkerhed i EU i kølvandet på Hollands og Frankrigs afvisning af forslaget til forfatningstraktat ved folkeafstemninger i juni kan også have bidraget til styrkelsen af dollar over for euro.

Der har været et politisk pres, ikke mindst fra amerikansk side, for at få Kina til at opgive den ensidige fastlåsning af kursen på den kinesiske renminbi over for dollar, bl.a. af hensyn til amerikansk industriproduktion og -beskæftigelse. I juli annoncerede den kinesiske centralbank en ændret valutakurspolitik, som umiddelbart betød en opskrivning af renminbien over for dollar på 2 pct., jf. boks 1. For nærværende er det uklart, hvorvidt ændringen indebærer en mere grundlæggende omlægning af valutakurspolitikken. Kina har fastholdt restriktionerne på porteføljainvesteringer.

### **Aktier og råvarer**

Det amerikanske aktiemarked har bevæget sig sidelæns i den forløbne del af 2005. I begyndelsen af september lå S&P 500-indekset således på stort set samme niveau som ved årsskiftet. Det europæiske aktiemarked har til gengæld været stigende, især i perioden maj-juli, og i begyndelsen af september var det europæiske Stoxx 600-indeks 14 pct. højere end i begyndelsen af året. Aktiemarkederne synes således at vente en styrket vækst i Europa, mens udviklingen i USA bl.a. afspejler, at det stærke amerikanske konjunkturforløb allerede var indregnet i aktiekurserne.

Prisen på råolie har været stærkt stigende i indeværende år. I begyndelsen af september nåede olieprisen op i det højeste nominelle niveau nogensinde med næsten 68 dollar pr. tønde (Brent). Det var 68 pct. højere end ved årsskiftet. Olieprisen faldt dog efterfølgende lidt tilbage. Den høje oliepris har baggrund i en stærk global efterspørgsel, ikke mindst fra Kina, ligesom forhold med betydning for olieforsyningen, herunder sikkerhedspolitiske forhold og senest orkanen Katrina, er blevet nævnt som forklaringer blandt markedsdeltagere. Vurderet ud fra futurespriserne på olie, er markedsforventningen, at olieprisen vil fastholde et højt niveau i de kommende år. Væksten i den globale efterspørgsel har i den forløbne del af året også medført en stigning i priserne på andre råvarer, herunder industrielle metaller, der er særligt konjunkturfølsomme. Styrkelsen af dollar siden årsskiftet har forstærket prisstigningerne på råvarer målt i euro.

Den 21. juli 2005 annoncerede den kinesiske centralbank en reform af valutakurspolitikken, så den hidtidige kinesiske de facto fastkurspolitik over for dollar forlades til fordel for styret flydning baseret på en kurv af valutaer. Kurven inkluderer valutaerne for en række af Kinas vigtigste samhandels partnere, herunder dollar, euro, yen og sydkoreanske won. Vægtene afspejler valutaernes betydning for Kinas økonomiske samkvem med udlandet, såvel udenrigshandel, rentebetalinger på udlandsgæld som direkte investeringer. Kurvens præcise sammensætning er ikke offentliggjort.

Under det nye system vil den kinesiske centralbank hver dag fastsætte en bilateral lukkekurs for udvalgte valutaer. Denne kurs fungerer som næste dags centralkurs i et snævert udsvingsbånd, som markedskursen holdes indenfor. Det daglige udsvingsbånd for den kinesiske valuta, renminbien, over for dollar er fastsat til  $\pm 0,3$  pct. For øvrige valutaer er det daglige udsvingsbånd  $\pm 1,5$  pct.

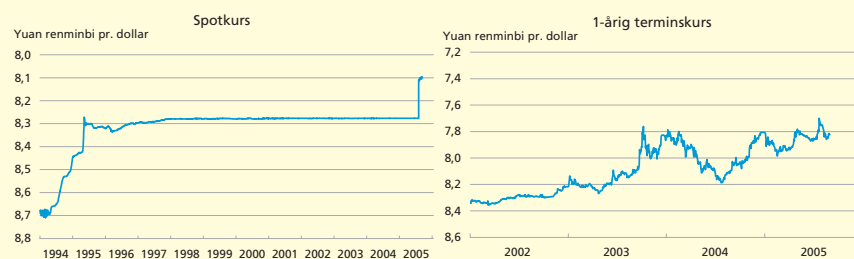
I forbindelse med overgangen til det nye valutakurssystem blev centralkursen over for dollar fastsat til et niveau, der indebar en opskrivning af renminbien på 2 pct. over for dollar til 8,11 yuan renminbi pr. dollar. I perioden fra 1994 – hvor Kina erstattede et dobbelt valutakurssystem med et system baseret på en enkelt valutakurs – og frem til 1997 apprecierede renminbien med godt 5 pct. over for dollar. Fra Asien-krisen i 1998 og frem til juli 2005 var den kinesiske valuta derimod tæt knyttet til dollaren, jf. figur 3 (venstre).

I lyset af de solide overskud på den kinesiske handels- og betalingsbalance fik den kinesiske revaluering den 21. juli visse iagttagere til at forvente snarlige yderligere opskrivninger af den kinesiske valuta. Foranlediget heraf udsendte den kinesiske centralbank den 26. juli 2005 en meddelelse, som understregede, at reformen af det kinesiske valutakurssystem vil fortsætte som en gradvis proces, og spekulationer om en snarlig yderligere opskrivning af den kinesiske valuta blev afvist som fejlagtige. I slutningen af august lå kursen på 8,10 yuan renminbi pr. dollar.

I valutaterminsmarkedet var der i slutningen af august indregnet en appreciering af renminbien over for dollar på omkring 3 pct. på 1-års sigt, jf. figur 3 (højre). På 3-henholdsvis 5-års sigt indikerer terminkurserne en appreciering af den kinesiske valuta på henholdsvis 8 og 10 pct. over for dollar.

RENMINBIENS KURS OVER FOR DOLLAR

Figur 3



Anm.: Sidste observation er 31. august 2005.

Kilde: EcoWin.

## USA

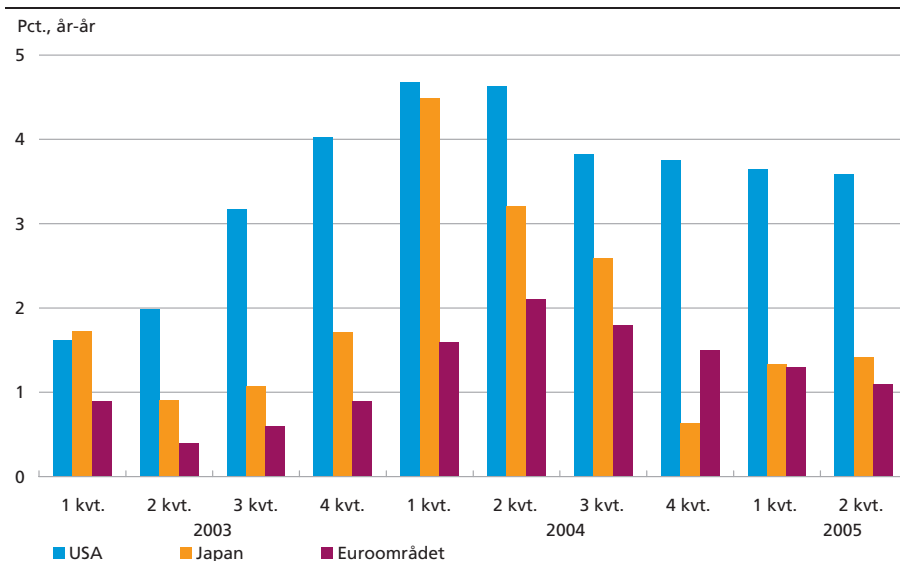
Den økonomiske vækst i USA har fortsat været høj. BNP steg i 2. kvartal med 0,8 pct. i forhold til 1. kvartal eller 3,6 pct. i forhold til samme kvartal året før, jf. figur 4. Væksttempoet er dermed kun lidt lavere end i 2004. Den indenlandske efterspørgsel har hidtil været drivkraften bag opsvinget i USA, og efterspørgslen understøttes fortsat af jobvækst, stigende boligpriser og lave finansieringsomkostninger. Der var en tydelig fremgang i eksporten i 2. kvartal, og sammen med en stort set uændret import betød det, at nettoeksporten gav et positivt bidrag til væksten.

USA er fortsat plaget af store underskud på det offentlige budget og betalingsbalancen. De seneste opgørelser fra Kongressens budgetkontor, CBO, tyder dog på, at budgetunderskuddet i 2005 bliver væsentligt lavere end tidligere ventet. Forbedringen skyldes især, at den høje økonomiske aktivitet har medført større skatteindtægter. Der er således ikke tale om en strukturel forbedring af de offentlige finanser. CBO skønnede i juli, at det offentlige budgetunderskud i 2005 bliver 2,7 pct. af BNP, hvilket er betydeligt lavere end i 2004. Dette skøn tager ikke højde for følgerne af orkanen Katrina, og bl.a. øgede offentlige udgifter til genopbygning kan betyde, at skønnet på budgetunderskuddet må opjusteres.

Der er ikke udsigt til en snarlig nedbringelse af underskuddet på betalingsbalancen, som belastes af stigende oliepriser og en stærk importefterspørgsel. IMF skønnede i foråret, at betalingsbalanceunderskuddet i

VÆKST I BNP I USA, JAPAN OG EUROOMRÅDET

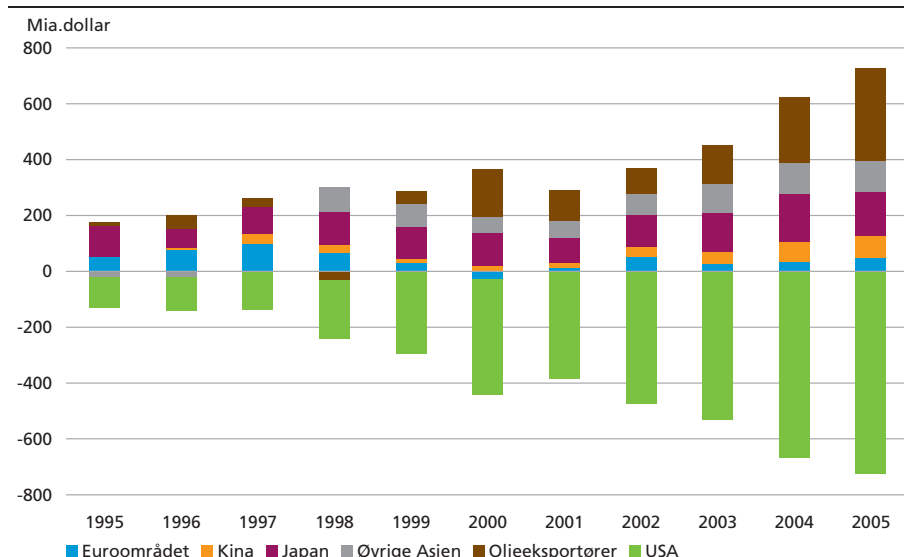
Figur 4



Kilde: EcoWin.

BETALINGSBALANCESALDOEN I UDVALGTE LANDE

Figur 5



Anm.: Olieeksportører omfatter Kuwait, Norge, Rusland, Saudi-Arabien, Venezuela, Forenede Arabiske Emirater, samt en række andre olieeksporterende lande som defineret i IMF's WEO. Øvrige Asien omfatter Hong Kong, Sydkorea, Malaysia, Singapore, Taiwan og Thailand. 2005 er IMF's skøn.

Kilde: IMF, World Economic Outlook (WEO), April 2005.

2005 vil blive 725 mia.dollar eller knap 6 pct. af BNP<sup>1</sup>. Det store og voksende underskud er som følge af USAs betydning for verdensøkonomien udtryk for et globalt balanceproblem. USAs betalingsbalanceunderskud modsvares stort set af betydelige betalingsbalanceoverskud i især Asien og – i takt med de stigende oliepriser – en række olieeksporterende lande, herunder Rusland, Saudi-Arabien og Norge, jf. figur 5. USAs eksterne balanceproblemer er grundlæggende udtryk for, at den indenlandske opsparing – offentlig som privat – er for lav, og en svækkelse af dollaren vil ikke i sig selv kunne eliminere et betalingsbalanceunderskud af et så betydeligt omfang.

Stigningen i beskæftigelsen er fortsat, og ledigheden har været faldende. I august var ledigheden 4,9 pct. af arbejdsstyrken. Lønstigningerne har holdt sig på et behersket niveau på lidt over 2½ pct. år-til-år.

Forbrugerpriserne steg i juli med 3,2 pct. år-til-år, hvilket er stort set uændret i forhold til begyndelsen af året. Den underliggende inflation målt ved stigningen i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi var tiltagende igennem 2004 og begyndelsen af 2005, men aftog lidt efterfølgende. I juli var den underliggende inflation 2,1 pct. år-til-år. Trods stigende kapacitetsudnyttelse og stigende oliepriser har forbrugerpris-

<sup>1</sup> Det seneste konsensuskøn fra august er et betalingsbalanceunderskud i 2005 på 6,5 pct. af BNP.

stigningerne således været afdæmpede. En af årsagerne kan være, at øget konkurrence fra udlandet har begrænset virksomhedernes muligheder for at sende omkostningsstigninger videre til forbrugerne.

Den amerikanske centralbank har fortsat de pengepolitiske stramninger, og den pengepolitiske nøglerente var ved udgangen af august 3,5 pct. Stramningerne er udtryk for en bevægelse i retning af et mere neutralt renteniveau efter en periode med en meget ekspansiv pengepolitik.

## Asien

Efter en kraftig opbremsning i løbet af 2004 var der i 1. halvår 2005 fornyet fremdrift i *japansk økonomi*. Den kvartalsvise vækst i BNP var 1,3 pct. i 1. kvartal og 0,3 pct. i 2. kvartal, hvor den forholdsvis beskeden vækst i 2. kvartal delvist havde modstykke i lagernedbrydning. Der var stærk vækst i privatforbruget og investeringerne i 1. halvår, ligesom eksporten gik tydeligt frem i 2. kvartal.

Forbrugerpriserne har været svagt faldende i 2005. I juli var forbrugerpriserne således 0,3 pct. lavere end i samme måned året før. En del af prisfaldet kan henføres til en nedsættelse af afgifterne på elektricitet og telefon.

Den kraftige vækst i *kinesisk økonomi* er fortsat i 2005, hvor BNP i 2. kvartal var 9,5 pct. højere end i samme kvartal året før. Væksten har ligget på det høje niveau siden midten af 2003 og er især drevet af høj vækst i investeringerne og en stærk fremgang i eksporten.

Den kinesiske regering besluttede i forsommeren at afskaffe en toldafgift på eksport af visse tekstilkategorier. Eksporttolden blev indført tidligere på året og havde til formål at begrænse Kinas eksport af tekstilvarer til bl.a. EU og USA efter afskaffelsen af restriktioner på tekstilhandel pr. 1. januar 2005. USA benyttede efterfølgende en klausul i WTO-aftalen til at indføre kvoter på import af udvalgte tekstilvarer fra Kina, mens EU og Kina indgik en aftale om lignende kvoter på EUs tekstilimport. For en række tekstilkategorier blev EUs kvoter for hele 2005 hurtigt udtømte, og tekstilforhandlere bl.a. i Danmark måtte som resultat stoppe for yderligere import. I begyndelsen af september aftalte EU og Kina en lempelse af importkvoterne, men kun for varer, der var indkøbt eller afskibet fra Kina før kvoternes ikrafttræden i midten af juli. Det kan i praksis være svært at opretholde importbegrænsninger over for et enkelt land i en globaliseret verden, og hvis begrænsningerne endelig får effekt, vil de virke konkurrenceforvridende over for de forhandlere, der i tillid til liberaliseringen har baseret sig på tekstilleverancer fra Kina. Importkvoterne er således uhensigtsmæssige og kan samtidig føre til højere forbrugerpriser på beklædning i EU.

## Euroområdet

Den økonomiske aktivitet i euroområdet vokser fortsat kun langsomt. Den kvartalsvise vækst i BNP har i 2005 ligget lidt over væksten i sidste halvdel af 2004, men niveauet er fortsat lavt. I 2. kvartal steg BNP med 0,3 pct. i forhold til 1. kvartal eller 1,1 pct. i forhold til 2. kvartal året før. Den beskedne vækst i euroområdet skyldes først og fremmest, at den indenlandske efterspørgsel i Tyskland har haft svært ved at komme i gang. Konsensususkønnet på BNP-væksten for euroområdet i 2005 var i august 1,3 pct.

Ledigheden er siden april aftaget lidt, men ligger fortsat på et højt niveau. I juli var ledigheden 8,6 pct. af arbejdsstyrken. Tillidsindikatoren for industrien, PMI, er på det seneste gået lidt op, men niveauet er fortsat beskedent. Forbrugertilliden er samtidig lav. Udsigterne til stærkere vækst i euroområdet er således fortsat usikre, ikke mindst i lyset af de aktuelt høje oliepriser.

Inflationen målt ved den årlige stigning i forbrugerpriserne (HICP) har siden begyndelsen af året ligget tæt på 2 pct. I august var forbrugerpriserne i henhold til flash-estimatet 2,1 pct. over niveauet i samme måned året før. Det er lidt højere end ECBs mellemfristede målsætning om en prisstigningstakt under, men tæt på 2 pct. Kerneinflationen, dvs. stigningstakten i forbrugerpriserne ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak, har i det meste af året ligget omkring 1½ pct. Også lønstigningerne har været afdæmpede. ECB har fastholdt den pengepolitiske rente (minimumsbudrenten) på 2 pct. siden juni 2003, mens skæringsrenten ved de ugentlige likviditetsauktioner har været 2,05 pct. siden februar 2005.

Ecofin-Rådet besluttede i juli at iværksætte proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store budgetunderskud over for Italien, som dermed blev det første land, hvor underskudsproceduren i den reviderede stabilitets- og vækstpakt blev taget i anvendelse<sup>1</sup>. Baggrunden for iværksættelsen af proceduren var, at reviderede opgørelser af de italienske budgetunderskud viste, at 3-pct. grænsen var overskredet i 2003 og 2004, ligesom overskridelser også forventedes i 2005 og 2006. Italien fik en tidsfrist indtil 2007 til at nedbringe underskuddet til højst 3 pct.

## Andre europæiske lande

I *Storbritannien* aftog væksten i den økonomiske aktivitet i 1. halvår 2005 bl.a. som følge af en afmatning i den indenlandske efterspørgsel. På den baggrund nedsatte Bank of England i begyndelsen af august den pengepolitiske rente med 0,25 procentpoint til 4,5 pct. Inflationen målt ved den

<sup>1</sup> Stabilitets- og vækstpaktens regelsæt for proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud blev revideret i marts 2005. Indholdet og udmøntningen af den reviderede pakt er nærmere beskrevet i artiklen Stabilitets- og vækstpakten – status 2005, side 49ff.

årlige stigning i forbrugerpriserne (HICP) er tiltaget i løbet af 2005 bl.a. som reaktion på de stigende oliepriser. Inflationen var i juli 2,3 pct. og lå dermed over regeringens mellemfristede inflationsmålsætning på 2 pct.

Den svenske centralbank, Riksbanken, valgte i juni at nedsætte styringsrenten med 0,5 procentpoint til 1,5 pct. Det skete under indtryk af en svag udvikling i aktiviteten i begyndelsen af året samt en lav inflation. Forbrugerpriserne ekskl. afgifter samt priseffekter fra renteændringer (UND1X) var i juli 0,7 pct. højere end i samme måned året før. Det er under Riksbankens målzone for inflationen på 1-3 pct. Foreløbige tal for 2. kvartal tyder på fornyet fremgang i aktiviteten, herunder stærk vækst i privatforbruget.

Norge havde en stærk indenlandsk drevet vækst i 2004, og konsensus-skønnet er, at væksten også bliver høj i indeværende år. Kerneinflationen målt ved forbrugerpriserne ekskl. energi og afgifter (KPI-JAE) var i juli 1,1 pct. år-til-år. Det er væsentligt under Norges Banks målsætning om en inflation på 2,5 pct. på 1-3 års sigt. Inflationen er bl.a. blevet holdt nede af en svag prisudvikling på importerede forbrugsvarer og norskproducerede varer udsat for udenlandsk konkurrence, men inflationen ventes på sigt at tiltage i takt med et voksende indenlandsk inflationspres. Norges Bank valgte derfor i slutningen af juni at hæve den pengepolitisk fastsatte rente med 0,25 procentpoint til 2 pct.

## DANSKE FINANSIELLE FORHOLD

---

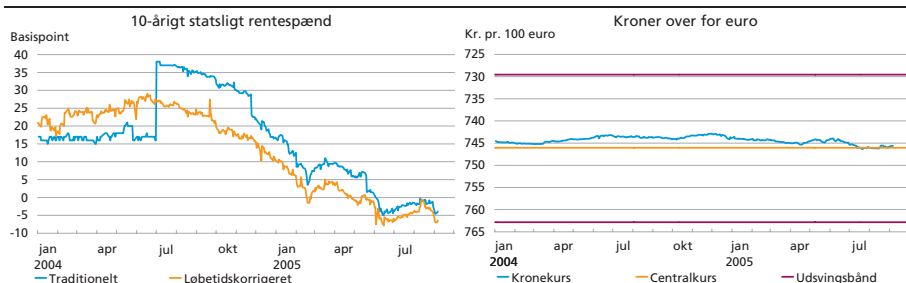
Renten på en 10-årig statsobligation (løbetidskorrigeret) har siden midten af maj været lavere i Danmark end i Tyskland, jf. figur 6 (venstre). I midten af juni var den danske statsobligationsrente knap 10 basispoint lavere end den tyske, men rentespændet blev efterfølgende indsnævret lidt. I begyndelsen af september var spændet igen blevet udvidet.

Kronen har i perioden ligget stabilt over for euroen på et niveau tæt på centralkursen i ERM2 på 7,46038 kroner pr. euro, jf. figur 6 (højre). Fra midten af juni og frem til sidste halvdel af juli blev kronen lidt svækket, og Nationalbanken solgte netto valuta i markedet. Svækkelsen af kronen skal bl.a. ses i sammenhæng med udviklingen i rentespændet. I august måned lå kronen meget tæt på centralkursen. Nationalbanken solgte netto valuta for i alt 7,8 mia.kr. i perioden juni-august 2005, og valutareserven var ved udgangen af august 225,4 mia.kr.

Nationalbankens udlånsrente var ved udgangen af august 2,15 pct., mens diskontoen og foliorenten var 2 pct. Ligesom i euroområdet er de pengepolitiske renter i Danmark ikke ændret siden juni 2003. Spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs minimumsbudrente er således fortsat 0,15 pct.

RENTESPÆND TIL TYSKLAND OG KRONEKURSEN

Figur 6



Anm.: Det løbetidskorrigerede rentespænd er baseret på effektive renter på syntetiske statsobligationer med en restløbetid på præcis 10 år og udviser derfor ikke spring ved skift af toneangivende obligation (benchmark). Sidste observation er 6. september 2005.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

Rentefaldet i 1. halvår 2005 resulterede i en nedsættelse af mindsterenten til 2 pct. for 2. halvår. Mindsterenten angiver for en privat skattepligtig obligationsinvestor den lavest tilladte kuponrente for obligationen på udstedelsestidspunktet, hvis en eventuel kursgevinst skal være skattefri. Nedsættelsen af mindsterenten medførte, at der i juli blev udstedt obligationer med en kuponrente på 2 pct. for 17,5 mia.kr.

Aktiekurserne på Københavns Fondsbørs nåede i august op i rekordhøje niveauer. Både KAX- og KFX-indekset<sup>1</sup> er steget betydeligt siden begyndelsen af 2003, og kursfremgangen er fortsat i indeværende år. I begyndelsen af september lå de to indeks knap 30 pct. højere end ved årets begyndelse. De stigende aktiekurser har baggrund i den høje aktivitet og det lave renteniveau, og de offentliggjorte regnskaber viser generelt en god indtjening i virksomhederne.

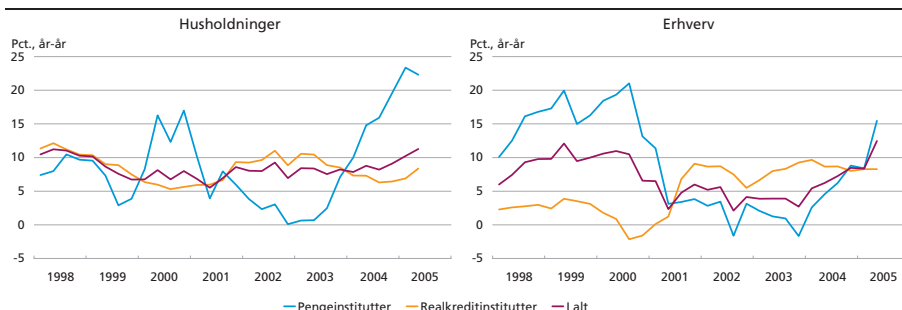
Væksten i penge- og realkreditinstitutternes udlån er taget til i indeværende år. Det samlede udlån var i 2. kvartal 2005 i gennemsnit 12 pct. højere end i samme periode året før, hvilket er den højeste udlånsvækst siden midten af 1980'erne. I juli voksede penge- og realkreditinstitutternes udlån med 11,3 pct. år-til-år. Stigningen i udlånet er taget til for såvel husholdninger som erhverv, jf. figur 7, og udviklingen tyder på stærk vækst i den indenlandske efterspørgsel. Udlånsvæksten ligger især højt for pengeinstitutterne, hvis stigende udlån til husholdninger bl.a. kan tilskrives udbuddet af realkreditlignende produkter. I 2. kvartal 2005 havde pengeinstitutterne også en kraftigere vækst i erhvervsudlånet end realkreditinstitutterne.

Den stærke udlånsvækst er blevet ledsaget af en stor stigning i pengemængden. Målt ved M2, der overvejende består af indlån på anfordring

<sup>1</sup> KAX er Fondsbørsens totalkursindeks, som omfatter alle noterede aktier, mens KFX er kursindekset for de 20 mest omsatte aktier. Med virkning fra 3. oktober 2005 ændrer KAX og KFX indeksnavne til henholdsvis OMXC og OMXC20.

## PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅNSVÆKST I DANMARK

Figur 7



Anm.: Pengeinstitutternes udlån er inkl. udlånet fra de udenlandske enheder. Sidste observation er 2. kvartal 2005.  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

og tidsindskud med en oprindelig løbetid på højst 2 år, var pengemængden i juli 15,7 pct. højere end i samme periode året før. Det er den højeste vækstrate i mere end 10 år. Udviklingen viser, at der blandt husholdninger og erhverv er blevet opbygget en betydelig likviditet bl.a. som følge af, at forskellen mellem obligations- og indlånsrenten er faldet.

I modsætning til tidligere, hvor variabelt forrentede lån dominerede, har der i de seneste måneder været en overvægt af fastforrentede lån i realkreditinstitutternes nyudlån. Dette skift hænger bl.a. sammen med, at spændet mellem den lange og korte byggerente og dermed den umiddelbare rentebesparelse ved at optage et variabelt forrentet lån har ligget på et forholdsvis lavt niveau. Forventninger om stigende renter på længere sigt kan også have fået låntagere til at foretrække et lån, hvor renten fastlåses på det aktuelt lave niveau. De afdragsfrie låns andel af de udestående realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse har fortsat været stigende og udgjorde mere end 25 pct. ved udgangen af juli.

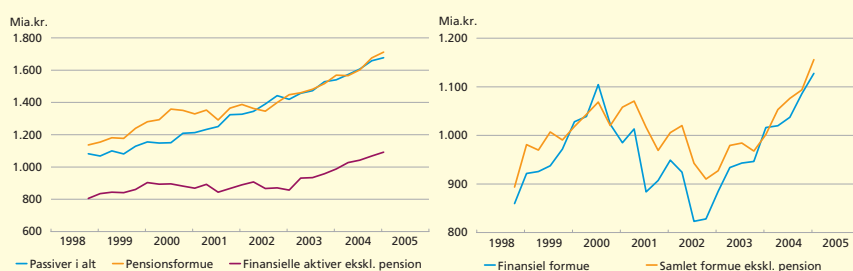
Husholdningernes gæld, som altovervejende består af lån hos penge- og realkreditinstitutter, er vokset betydeligt i de senere år. Den forøgede gældsætning har dog været ledsaget af stigninger i både boligformuen og husholdningernes beholdninger af finansielle aktiver, herunder pensionsformuen, og samlet er husholdningernes formuestilling blevet mærkbart forbedret, jf. boks 2. Dette gælder også, når der ses bort fra husholdningernes voksende, men illikvide pensionsformue. Ultimo 1. kvartal 2005 kan husholdningernes formue inkl. boliger, men ekskl. pension opgøres til ca. 1.150 mia.kr. i alt eller rundt regnet 500.000 kr. pr. husstand. Selv om der kan være store individuelle forskelle, må husholdningerne således under ét betegnes som ganske velkonsoliderede<sup>1</sup>. Formuen er steget betydeligt i de seneste år især som følge af

<sup>1</sup> For Nationalbankens syn på den finansielle stabilitet, henvises til den årlige rapport Finansiell Stabilitet, som senest udkom i maj 2005.

Husholdningernes gæld, som altovervejende består af lån hos penge- og realkreditinstitutter, er steget støt siden udgangen af 1998, jf. figur 8. Den betydelige stigning i gælden har baggrund i bl.a. de stærkt stigende boligpriser, som har øget friværdien og belåningsgrundlaget, en lav rente samt udbredelsen af nye lånetyper. Der har over samme periode været en endnu stærkere stigning i husholdningernes samlede finansielle aktiver, herunder især husholdningernes pensionsformue<sup>1</sup>. Det afspejler bl.a. en opgang i aktie- og obligationskurserne i Danmark og udlandet. Der har også været et betydeligt element af nye placeringer, herunder indbetalinger til pension. Den finansielle formue, dvs. forskellen mellem finansielle aktiver og passiver, var ultimo 1. kvartal 2005 lidt under 1.150 mia.kr., jf. tabel 1. Formuen er siden 2002 vokset mærkbart som følge af kapitalgevinster på de finansielle aktiver. Husholdningerne har samtidig haft et opsparingsunderskud, som betyder, at de delvist har finansieret øgede udgifter til privatforbrug og boliginvesteringer ved nedbrydning af den finansielle formue (dvs. ved øget lånoptagning eller frasalg af finansielle aktiver).

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER, PASSIVER OG FORMUE

Figur 8



Anm.: Den samlede formue er inkl. boligformuen.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, Finanstilsynet, Forsikring og Pension samt egne beregninger.

kapitalgevinster på boliger og aktier. Husholdningernes løbende opsparing har også bidraget til formueopbygningen.

## DANSK ØKONOMI

Dansk økonomi befinder sig i et robust indenlandsk drevet opsving. Der er høj vækst og lav ledighed, og inflationen er ligeledes lav. Samtidig er der overskud på såvel betalingsbalancen som de offentlige finanser. Den aktuelle situation er et resultat af mange års ansvarlighed i den økonomiske politik. Den lave og faldende ledighed indebærer dog en risiko for flaskehalse på arbejdsmarkedet, hvorfor det er nødvendigt, at den økonomiske politik indretter sig efter at sikre rammerne for et fortsat opsving. Det er vigtigt, at finanspolitikken ikke påvirker økonomien ekspansivt i de kommende år, ligesom det er nødvendigt at sikre det fornødne arbejdsudbud både på kort og længere sigt. Da de gavnlige

## FORTSAT

## Boks 2

Pensionsformuen er normalt ikke et likvidt aktiv, idet der typisk er lovgivningsmæssige eller administrative begrænsninger på mulighederne for at hæve formuen før pensionstidspunktet. Endvidere sker der en beskatning af pensionsudbetalingen, som gør, at den finansielle formue reelt er lavere. Husholdningerne har til gengæld betydelige midler placeret i reale aktiver, som er vigtige i en opgørelse af den samlede formue. Især boligformuen, dvs. værdien af ejerboliger, er betydelig efter den seneste årrækkes vedvarende prisstigninger. Baseret på oplysninger fra Danmarks Statistik (ADAM) kan boligformuen ultimo 1. kvartal 2005 forsigtigt anslås til knap 1.750 mia.kr. Husholdningernes samlede formue inkl. boliger, men ekskl. pension var dermed ca. 1.150 mia.kr.<sup>2</sup> Sammenlignet med 1998 er der tale om en stigning på lidt mere end 250 mia.kr. Der har over samme periode været store bevægelser i formuen, hvilket især kan henføres til kursudsving på de finansielle aktiver.

FORMUEOPGØRELSE FOR HUSHOLDNINGERNE

Tabel 1

| Ultimo        | Finansielle<br>aktiver<br>(1) | .....<br>heraf<br>pension<br>(2) | Passiver<br>(3) | Finansiel<br>formue<br>(4) = (1)-(3) | Bolig-<br>formue<br>(5) | Formue<br>i alt<br>(6) = (4)+(5) | Formue<br>ekskl. pension<br>(7) = (6)-(2) |
|---------------|-------------------------------|----------------------------------|-----------------|--------------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------------------------|
| 2004 1. kv. . | 2.556                         | 1.569                            | 1.540           | 1.016                                | 1.554                   | 2.570                            | 1.002                                     |
| 2004 2. kv. . | 2.593                         | 1.566                            | 1.573           | 1.020                                | 1.600                   | 2.619                            | 1.053                                     |
| 2004 3. kv. . | 2.644                         | 1.602                            | 1.607           | 1.037                                | 1.641                   | 2.678                            | 1.076                                     |
| 2004 4. kv. . | 2.744                         | 1.676                            | 1.659           | 1.086                                | 1.684                   | 2.769                            | 1.093                                     |
| 2005 1. kv. . | 2.804                         | 1.712                            | 1.677           | 1.127                                | 1.741                   | 2.868                            | 1.156                                     |

Anm.: Inkl. nonprofit institutioner rettet mod husholdninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, Finanstilsynet, Forsikring og Pension samt egne beregninger.

<sup>1</sup> Omfatter den samlede opsparingsbaserede pensionsformue, dvs. såvel de lovbase-rede, arbejdsmarkedsrelaterede som private pensionsordninger, som husholdningerne sparer op til i livsforsikrings-selskaber, pensionskasser, pengeinstitutter, ATP, LD samt (fra og med 2002) Den Særlige Pensionsopsparing (SP). Til og med 2002 indgår også Den Midlertidige Pensionsopsparing (DMP).

<sup>2</sup> Der er tale om et lavt skøn, idet beløbet ikke inkluderer værdien af grunde og varige forbrugsgoder, herunder køretøjer, som ejes af husholdninger.

effekter af reformer normalt først udmøntes med nogen forsinkelse, er det vigtigt, at reformprocessen iværksættes i god tid, inden alvorlige flaskehalsproblemer viser sig.

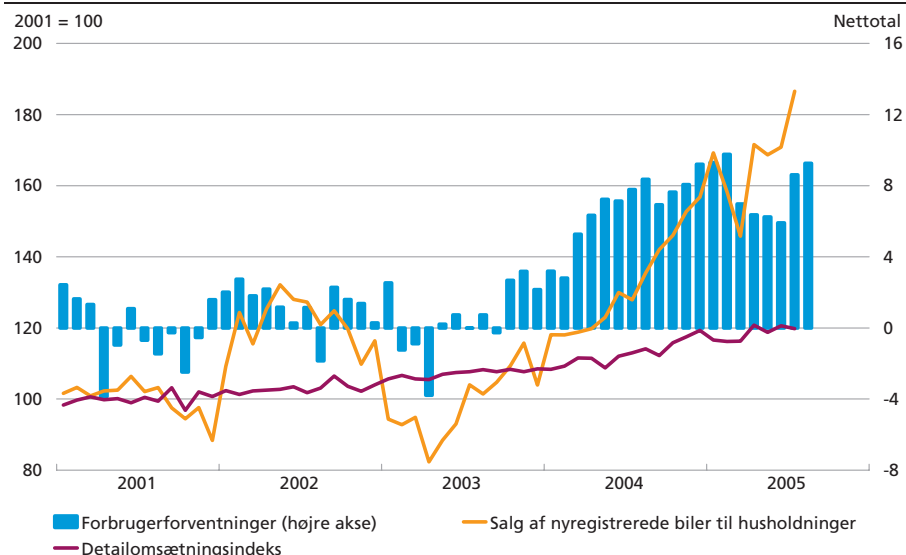
### Den økonomiske aktivitet

Dansk økonomi har været i stærk fremgang siden midten af 2003. Op-svinget er drevet af den indenlandske efterspørgsel og i særdeleshed det private forbrug, som i mængder voksede med 3,8 pct. i 2004<sup>1</sup>. Det private forbrug faldt lidt tilbage i begyndelsen af 2005, men opbremsningen kan tolkes som en normalisering efter et ekstraordinært stort forbrug i slut-

<sup>1</sup> Ifølge det reviderede årlige nationalregnskab. Boks 3 indeholder en nærmere beskrivelse af de nylige revisioner af nationalregnskabet.

## INDIKATORER FOR PRIVATFORBRUGET

Figur 9



Anm.: Sæsonkorrigeret. Detailomsætningsindekset er et mængdeindeks. Salg af nyregistrerede biler for juli er inkl. forventet oprevison.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

ningen af 2004, herunder en særligt stærk julehandel. En stigning i detailomsætningen, stærk vækst i personbilsalget og en høj forbrugertilid tyder desuden på, at forbrugsvæksten atter er taget til, jf. figur 9.

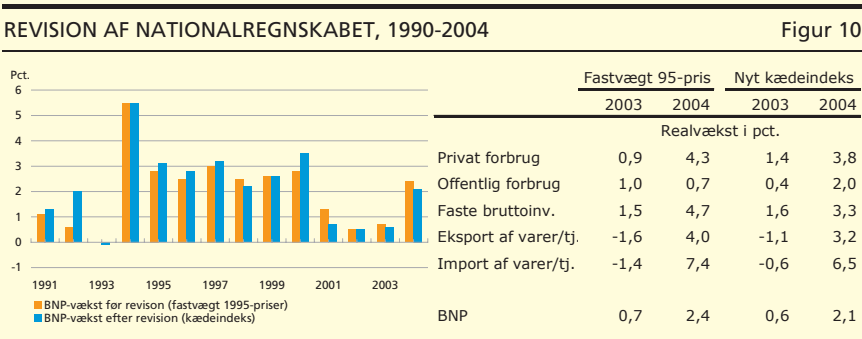
Opbremsningen i det private forbrug samt et mærkbart fald i erhvervsinvesteringerne betød ifølge det foreløbige kvartalsvise nationalregnskab, at væksten i BNP blev meget beskeden i 1. kvartal. Indikationer på fornyet vækst i privatforbruget, stor optimisme i dele af erhvervslivet samt et fortsat fald i ledigheden, jf. nedenfor, tyder dog på, at opsvinget igen har taget fart i 2. kvartal. Betingelserne for en fortsat stigning i den indenlandske efterspørgsel er til stede i form af stigende realløn, lav rente, et stærkt boligmarked og en velkonsolideret husholdningssektor.

Nettoeksporten gav et negativt bidrag til væksten i 2004. Det skyldes bl.a., at en stor del af stigningen i det private forbrug var rettet mod importvarer. Samtidig var eksporten i perioder hæmmet af afmatning eller behersket vækst på en række eksportmarkeder, især euroområdet. Den effektive kronekurs lå ved udgangen af 2004 på et højt niveau, men er i den forløbne del af året faldet lidt tilbage bl.a. som følge af styrkelsen af dollar. Det kan være med til at understøtte danske virksomheders konkurrenceevne. Hvis væksten i euroområdet samtidig begynder at tage til, kan nettoeksporten fremadrettet levere et positivt vækstbidrag til dansk økonomi.

Danmarks Statistik har offentliggjort reviderede årlige nationalregnskabstal for 1990-2004<sup>1</sup>. Revisionen afspejler dels anvendelsen af nye kilder, dels data- og metoderevisi-  
oner. Kvartalsvise tal efter de nye principper offentliggøres i oktober.

Som noget nyt anvendes kædeindeks ved mængdeberegninger i stedet for det hid-  
til anvendt Laspeyres fastvægtsindeks. Sidstnævnte opgøres fortsat, men det kæde-  
indeksbaserede nationalregnskab er nu det officielle. Med kædeindeks opdateres  
prisgrundlaget løbende, så 2000-væksten i mængder baseres på 1999-priser, 2001-  
væksten på 2000-priser osv. I fastvægtberegningen anvendes fx 2000-priser i alle år.  
De to slags beregninger giver samme 2001-vækst, men afviger for andre år som følge  
af skift i de relative priser. Fx falder computere og anden ny teknologi hastigt i pris i  
forhold til traditionelle varer, og det er en fordel, at kædeindeksberegningen løben-  
de opdaterer vægten til computere, mens anvendelse af 2000-priser for flere genera-  
tioner af computere kan give urealistiske resultater. Kædeindeksopgørelsen anbefales  
og anvendes da også i stigende grad internationalt, selv om et kædeindeksbaseret  
nationalregnskab stiller større krav til både statistikproducenter og -brugere.<sup>2</sup>

Revisionen af BNP-væksten ændrer ikke ved det overordnede billede af 1990-2004,  
jf. figur 10 (venstre). I de seneste år er BNP-væksten typisk revideret lidt ned, og i de  
tidlige år er væksten typisk revideret lidt op. Det afspejler bl.a., at ny teknologipro-  
duktion og dennes forholdsvis stærke vækst får for høj vægt i fx 2004, når priser fra  
1995 anvendes i alle år. Omvendt får denne produktion for lav vægt før 1995. Revisi-  
onerne for årene 2001-2004 afspejler dels den grundlæggende data- og metoderevi-  
sion af nationalregnskabet, dels egentlige revisioner i forbindelse med indarbejdelsen  
af et mere opdateret kildegrundlag, jf. også figur 10 (højre).



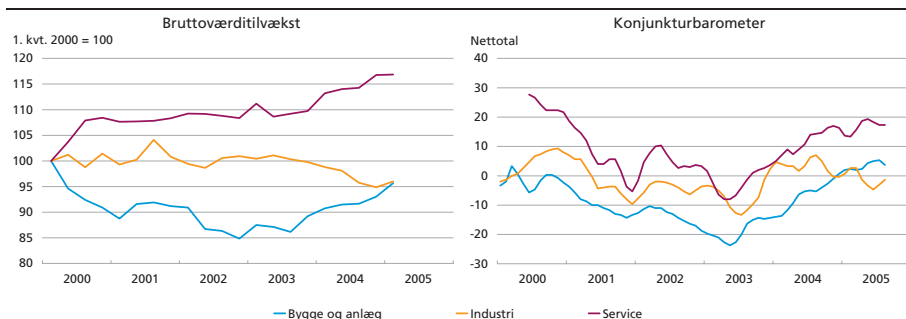
Anm.: Fastvægt 95-pris er fra april versionen af nationalregnskabet.  
Kilde: Danmarks Statistik.

Den nationalregnskabsmæssige behandling af pengeinstitutternes indtægter via ren-  
temarginalen, dvs. forskellen mellem indlåns- og udlånsrenter, er ændret ved revisio-  
nen. Rentemarginalen er nu udtryk for produktion, og det hæver BNP med 1-1½ pct.  
Endvidere er ATP flyttet fra den offentlige til den private sektor. Baggrunden er, at  
ATP som en opsparingsbaseret pensionsordning kan sammenlignes med private pen-  
sionsordninger i forsikringselskaber og pensionskasser. Overflytningen reducerer den  
offentlige sektors saldo med knap 1 pct. af BNP årligt.

<sup>1</sup> Jf. Danmarks Statistik, *Statistiske Efterretninger*, Nationalregnskab og betalingsbalance 2005:8.  
<sup>2</sup> Jf. Dan Knudsen og Faisal Sethi, Chain indexing in a macro model – Aggregation and irreversibility, Danmarks  
Nationalbank, *Working Paper*, 2004-21.

## PRODUKTION OG VIRKSOMHEDSTILLID I UDVALGTE ERHVERV

Figur 11



Anm.: Sæsonkorregeret. Bruttoværditilvækst i 1995-priser, 1. kvartal 2005 er beregnet for industri og service. Konjunkturbarometer er 3-måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

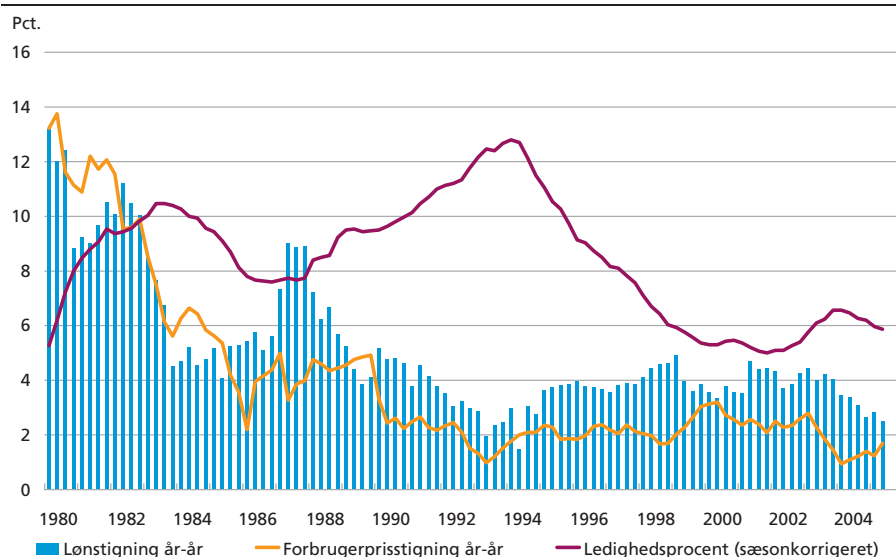
Sammensætningen af efterspørgslen har betydet, at opsvinget især er kommet de hjemmemarkedsorienterede erhverv som bygge- og anlægssektoren og serviceerhvervene til gode, jf. figur 11. I industrien, hvor mange virksomheder er orienteret mod eksport, er produktionen til gengæld aftaget i forhold til opsvingets begyndelse. De seneste opgørelser fra Danmarks Statistiks konjunkturbarometre tyder på, at aktiviteten fortsat er høj inden for bygge- og anlægssektoren samt serviceerhvervene. Konjunkturindikatoren for industrien er på det seneste gået lidt op, og der har i løbet af året været fremgang i industriens omsætning og eksport. Det kan pege i retning af bedre udsigter også for denne branches aktiviteter i Danmark.

Beskæftigelsen er øget i den forløbne del af året. I 2. kvartal 2005 var den sæsonkorregerede ATP-beskæftigelse 20.000 fuldtidspersoner højere end i slutningen af 2004. Beskæftigelsen er især gået frem inden for bygge- og anlægssektoren og de serviceprægede erhverv, mens beskæftigelsen i industrien er faldet lidt. Den offentlige beskæftigelse har stort set været uændret. Faldet i ledigheden er fortsat i 2005, og i juli var den registrerede ledighed 161.600 fuldtidspersoner eller 5,8 pct. af arbejdsstyrken (sæsonkorregeret). Til sammenligning var ledigheden knap 185.000 fuldtidspersoner ved udgangen af 2003, hvor ledigheden sidst toppede. Den faldende ledighed har vist sig i de fleste A-kasser, men den stærke fremgang i byggeaktiviteten har betydet, at ledigheden især er aftaget i byggefagene. Ledigheden i byggefagene ligger nu noget under gennemsnittet og ikke langt fra det lave niveau i årene 2000-2001. I de A-kasser, der især knytter sig til industrien, er ledigheden derimod ikke faldet i helt samme omfang.

Ledigheden ligger på et meget lavt niveau sammenlignet med tidligere, jf. figur 12. En fortsat vækst i beskæftigelsen uden en stigning i ar-

LEDIGHED, LØN- OG FORBRUGERPRISSTIGNINGER

Figur 12



Anm.: Timelønsindeks for industri.

Kilde: Danmarks Statistik.

bejdsudbuddet kan indebære, at presset på lønningerne tiltager. Det skete i midten af 1980'erne, hvor det daværende opsving blev ledsaget af stærke lønstigninger og efterfulgt af et langvarigt konjunkturtilbage-slag. Reformen af det danske arbejdsmarked har betydet, at ledigheden i dag har kunnet reduceres til et niveau, der er mærkbart lavere end tidligere, uden at der er opstået et stort pres på lønningerne. Det er afgørende for en stabil udvikling i dansk økonomi, at det også fremadrettet lykkes at øge arbejdsudbuddet. Det vil samtidig kunne bidrage til at lindre presset på de offentlige finanser på længere sigt, hvor andelen af pensionister i befolkningen øges af demografiske årsager.

### Boligmarkedet

Prisstigningerne på helårsboliger er taget til i den forløbne del af året. Ifølge Realkreditrådets opgørelse steg kvadratmeterpriserne på parcel- og rækkehuse i gennemsnit med 14,2 pct. i 2. kvartal sammenlignet med samme periode året før. Den tilsvarende stigning for ejerlejligheder var 18,8 pct. Det er de højeste stigningstakter siden midten af 1990'erne. En høj omsætning af boliger og forholdsvis korte udbudstider understøtter billedet af et stærkt boligmarked. Fritidshuse er steget særlig kraftigt, men stigningstakten aftog dog til 19,4 pct. i 2. kvartal 2005.

På landsplan er boligpriserne nu steget støt i mere end 10 år, og kvadratmeterpriserne har nogle steder nået et meget højt niveau, jf. tabel 2. I København og Frederiksberg kommuner er priserne på parcel- og

GENNEMSNI TLIGE KVADRATMETERPRISER 2. KVARTAL 2005

Tabel 2

|                    | Kr. pr. m <sup>2</sup> |                 |             | Indeks (1. kvrt. 1995 =100) |                 |             |
|--------------------|------------------------|-----------------|-------------|-----------------------------|-----------------|-------------|
|                    | Parcel- og rækkehuse   | Ejerlejligheder | Fritidshuse | Parcel- og rækkehuse        | Ejerlejligheder | Fritidshuse |
| <i>Hele landet</i> | 10.378                 | 18.392          | 15.093      | 223                         | 328             | 336         |
| Kommunegr. 1       | 21.264                 | 25.200          | ...         | 328                         | 432             | ...         |
| Kommunegr. 2       | 19.279                 | 20.950          | ...         | 268                         | 325             | ...         |
| Kommunegr. 3       | 15.934                 | 17.988          | 18.864      | 255                         | 302             | 380         |
| Kommunegr. 4       | 11.184                 | 15.224          | 19.294      | 208                         | 256             | 391         |
| Kommunegr. 5       | 9.249                  | 10.917          | 14.728      | 202                         | 222             | 319         |
| Andre              | 7.107                  | 9.706           | 14.245      | 202                         | 310             | 307         |

Anm.: Told og Skat's opdeling i kommunegrupper.

Kommunegruppe 1: København og Frederiksberg

Kommunegruppe 2: Alle kommuner i Københavns amt

Kommunegruppe 3: Alle kommuner i Frederiksborg og Roskilde amter

Kommunegruppe 4: Øvrige kommuner med 50.000 indbyggere og derover i største bymæssige bebyggelse

Kommunegruppe 5: Øvrige kommuner med 20.-50.000 indbyggere i største bymæssige bebyggelse

Andre: Øvrige kommuner med under 20.000 indbyggere i største bymæssige bebyggelse

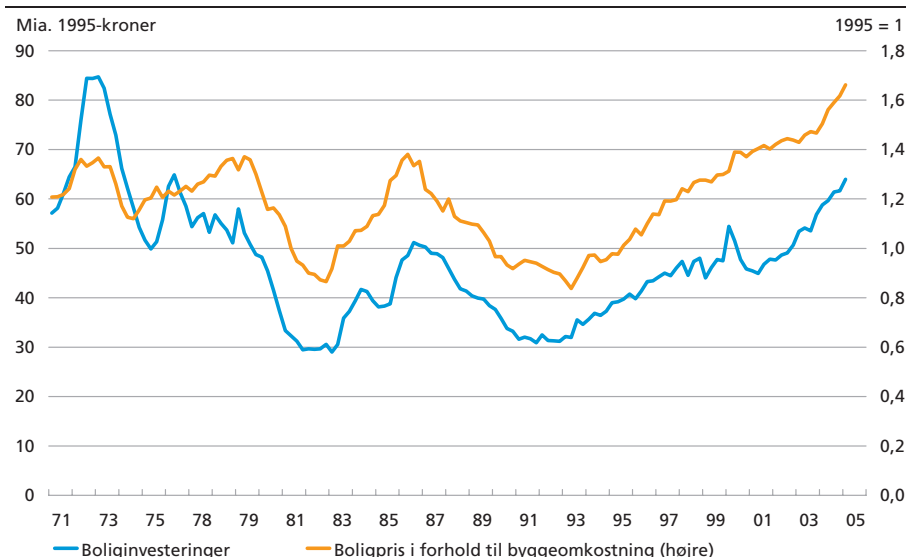
Kilde: Realkreditrådet.

rækkehuse mere end tredoblet i forhold til begyndelsen af 1995. I det øvrige Danmark har priserne også været stigende, især i storbykommunerne, men omfanget har været noget mindre. De store geografiske forskelle understreges af, at priserne på parcel- og rækkehuse i en række kommuner bl.a. i den vestlige del af Jylland i 2. kvartal 2005 var lavere end året før. For ejerlejligheder gør et lignende billede sig gældende, mens priserne på fritidshuse er mere jævnt fordelt geografisk. Det skyldes bl.a., at efterspørgslen efter fritidshuse ikke i samme grad som for helårsboliger er koncentreret på bestemte områder af Danmark.

Boligpriserne er især steget på baggrund af en forbedring af de grundlæggende økonomiske forhold. Renten er lav, ledigheden befinder sig også på et lavt niveau, og indkomsterne har været stigende. Samtidig har fastlåsnings af ejendomsværdiskatten samt udbredelsen af nye låneprodukter som fx realkreditlån med variabel forrentning og mulighed for afdragsfrihed i de senere år været med til at understøtte prisstigningerne. Det kan være svært at anslå et ligevægtsniveau for boligpriserne. Historisk har der dog været en tendens til, at boligpriserne over lange perioder har fulgt udviklingen i byggeomkostningerne, jf. figur 13. Hvis priserne på eksisterende boliger har ligget højt i forhold til prisen på nybyggeri, har der været en tendens til, at boliginvesteringerne og det heraf øgede udbud af boliger har lagt en dæmper på prisudviklingen. Indtil videre har denne effekt ikke vist sig. Boliginvesteringerne er ganske vist steget, men boligpriserne er fortsat med at stige betydeligt mere end byggeomkostningerne. En del af forklaringen er, at prisstigningerne på boliger især er indtruffet i Hovedstadsområdet og

BOLIGINVESTERINGER OG BOLIGPRISER

Figur 13



Anm.: Kontantprisindeks for enfamiliehuse. For byggeomkostninger er anvendt prisdeflatoren for boliginvesteringer.  
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

andre storbyer, hvor udbuddet af grunde til nybyggeri er begrænset. En del af boligprisstigningerne er således blevet aflejret i form af stigende grundpriser. Boliginvesteringerne kan samtidig have været begrænset af produktionskapaciteten i bygge- og anlægssektoren.

Det må dog konstateres, at boligpriserne i visse dele af landet ligger meget højt, ikke mindst i forhold til byggeomkostningerne. På den baggrund kan det også overraske, at stigningerne i boligpriserne på det seneste er taget til. Et øget udbud af boliger via nybyggeri må på sigt ventes at lægge en dæmper på prisstigningerne. Hvorvidt der derudover vil ske en korrektion på boligmarkedet, er usikkert, men vil bl.a. afhænge af den økonomiske udvikling, herunder renteutviklingen. En stigning i renten vil øge omkostningerne forbundet med at bo i ejerbolig og vil alt andet lige påvirke priserne i nedadgående retning. Hvor kraftig effekten af en rentestigning bliver, vil imidlertid afhænge også af andre forhold, herunder konjunkturforløbet i øvrigt. Det viser bl.a. erfaringerne fra Storbritannien. Bank of England hævede fra slutningen af 2003 og frem til midten af 2004 den pengepolitiske rente med samlet 1,25 procentpoint til 4,75 pct., og boligpriserne har efterfølgende vist beskedne vækst, men ikke et direkte fald. Der kan endvidere være geografiske forskelle på, i hvor høj grad en stigende rente vil påvirke boligpriserne. Effekten kan således vise sig at blive særlig stærk i de områder, hvor boligpriserne især holdes oppe af forventninger om yderligere prisstigninger.

Udbredelsen af nye låneprodukter er som nævnt én blandt flere mulige forklaringer på de senere års boligprisstigninger. De nye produkter stammer fra såvel penge- som realkreditinstitutter og kan i nogle tilfælde ydes over landegrænsen. Forsøg på at dæmpe boligmarkedet ved kvantitativ regulering af realkrediten vil derfor ikke blot være konkurrenceforvridende, men også virkningsløs på andet end det helt korte sigt. Introduktionen af nye låneprodukter må også anses for en naturlig del af den løbende finansielle innovation i en markedsbaseret økonomi.

### **Betalingsbalance og offentlige finanser**

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster for 2004 er senest opgjort til 33,4 mia.kr. eller 2,3 pct. af BNP. For perioden januar-juli 2005 var overskuddet på de løbende poster 41,6 mia.kr., og det tyder på et stort overskud på betalingsbalancen også i 2005. Betalingsbalanceoverskuddet for de forløbne måneder ligger på et markant højere niveau end i samme periode året før, hvilket først og fremmest kan henføres til et større overskud på vare- og tjenestebalancen. Sammenligninger med tidligere år skal dog foretages med varsomhed, idet Danmarks Statistik ved årsskiftet ændrede opgørelsesprincipper for betalingsbalancen<sup>1</sup>. Omlægningen til nye og formentlig også bedre kilder og metoder påvirker især tjeneste- og formueposterne, og foreløbige opgørelser viser bl.a., at den ændrede opgørelse af tjenesterne, herunder søtransport, har betydet et mærkbart løft til den samlede vare- og tjenestebalance. Det kan tyde på, at den registrerede forbedring af betalingsbalancen fra 2004 til 2005 mere er et resultat af de nye opgørelsesprincipper end udtryk for en grundlæggende udvikling. I en situation, hvor den indenlandske efterspørgsel vokser hurtigere i Danmark end hos vore samhandelspartnere, sådan som det har været tilfældet i de seneste år, vil der således normalt indtræffe en forværring af betalingsbalancens løbende poster. Handelsbalancen (ekskl. skibe mv.), der ikke er påvirket af de statistiske omlægninger, viser en lille forværring i årets første syv måneder sammenlignet med samme periode året før. Danmarks Statistik har varslet en nærmere granskning af opgørelsen af tjenesteposten<sup>2</sup>.

De offentlige finanser viste i 2004 et overskud på 16,2 mia.kr. (1,1 pct. af BNP) efter et mindre underskud i 2003. Overflytningen af ATP til den private sektor som led i revisionen af nationalregnskabet, jf. boks 3, betyder, at ATPs opsparingsoverskud ikke længere indregnes i det offentlige regnskab. Saldoen på de samlede offentlige finanser er derfor nedjusteret i forhold til tidligere opgørelser. Det er dog uden betydning ved vurderinger af den finanspolitiske holdbarhed.

<sup>1</sup> Jf. boks 4, side 16, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2005.

<sup>2</sup> Jf. Danmarks Statistik, *Statistiske Efterretninger*, Nationalregnskab og betalingsbalance 2005:6.

De forestående finanslovsforhandlinger vil sammen med de allerede indgåede kommuneaftaler fastlægge rammerne for finanspolitikken i 2006. Det er i den nuværende konjunktursituation vigtigt, at finanspolitikken tilrettelægges, så den stabiliserer økonomien. Målt ved finanssektoren er der således behov for en strammere finanspolitik i 2006 end i 2005. Regeringen har fremsat forslag til finanslov, som indebærer, at finanspolitikken ventes at dæmpe den økonomiske aktivitet lidt i 2006. Det forudsætter dog en stram styring af de offentlige udgifter, ikke mindst i en situation, hvor den kommunale strukturreform i 2007 kan føre til stigende kommunale udgifter. Den stærke vækst i det offentlige forbrug i 2004 tyder på, at der er et stort pres for øgede offentlige udgifter i disse år.

### **Løn- og prisudviklingen**

Timelønningerne i den private sektor steg ifølge Danmarks Statistik med 2,9 pct. i 2. kvartal sammenlignet med samme periode året før. Det er stort set uændret i forhold til lønstigningstakterne i de seneste kvartaler. Lønudviklingen inden for byggeriet løber lidt hurtigere end på det øvrige private arbejdsmarked, men stigningen har stort set ligget stabilt på et niveau omkring 3,5 pct. år-til-år siden begyndelsen af 2004. Time-lønningerne i industrien steg i 2. kvartal 2005 med 2,5 pct. år-til-år.

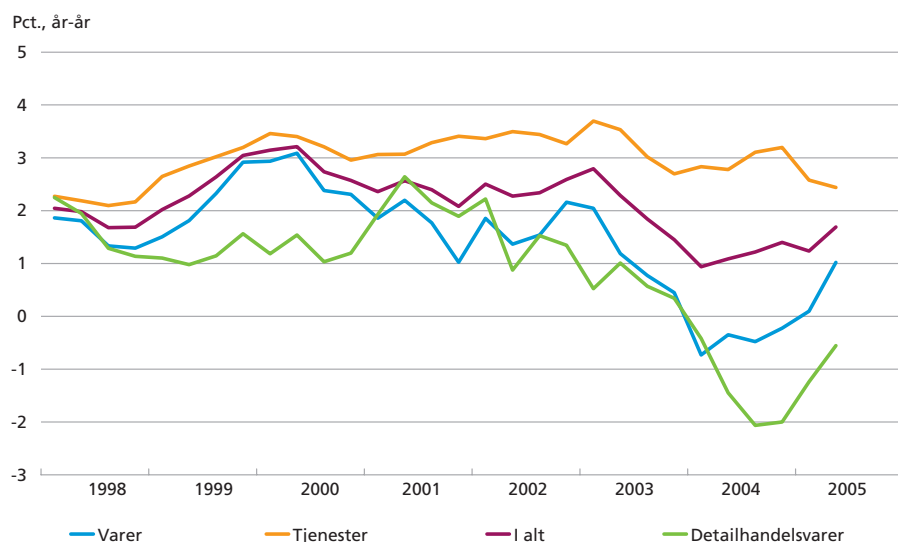
Lønstigningerne i industrien er aftaget betydeligt i løbet af 2004 og 1. halvår 2005. Det hænger bl.a. sammen med rent overenskomstmæssige forhold, idet der på en række områder inden for industrien var aftalt en pause i forhøjelsen af pensionsbidraget i 2004. Fra og med 3. kvartal 2005 stiger pensionsbidraget og dermed også lønomkostningerne igen. Afdæmpningen af lønudviklingen har betydet, at lønstigningstakten i industrien er kommet på niveau med udviklingen hos Danmarks samhandelspartnere. Lønstigningerne ligger dog fortsat noget over euro-området.

Inflationen målt ved den årlige stigningstakt i forbrugerprisindekset var i august 2,2 pct. Det er noget højere end i de forudgående måneder og ikke mindst perioden omkring årsskiftet, hvilket bl.a. skyldes prisstigningerne på fødevarer og energi. Prisudviklingen på energi, som inkluderer benzin, olie og gas, afspejler i høj grad udviklingen i de internationale råoliepriser.

Der er betydelige forskelle imellem prisudviklingen på varer og tjenester, jf. figur 14. Prisstigningerne på tjenester, som fx omfatter husleje, håndværkerydelser og transport, har siden 1998 ligget i omegnen af 3 pct. år-til-år. Prisstigningerne på varer har gennemgående ligget noget lavere end for tjenester, hvilket normalt er tilfældet, bl.a. fordi konkurrencen over landegrænserne er stærkere for varernes vedkommende.

## FORBRUGERPRISSTIGNINGER PÅ VARER OG TJENESTER

Figur 14



Anm.: Prisudviklingen på detailhandelsvarer er beregnet ud fra detailomsætningen i henholdsvis værdier og mængder. Sidste observation er 2. kvartal 2005.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Prisudviklingen på varer har i de seneste år været meget svag. Det gælder især priserne på detailhandelsvarer, som siden begyndelsen af 2004 er faldet målt år-til-år. Priserne har periodevist været faldende for bl.a. beklædning, fødevarer og tobak til dels som følge af afgiftsnedsættelser. Hertil kommer et betydeligt fald i de kvalitetsjusterede priser på elektronisk udstyr, herunder især computere<sup>1</sup>.

På baggrund af den aktuelle konjunktursituation må prisudviklingen betegnes som afdæmpet. Udefrakommende faktorer i form af en kraftig opgang i energipriserne og stigende importpriser lægger et opadgående pres på den danske inflation, men dette er hidtil blevet imødegået af et lavt indenlandsk inflationspres, jf. boks 4. Den indenlandske markedsbestemte inflation (IMI), der søger at måle prisudviklingen i de indenlandske brancher, som producerer og leverer varer og tjenesteydelser til forbrugerne, har siden slutningen af 2004 ligget på et svagt negativt niveau. Indenlandske faktorer i form af lønninger, produktivitetsudvikling og virksomhedernes avancer har således trukket i retning af faldende priser. Afdæmpningen af lønstigningerne har bidraget til det beskedne indenlandske inflationspres, men udviklingen må især tilskri-

<sup>1</sup> Danmarks Statistik tager i beregningen af forbrugerprisindekset højde for, at kvaliteten af visse varer forbedres over tid. Det er særligt relevant for fx computere, hvis kvalitet (hastighed, hukommelse osv.) normalt øges stærkt fra år til år. Årets standardmodel af en computer er således typisk bedre end sidste års standardmodel. Det betyder, at selv om butikkernes priser på en standardmodel måske er uændret fra år til år, er den reelle, dvs. kvalitetsjusterede, pris faldet.

ves et fald i avancerne. Virksomhederne har således ikke fuldt ud kanaliseret de senere års prisstigninger på energi og import videre til forbrugerne. En sådan udvikling er også set tidligere.

Det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, som adskiller sig fra det nationale forbrugerprisindeks ved at udelade ejerboligposten, var i august 2,3 pct. højere end i samme måned året før. HICP-stigningen lå dermed for første gang i lang tid over niveauet i euroområdet.

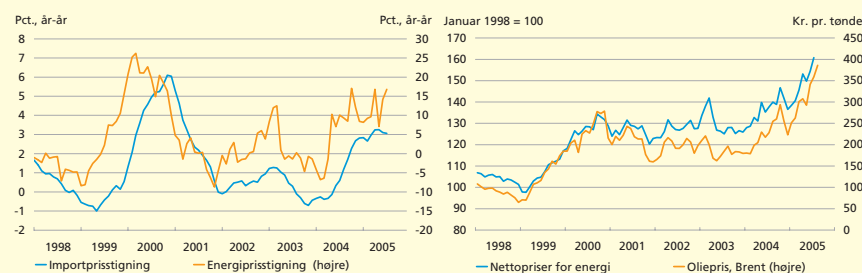
## INFLATION OG INFLATIONS BIDRAG <sup>1</sup>

Boks 4

Inflationen målt ved udviklingen i de samlede forbrugerpriser har i de seneste år været forholdsvis afdæmpet. Dette har været tilfældet på trods af, at udefrakommende faktorer i form af energi- og importprisstigninger har lagt et betydeligt opadgående pres på inflationen.

## NETTOPRISER FOR ENERGI OG IMPORT

Figur 15



Anm.: Sidste observation er juli 2005 for nettopriser og august 2005 for oliepris.

Kilde: EcoWin og Danmarks Nationalbank.

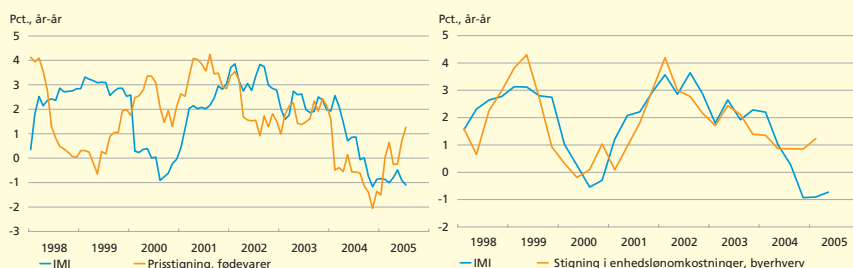
Energipriserne, der bl.a. omfatter priserne på benzin, olie og gas, er steget kraftigt i de seneste år, jf. figur 15 (venstre). Årsagen har først og fremmest været stigningen i de internationale råoliepriser, jf. figur 15 (højre). Hvor olieprisen omregnet til danske kroner i 2003 i gennemsnit var 190 kr. pr. tønde, var prisen i juli over 350 kr. pr. tønde. Stigningen er slået igennem på de danske energipriser, om end effekten langt fra er 1:1. Energipriserne omfatter således også priserne på fx elektricitet og fjernvarme, som ikke i samme grad påvirkes af de internationale oliepriser. Importpriserne, der bl.a. dækker over priserne på importerede forbrugsvarer samt halvfabrikata, der indgår i den indenlandske produktion til privat forbrug, har siden midten af 2004 været stigende efter i en periode at have ligget fladt. Importpriserne afspejler i høj grad verdensmarkedspriserne på de varer, der importeres. En større global aktivitet har ført til stigende verdensmarkedspriser, og stigningen i importpriserne er i indværende år blevet forstærket af styrkelsen af dollar over for euro.

En svag prisudvikling for fødevarer, herunder periodevist faldende fødevarepriser, har bidraget til at holde den samlede inflation nede, jf. figur 16 (venstre). Det er dog især

et betydeligt fald i den indenlandske markedsbestemte inflation (IMI), der er årsag til den afdæmpede inflation. IMI kan opfattes som et mål for prisudviklingen på værditilvæksten i de indenlandske brancher, som producerer og leverer varer og tjenesteydelser til forbrugerne. IMI fanger således udviklingen i virksomhedernes lønomkostninger og avancer. IMI har siden slutningen af 2004 ligget på et niveau omkring -1 pct. år-til-år, hvilket betyder, at den prisudvikling, der bestemmes på indenlandske markeder, har trukket i retning af et fald i forbrugerpriserne. Nedgangen i IMI skyldes til dels afdæmpningen af lønudviklingen, som sammen med en lidt højere vækst i arbejdskraftproduktiviteten har reduceret væksten i virksomhedernes enhedslønomkostninger, jf. figur 16 (højre). IMI er dog faldet mere end væksten i enhedslønomkostningerne. Det tyder på et fald i virksomhedernes avancer. Forklaringen kan være, at virksomhederne ikke fuldt ud har sendt de seneste års stigninger i energi- og importpriserne videre til forbrugerne, men i stedet for har båret en del af tilpasningen i form af lavere avancer. Dette er et fænomen, der også er set tidligere, jf. fx udviklingen i 1999-2000, hvor kraftige energi- og importprisstigninger blev ledsaget af et fald i IMI. Omvendt er der også en tendens til, at IMI ligger forholdsvis højt, når energi- og importprisstigningerne er lave.

NETTOPRISER FOR FØDEVARER OG INDENLANDSK PRISUDVIKLING

Figur 16



Anm.: Indenlandsk markedsbestemt inflation (IMI). Sidste observation er juli 2005 (venstre figur).

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> Boksen tager udgangspunkt i den dekomponering af nettopriserne, der anvendes i forbindelse med beregningen af den indenlandske markedsbestemte inflation (IMI), jf. tabel 20 i Kvartalsoversigtens tabelafsnit. Nettopriserne angiver forbrugerpriserne fratrukket indirekte skatter og afgifter, samt tillagt pristilskud. IMI beregnes konkret ved i nettopriserne at fratrække prisudviklingen på energi, fødevarer, offentlige ydelser (fx daginstitutioner og offentlig transport), husleje og import.

## Aktiviteten i pengemarkedet og Nationalbankens markedsoperationer

Det er ønskeligt at have et velfungerende pengemarked. De pengepolitiske instrumenter er derfor udformet, så de pengepolitiske modparter (penge- og realkreditinstitutter) tilskyndes til at udveksle likviditet med hinanden på markedsvilkår frem for hovedsageligt at handle med Nationalbanken. Dette forhold afspejler sig også i Nationalbankens markedsoperationer, jf. appendiks.

Afgrænsningen af modpartskredsen er bl.a. baseret på en forventning om, at de større pengepolitiske modparter deltager aktivt i pengemarkedet og dermed tager et medansvar for at sikre en velfungerende markedsplads, jf. Danmarks Nationalbank, Pengepolitik i Danmark, 2. udgave 2003.

Analyser af omsætningen i det usikrede dag-til-dag marked har tidligere vist, at gruppen af mellemstore modparter (med en folioramme på 101-299 mio.kr.) også deltager aktivt i den indbyrdes udveksling af likviditet, jf. tabel 1.

Det er ønskeligt, at alle pengepolitiske modparter med relativt store folioindestående bidrager til den nødvendige indbyrdes likviditetsudveksling. Det seneste års tid har der været en tendens til, at det gennemsnitlige folioindestående er steget hos gruppen af mindre og mellemstore modparter, jf. figur 1. Det er derfor vigtigt, at disse modparter også fremover fortsat deltager aktivt i likviditetsudvekslingen.

DEN INDBYRDES OMSÆTNING MELLEM PENGEPOLITISKE MODPARTER AF USIKREDE DAG-TIL-DAG LÅN I 4. KVARTAL 2003 OG 1. KVARTAL 2004

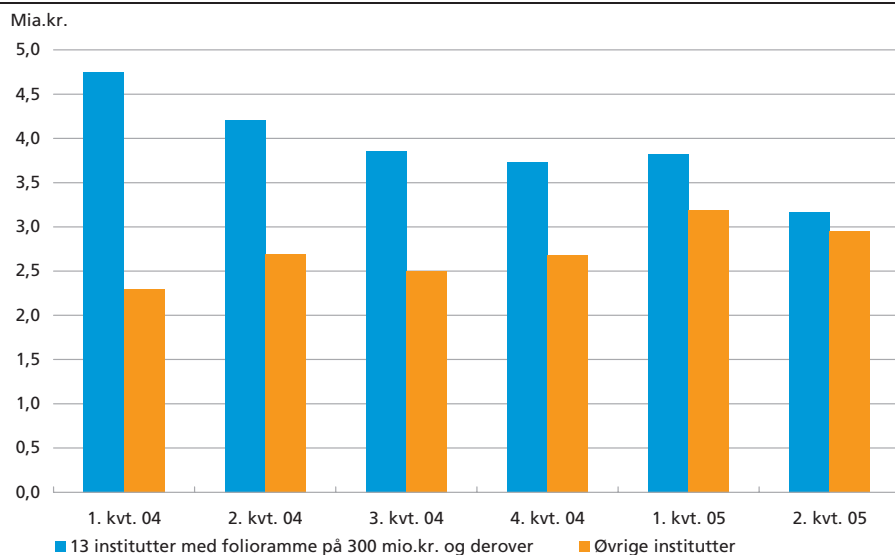
Tabel 1

| Folioramme (mio.kr.) | Antal institutter | Udlån pr. bankdag |      |
|----------------------|-------------------|-------------------|------|
|                      |                   | Mio.kr.           | Pct. |
| 700 og derover ..... | 6                 | 6.085             | 65   |
| 300 – 699 .....      | 7                 | 1.569             | 17   |
| 101 – 299 .....      | 20                | 1.222             | 13   |
| 50 – 100 .....       | 60                | 429               | 5    |
| 1 – 49 .....         | 24                | 0                 | 0    |
| I alt .....          | 117               | 9.305             | 100  |

Kilde: Kim Abildgren og Henrik Arnt, Aktiviteten i det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

# SAMLET INDESTÅENDE PÅ FOLIOKONTI I NATIONALBANKEN FORDELT PÅ MODPARTER

Figur 1



Anm.: Gennemsnit pr. bankdag.

Deltagerne i pengemarkedet opererer almindeligvis med kreditlinjer for placering af usikret likviditet hos andre modparter. Det kan til tider sætte grænser for aktiviteten i det usikrede pengemarked. I sådanne perioder kan de pengepolitiske modparter – som supplement eller alternativ til andre pengemarkedsinstrumenter – anvende Nationalbankens indskudsbeviser. Indbyrdes udveksling af kronelikviditet med sikkerhed i indskudsbeviser kan foretages med samme dags afvikling.

## APPENDIKS: NATIONALBANKENS OPERATIONER I PENGEMARKEDET

---

### Forudannoncerede markedsoperationer

Nationalbankens forudannoncerede markedsoperationer gennemføres én gang om ugen (sidste bankdag, normalt fredag), hvor modparterne kan optage pengepolitiske lån og fordele indlån på folioindeståender og indskudsbeviser. Hertil kommer forudannoncerede markedsoperationer i forbindelse med større likviditetsudsving hidhørende fra statens betalinger. Sidstnævnte fremgår af den dagsfordelte prognose over likviditetspåvirkningen af statens betalinger.<sup>1</sup>

Efter en markedsoperation forventes modparterne som helhed at have et folioindestående, der er tilstrækkeligt til at håndtere forudseelige likviditetsudsving frem til næste forudannoncerede markedsoperation.<sup>2</sup> Mellem operationerne er modparterne normalt henvist til selv at udligne likviditeten mellem sig på markedsvilkår, hvilket understøtter aktiviteten i pengemarkedet.

### Ikke-forudannoncerede markedsoperationer

Der kan opstå behov for, at Nationalbanken åbner for ikke-forudannoncerede markedsoperationer i indskudsbeviser. Ved ikke-forudannoncerede tilbagekøb af indskudsbeviser beregner Nationalbanken sig et tillæg til indskudsbevisrenten for at give modparterne et incitament til at sætte tilstrækkelig likviditet på folio ved de forudannoncerede markedsoperationer.

Ved ikke-forudannoncerede tilbagekøb af indskudsbeviser sondres mellem to situationer:

- Situationer, hvor udsvingene i likviditeten er uventede og ikke kunne være forudset af modparterne. Der er her primært tale om likviditetsudsving på grund af uforudsete forskydninger i statslige betalinger, statens salg<sup>3</sup> og opkøb<sup>4</sup> af statspapirer samt Nationalbankens interventioner i valutamarkedet.
- Situationer, hvor udsvingene i likviditeten kunne være forudset af modparterne.

I førstnævnte tilfælde købes normalt tilbage i indskudsbeviset med kortest restløbetid, mens der i sidstnævnte tilfælde købes tilbage i indskudsbeviset med længst restløbetid. Denne praksis sigter mod at give

---

<sup>1</sup> Kan ses på [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under "Markedsinfo", "Statens betalinger".

<sup>2</sup> Den daglige nettostilling og dens fordeling på folioindestående, indskudsbeviser og pengepolitiske lån kan ses på [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under "Markedsinfo", "Nettostilling".

<sup>3</sup> Kan ses på [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under "Statsgæld", "Informationer om statens låntagning og gæld", "Salg af statspapirer".

<sup>4</sup> Kan ses på [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under "Statsgæld", "Informationer om statens låntagning og gæld", "Opkøb af statspapirer".

incitament til en hensigtsmæssig likviditetsstyring, da en modpart normalt vil foretrække at tilbagesælge indskudsbeviset med kortest restløbetid, så tillægget betales for færrest muligt antal dage.

Ikke-forudannoncerede tilbagekøb af indskudsbeviser foretages normalt via en pengemarkedsmægler og vil typisk først finde sted på et tidspunkt på dagen, hvor modparterne har haft mulighed for at foretage indbyrdes likviditetsudvekslinger på markedsvilkår og få overblik over egne likviditetsforhold. Tilbagekøb kommer først på tale, såfremt modparter med likviditetsmangel har signaleret dette over for de øvrige deltagere i indskudsbevismarkedet. Herved undgås, at Nationalbanken foretager tilførsel af likviditet, som kunne være fremskaffet på markedsvilkår fra andre modparter.

---

## Udvidelse af statistik for MFI-sektoren

---

Fra og med offentliggørelsen af Balance- og strømstatistik for MFI-sektoren i august 2005 forøges omfanget af elektronisk tilgængelige serier markant. Der bliver dels åbnet for elektronisk adgang til historiske data, dels udvidet adgang til detaljerede data for de seneste år. Samtidig er de historiske data for penge- og bankstatistikken reviderede for perioden januar 1991 - juni 2000.

Nationalbanken har indsamlet balancestatistik for den danske penge- og realkreditinstitutsektor siden 1980. I 2000 omlagdes statistikken for at kunne leve op til principperne fastlagt i Den Europæiske Centralbanks forordning om statistik for den konsoliderede balance for MFI-sektoren. I 2003 blev statistikken yderligere udvidet med strømstatistik.

Med udvidelsen i august 2005 er der foretaget en række ændringer i statistikdatabasen på Nationalbankens websted, [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk), under "Statistik", "Hent Statistik", "Database", jf. nedenfor:

- Øget mulighed for løbetids- og sektornedbrydning for en række balanceposter.
- Udvidelse af valuta- og landedimensionen. Forbedret mulighed for at nedbryde balanceposter på specifikke lande og på valuta (DKK, USD og EUR).
- Mulighed for at hente udvalgte serier for MFI-sektoren og pengeinstitutterne tilbage til 1991 og for realkreditinstitutter tilbage til 1993. Data var tidligere kun elektronisk tilgængelige fra juli 2000.
- Offentliggørelse af MFI-sektorens og pengeinstitutternes nettotransaktioner i finansielle derivater. Data er tilgængelige fra januar 2005 med månedlig frekvens.

For mere detaljerede oplysninger om de tilgængelige serier for MFI-sektoren i statistikdatabasen henvises til Nyt-publikationen Balance og strømstatistik for MFI-sektoren, juli 2005, eller Nationalbankens websted [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk).



---

# Rente og risiko

---

*Nationalbankdirektør Jens Thomsen*

---

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

Obligationer opfattes traditionelt som et finansielt aktiv med lav risiko. Det gælder i særlig grad i Danmark, hvor langt hovedparten af de udstedte obligationer er guldrandede. Den øgede udbredelse af og adgang til handel med obligationer udstedt af virksomheder og stater med lav kreditværdighed, øger imidlertid kravene til investorernes evne til på forhånd at kunne vurdere den risiko, man påtager sig ved købet af en sådan obligation.

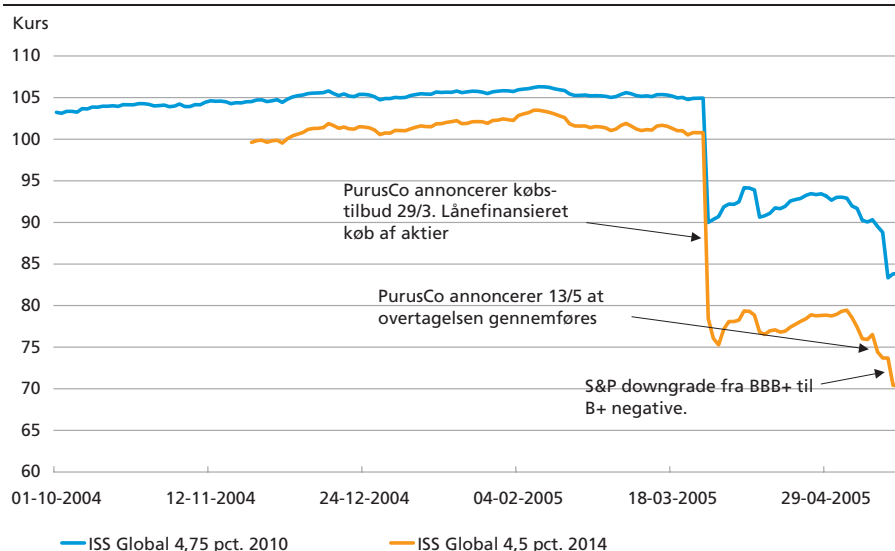
Der er risici forbundet med alle typer af investeringer i finansielle aktiver. Nogle risici er åbenbare. Fx er en præmieobligation et finansielt aktiv med en stor sandsynlighed for ikke at få noget afkast. Men køberne af præmieobligationer brokker sig alligevel ikke, når de ikke vinder; risikoen er åbenbar og derfor kendt på forhånd. Andre typer af risici er komplekse og meget sværere at gennemskue, og det kan være svært for investorer at beregne eller vurdere, hvilken kompensation, der modsvarer de risici, der er forbundet med et bestemt finansielt produkt. Fx var en del af de argentinske statsobligationer, som Argentina i 2001 opgav at overholde deres forpligtelser på, ejet af italienske husholdninger. Mange af disse havde formentligt ikke erkendt, at den overrente de fik i forhold til italienske statsobligationer afspejlede en betydelig risiko.

Hertil kommer, at det særligt for statsobligationer kan være svært at afgøre den egentlige risiko for, at en stat ikke overholder sine forpligtelser, da der – trods alt – ikke er ret mange eksempler på lande med manglende betalingsevne eller -vilje. Når misligholdelse af offentlig gæld forekommer, kan følgerne til gengæld være vidtrækkende og langstrakte, og det er ofte store udeståender, der rammes.

Som et andet eksempel kan nævnes PurusCo A/S' køb af ISS A/S. Da PurusCo afgav købstilbuddet faldt kursen på ISS' erhvervsobligationer kraftigt på få timer, jf. figur 1. Baggrunden er, at PurusCos køb gennemføres som et såkaldt "leveraged buy out", hvor finansieringen af købet sker ved gældsudstedelse i det selskab, der overtages. I kølvandet på handelens gennemførelse nedgraderede Standard & Poor's ISS' obligationer i lyset af gældsforøgelsen i selskabet. Denne og andre hændelser

KURSUDVIKLINGEN PÅ OBLIGATIONER UDSTEDT AF ISS A/S

Figur 1



Kilde: S&P og Bloomberg.

illustrerer, at investering i finansielle aktiver, herunder også obligationsinvesteringer, kan indebære ganske betydelige risici, som investorerne skal forholde sig til.<sup>1</sup>

En anden type risiko relaterer sig til obligationer udstedt i "lokale" valutaer, som fx tyrkiske lire. Her vil risikoen ikke kun være knyttet til udstederens betalingsevne, men også til valutakursen. Udsving i valutakursen er en afgørende risiko for udenlandske investorer afkast. Figur 2 viser udviklingen i tyrkiske lire over for euro. Den store devaluering af liren i 2001 medførte, at fx en fast rentebetaling i tyrkiske lire kun var ca. 1/3 værd i euro i 2003 sammenlignet med 2000.

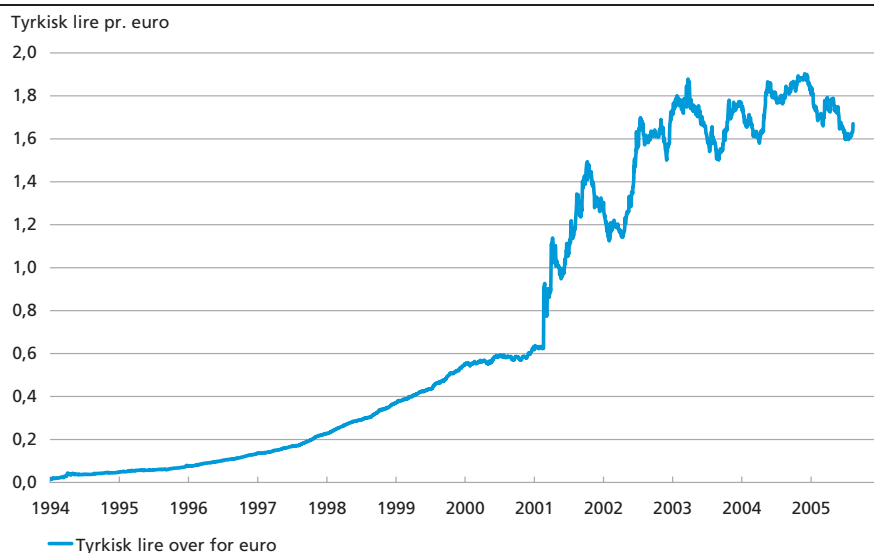
Den øgede interesse for obligationer med højere rente kan også tilskrives det meget lave nominelle renteniveau i Europa og USA, jf. figur 3. Reelt har renten tidligere været lavere, men det skyldtes ofte situationer med store uventede udsving i inflationen.

Artiklen giver nogle eksempler på kreditrisici, dvs. risikoen for at obligationsudstederen ikke overholder sine forpligtelser. Det konkluderes, at kreditrisiko kan være svært at gennemskue, og hvis en modpart ikke kan betale til tiden, kan det være en langvarig og kompliceret affære at udrede, hvor mange penge der eventuelt kan blive udbetalt til obligationsejerne.

<sup>1</sup> Kursreaktionen på PurusCos købstilbud forstærkedes af, at allerede udstedte ISS-obligationer ikke ville få prioritet over den nyudstedte gæld.

## TYRKISK VALUTAKURS

Figur 2

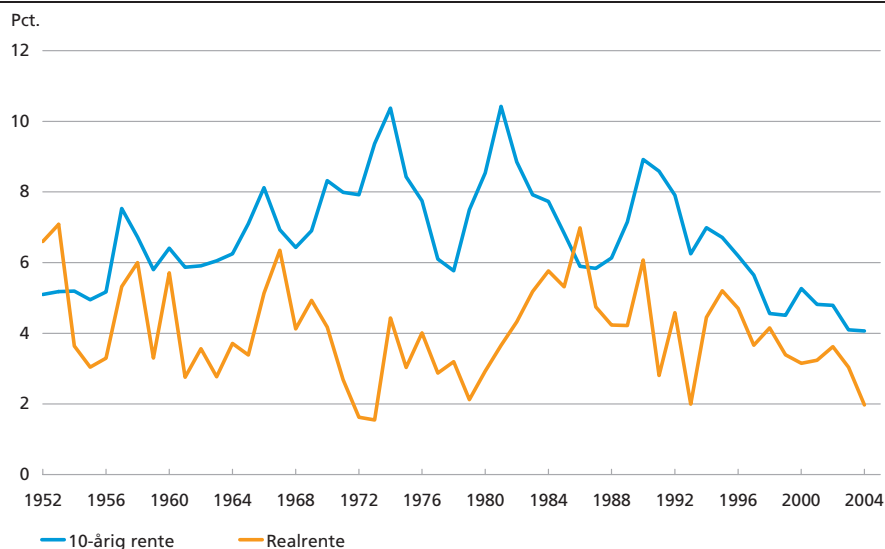


Anm.: Før 1999 er anvendt valutakursen over for ECU.

Kilde: EcoWin.

## NOMINEL OG REAL RENTE I TYSKLAND

Figur 3



Anm.: Realrenten er 10-årig rente minus den årlige forbrugerpris-inflation.

Kilde: EcoWin.

## OBLIGATIONER MED KREDITRISIKO

---

Generelt indebærer obligationskøb risici, der knytter sig til en lang række faktorer. De traditionelle og mest velbelyste risici knytter sig til, hvor følsom prisen på en obligation er over for ændringer i renten. Hertil kommer risici, der vedrører forhold specifikke for de enkelte obligationstyper, fx konverteringsrisiko, kreditrisiko og likviditetsrisiko.<sup>1</sup>

Obligationer udstedt af virksomheder eller stater, hvor der er en vis risiko for, at udstederen ikke overholder sine forpligtelser, bærer en højere rente end renten på tilsvarende obligationer med meget høj kreditværdighed, fx statsobligationer fra Danmark eller USA.

Forskellen mellem renten på obligationer med en vis kreditrisiko og en sikker statsobligation med ekstremt lille kreditrisiko kaldes kreditspændet.

Kreditspændets størrelse afhænger af to forhold. *For det første* af det forventede tab på en obligation. Denne forventning afspejler dels, hvor kreditværdig obligationsudstederen vurderes at være, dvs. sandsynligheden for insolvens, dels hvor stor en andel af tilgodehavendet, der forventes at kunne udredes i tilfælde af misligholdelse (recovery rate). *For det andet* afhænger kreditspændet af kreditrisikopræmien, der er investors kompensation for at have påtaget sig kreditrisikoen. Investorer vil typisk ønske at få kompensation for mere end det forventede tab, når de investerer i en risikabel obligation.

Ratingbureauer (fx Moody's, Fitch og S&P) kreditvurderer alle større obligationsudstedere og tildeler dem karakterer efter kreditværdighed.<sup>2</sup> Kreditspændet på amerikanske virksomhedsobligationer med forskellige kreditvurderinger er vist i figur 4.

Det fremgår – næppe overraskende – at jo dårligere kreditværdighed, og dermed jo større sandsynlighed for tab, des større kreditspænd. Desuden ses, at kreditspændet er mere volatilt des lavere kreditvurdering, men at de overordnede bevægelser i spændene er relativt ens uanset vurdering.

Billedet i Europa er stort set det samme, men markedet for obligationer med kreditrisiko og brugen af ratings er af nyere dato i Europa i forhold til USA.

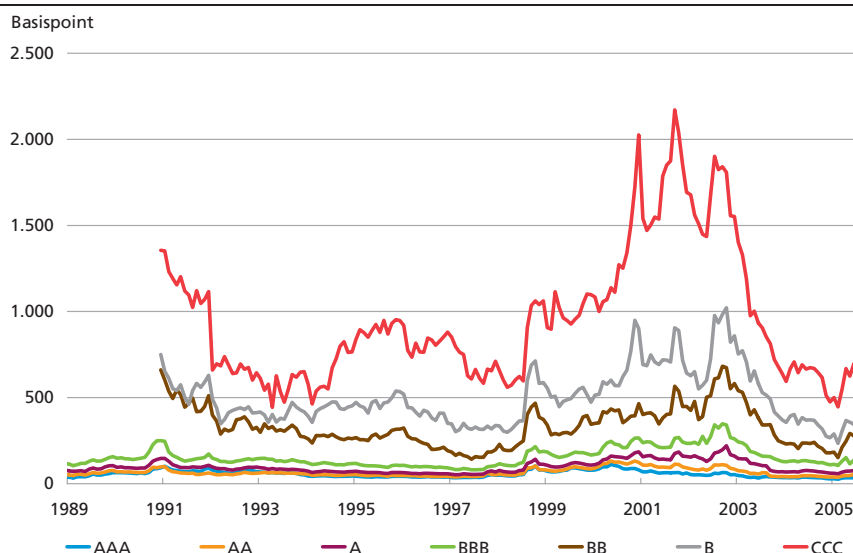
---

<sup>1</sup> Artiklen berører kreditrisiko nærmere. Konverteringsrisiko knytter sig til konverterbare obligationer, fx visse danske realkreditobligationer, og betegner risikoen for at låntager vælger at førtidsindfri obligationen til på forhånd fastlagte betingelser, fx indfrielse til pari. Likviditetsrisiko betegner risikoen for, at kursen på finansielle aktiver med lille handelsvolumen (lav likviditet) fluktuerer mere end tilsvarende aktiver med stort handelsvolumen. Konverterings- og likviditetsrisiko bliver ikke berørt nærmere i denne artikel.

<sup>2</sup> Brugen af ratings er nærmere beskrevet af Kristian Sparre Andersen og Anders Matzen, *Anvendelsen af kreditvurderingsbureauers ratings på de europæiske kapitalmarkeder*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1998.

KREDITSPÆND I USA

Figur 4



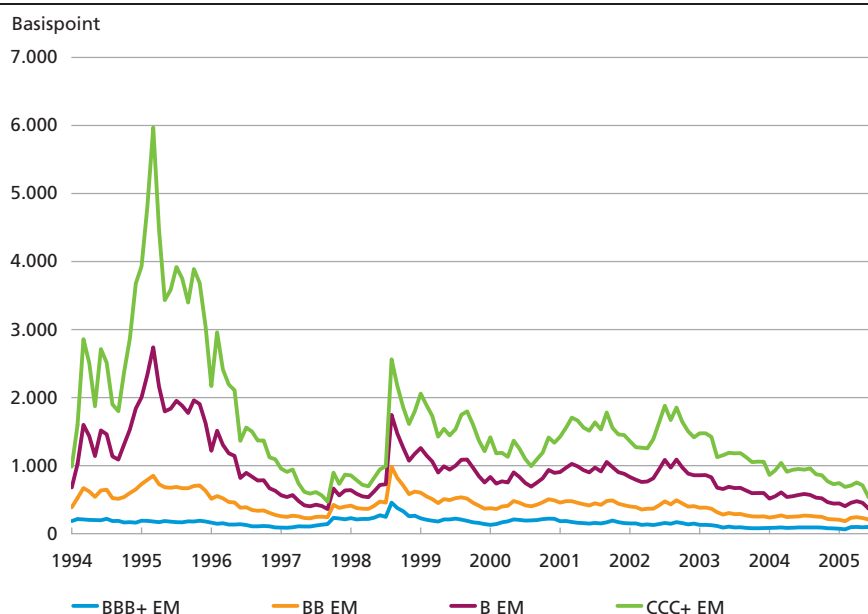
Anm.: AAA, AA osv. angiver kreditspændet for obligationer med forskellig kreditvurdering. AAA angiver således spændet for en meget kreditværdig obligationsudbyder, mens CCC modsat angiver kreditspændet for en udbyder med lille kreditværdighed.

Kilde: Citigroup.

I figur 5 er vist kreditspænd for statsobligationer fra emerging markets økonomier med forskellige ratings. Også her ses, at obligationer med

KREDITSPÆND EMERGING MARKETS

Figur 5



Kilde: J.P. Morgan.

lavere rating har højere kreditspænd. Udviklingen i spændene for emerging markets følger ikke spændene på virksomhedsobligationer. Krisen med udspring i Mexico i 1995 ("Tequila-krisen"), samt den Russiske gældskrise i 1998 ses tydeligt i figuren som perioder med kraftigt udvidede kreditspænd. Udsvinget i 1995 findes ikke i samme grad for virksomhedsobligationer i USA, jf. figur 4 og 5.

Det fremgår tydeligt af figurene, hvorfor investering i lavratede obligationer anses for at indebære en betydelig risiko, idet kurserne på disse er meget volatile. Udsvingene i indeksene undervurderer endda risikoen, da de er for given rating. De enkelte obligationer vil skifte rating, hvis bureauerne vurderer, at kreditværdigheden ændres. En op- eller nedgradering fra ratingbureauerne vil typisk give en kursreaktion på de involverede obligationsserier, og denne volatilitet er delvist skjult i figurene.

At denne risiko er reel, og at det er store udeståender, der kan rammes, viser fx nedgraderingen i maj af obligationer udstedt af General Motors og Ford, jf. boks 1.

Hvis en given rating indebærer en bestemt sandsynlighed for insolvens, er det påfaldende, hvor meget kreditspændene svinger over tid. Det udtrykker, at prisen på risiko, dvs. risikopræmien, er meget volatil. Der er desuden en tendens til, at udsvingene i kreditspændene følger konjunkturudviklingen, således at risikopræmier er lavere under høj-

#### NEDGRADERING AF GENERAL MOTORS OG FORD

Boks 1

På baggrund af dårlige regnskaber nedgraderede Standard & Poor's i maj 2005 General Motors og Ford til en vurdering under "investment grade" (se fodnote 1 side 39). General Motors og Ford er blandt de største udbydere af virksomhedsobligationer, og de to virksomheders udestående på ca. 320 mia.dollars udgør godt 10 pct. af det samlede udestående af virksomhedsobligationer i USA.

Nedgraderingen kom ikke som den store overraskelse i markedet, og kreditspændet på General Motors' og Fords obligationer havde i månederne inden nedgraderingen udvidet sig støt. Desuden fastholdte Moody's og Fitch umiddelbart "investment grade" på Fords' obligationer, og Moody's også på General Motors', således at obligationerne stadig optrådte som "investment grade" i nogle markedsindeks. Disse forhold medvirkede til en – trods alt – relativt rolig tilpasning i kurserne. Ford blev nedgraderet af Fitch i juli, og i august nedgraderede Moody's både General Motors og Ford. Alle tre ratingbureauer har således over sommeren nedgraderet General Motors og Ford fra "investment grade" til "speculative grade".

Forløbet er et eksempel på, at ejerne af virksomhedsobligationer løber en risiko for større kurskorrektioner, når opfattelsen af virksomhedernes indtjeningssevne ændres. I General Motors og Fords tilfælde er den berørte mængde obligationer desuden af så betydelig størrelse, at ændringer i ratings potentielt kan have konsekvenser for det samlede erhvervsobligationsmarked. Det er ikke mindst tilfældet, hvis store mængder obligationer går fra "investment grade" til "speculative grade", idet visse amerikanske institutionelle investorer kun kan have "investment grade" obligationer.

LANDE MED MISLIGHOLDT OFFENTLIG GÆLD 1985-2002

Tabel 1

| År   | Land      | Beløb (mio.dollar) |
|------|-----------|--------------------|
| 1998 | Pakistan  | 750                |
| -    | Rusland   | 73.336             |
| -    | Ukraine   | 1.422              |
| -    | Venezuela | 270                |
| 1999 | Ecuador   | 6.603              |
| 2000 | Peru      | 4.870              |
| -    | Ukraine   | 1.063              |
| 2001 | Argentina | 82.268             |
| -    | Moldavien | 145                |

Anm.: Der er kun medtaget lande, der i perioden var rated af Moody's. Beløb er baseret på dollarkursen på hændelsestidspunktet.

Kilde: Moody's.

konjunktur. Det er et almindeligt accepteret og teoretisk velfunderet synspunkt, at risikovilligheden er større, når konjunkturerne er gode.

Pointen er, at det er meget svært at udlede kreditrisikoen fra kredit-spændene, fordi prisen på risiko er meget volatil. Desuden vil spændene også afspejle risiko for ændringer i rating. Selv om fx en nedgradering ikke nødvendigvis medfører tab som følge af misligholdelse, udgør kurs-påvirkningen fra ændret rating en risiko i sig selv. Som det også fremgår af figur 1 kommer ændringer i ratings dog ofte som en reaktion på andre nyheder, og er derfor ofte forventet af markedsdeltagerne.

## STATSOBLIGATIONER

Ved investering i statsobligationer rammes investor af, at det som regel er svært at vurdere den egentlige kreditrisiko.<sup>1</sup> Langt de fleste lande har aldrig misligholdt statsobligationer. Dertil kommer, at det i tilfælde af misligholdelse af statsobligationer er svært at inddrive udeståendet. Det er i bedste fald kompliceret for kreditorer at gøre udlæg i et lands værdier. I IMF-regi har man arbejdet på at skabe mere gennemskuelige regler for private kreditorers medvirken i suveræne staters gældsomlægning. jf. boks 2. Endelig er bevægelserne i kreditspændene på statsobligationer mere diskretionære, da udstedelserne er store, og markedsdeltagerne formentligt er mere usikre på kvaliteten af de enkelte landes udstedelser.

En liste over lande, som har misligholdt statsobligationer i perioden 1985-2002, findes i tabel 1. Det er påfaldende, at alle kredithændelserne forekom i perioden 1998-2001. Det illustrerer den begrænsede historik

<sup>1</sup> Afsnittet omhandler kun misligholdelse af forpligtelser på statsobligationer. Staters misligholdelse af andre typer gæld, fx bankgæld, forekommer oftere end misligholdelse af statsobligationer. En række lande med lav kreditværdighed i Sydamerika, Afrika, Asien og Østeuropa har først fået adgang til internationale kapitalmarkeder i løbet af de seneste årtier.

På baggrund af de økonomiske kriser, der i perioden 1995-2001 ramte en række lande i Latinamerika og Asien samt Rusland og Tyrkiet, har man internationalt arbejdet for at lette gældsomlægninger og forsøgt i højere grad at inddrage private kreditorer.

I efteråret 2001 foreslog IMF at oprette et lovfæstet grundlag med henblik på at skabe mere gennemskuelige regler for private kreditorers medvirken i suveræne staters gældsomlægning, en såkaldt Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM<sup>1</sup>. Målet var at få bedre muligheder for at lægge pres på private långivere til at medvirke i kriseløsninger ved at skabe klarere procedurer for, hvorledes grupper af kreditorer kunne optræde samlet og indgå aftaler om gældsomlægning med debitorlandet. Herudover ville man undgå, at private kreditorer sænkede deres kreditvurderingsstandarder i forventning om, at lande i betalingsbalancekrise ville modtage meget store lån fra fx IMF.

Der har ikke kunnet opnås enighed om et sådant lovfæstet grundlag, men sideløbende har man internationalt tilstræbt en større udbredelse af kontraktformer, der kan lette gældsomlægninger. Særligt for obligationslån er det vigtigt at skabe mulighed for, at obligationsindehaverne kan optræde samlet. Ved brug af særlige klausuler kaldet Collective Action Clauses (CACs) kan et flertal af obligationsindehaverne forpligte alle obligationsindehavere til at acceptere ændringer i de lånebetingelser, som oprindeligt gjaldt for lånet<sup>1</sup>. Der er sket væsentlige fremskridt, og i dag inkluderer såvel EU-landene som en række emerging market-lande CACs i obligationskontrakterne ved udstedelser under fremmed jurisdiktion. Således indeholdt 92 pct. af værdien af nyudstedte emerging market statsobligationer CACs i 2004<sup>2</sup>. I EU arbejdes der med at finde yderligere kontraktlige muligheder, der kan understøtte velfungerende gældsomlægninger.

Ligeledes har man arbejdet med at etablere et kodeks for god adfærd i forbindelse med gældsomlægningsforhandlinger. Kodekset skal sikre faste rammer for forhandlinger om gældsomlægninger med private kreditorer, herunder hvordan de implicerede parter bør opføre sig, således at både kreditor- og debitorinteresser tages i betragtning. Arbejdet er mundet ud i "Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring", som blev færdiggjort af obligationsudstedende emerging market lande i samarbejde med den private sektor og generelt støttet af G20 i efteråret 2004. Det er for tidligt at vurdere, om retningslinjerne vil få den tilsigtede effekt.

<sup>1</sup> Jf. Ole Hollensen, Nye mekanismer for omlægning af kriseramte landes offentlige gæld, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

<sup>2</sup> IMF Global Financial Stability Report, April 2005, boks 2.5.

og dermed vanskelighederne i at vurdere kreditrisiko for forskellige lande.

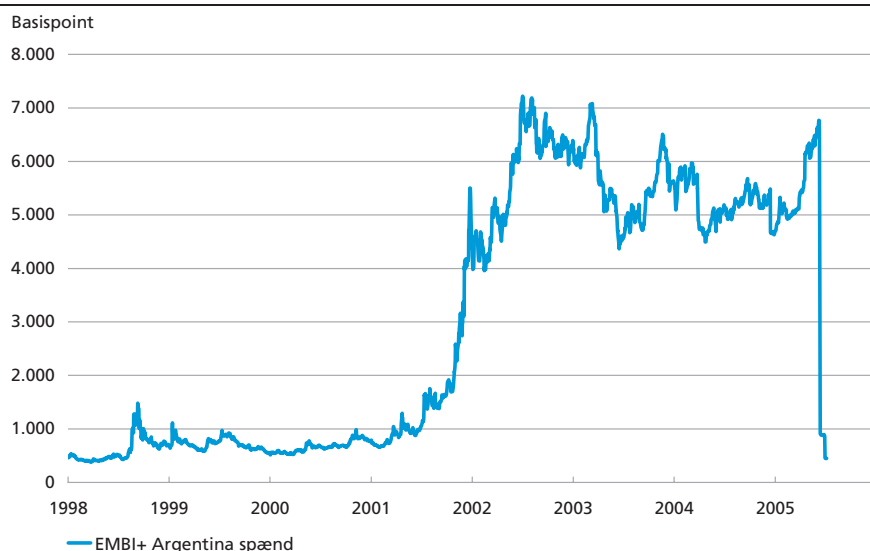
### Argentinas betalingsstandsning

Det komplekse risikomønster kan illustreres ved at betragte den beløbsmæssigt største kredithændelse i historien, nemlig Argentinas betalingsstandsning i 2001.

Ratingbureauerne har i den tid Argentina har haft rating (siden 1986) altid vurderet, at der var en vis sandsynlighed for, at Argentina ville mis-

RENTEFORSKEL PÅ AMERIKANSKE OG ARGENTINSKE STATSOBLIGATIONER

Figur 6



Kilde: J.P. Morgan.

ligholde udstedte obligationer. Fx har Moody's altid vurderet Argentinas obligationer til Ba eller dårligere, dvs. "speculative grade".<sup>1</sup> Siden 1997 har ratingbureauerne gradvist nedgraderet Argentinas gæld, med kraftigt udvidede rentespænd til sikre statsobligationer til følge, jf. figur 6.<sup>2</sup>

Selv med disse ratings var det formentligt svært for investorer i tiden op til Argentinas betalingsstandsning at vurdere sandsynligheden for, at det ville ske. Mange andre land end Argentina, fx nabolandet Brasilien, har en lav kreditvurdering af Moody's uden dog at have misligholdt den offentlige gæld. Det illustrerer, hvordan et beskedent datamateriale vanskeliggør kvantificering af risikoen for misligholdelse.

Argentina afstod fra at betale rente og afdrag den 3. januar 2002. Det stod klart allerede i efteråret 2001, at Argentina formentligt ikke ville overholde sine forpligtelser, og som følge deraf faldt kursen på argentinske statsobligationer kraftigt, jf. figur 6.

En måned efter misligholdelsen handledes argentinske statsobligationer til kurser, der implicit betød, at nutidsværdien af obligationerne var ca. 30 pct. af den nominelle værdi. Ejere af argentinske statsobligationer

<sup>1</sup> Moody's karakterer er Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C, hvor Aaa gives til mest kreditværdige stater, og C er umiddelbar misligholdelse. Generelt gives de fire første karakterer til kreditværdige stater og disse karakterer kaldes ofte "investment grade". Ba og nedefters kaldes "speculative grade" (eller det mindre flatterende "junk-bonds"), idet der med disse karakterer signaleres en vis sandsynlighed for misligholdelse. Der er endnu ingen lande, der på et tidspunkt har været "investment grade" ved Moody's, som har misligholdt offentlig gæld.

<sup>2</sup> Baggrunden for Argentinas problemer er beskrevet af Jens Thomsen, Flere årsager til Argentinas krise, *Udenrigs*, nr. 3, 2002.

kunne med andre ord i foråret 2002 slippe af med obligationerne ved at acceptere et tab på ca. 70 pct.

Denne pris afspejler indirekte, hvad markedsdeltagerne på det tidspunkt forventede, de ville kunne få ud af at beholde obligationerne og afvente forhandlinger mellem Argentina og kreditorerne om omlægning af gælden. En sådan proces er ofte en uhyre kompliceret og langvarig juridisk affære. Først i juni 2005 var en gældsomlægning gennemført, og omlægningen medførte en nedskrivning af kreditorernes fordringer med ca. 75 pct. ifølge IMF. Det kraftige fald i kreditspændet i figur 6 afspejler denne omlægning.<sup>1</sup> Indsnævringen må siges at være bemærkelsesværdig i lyset af Argentinas blakkede kredithistorie, men afspejler bl.a., at Argentinas samlede gæld og især udlandsgælden falder betragteligt med omlægningen, hvilket alt andet lige gør det lettere for Argentina at servicere gælden i fremtiden. Desuden har den Argentinske regering med forskellige lovgivningsmæssige tiltag gjort det sværere (dyrere) at misligholde offentlig gæld i fremtiden.

Sagen er dog langt fra afsluttet for Argentina, idet en del af kreditorerne ikke accepterer omlægningen og forsøger at inddrive en større del af gælden via søgsmål.

## KONKLUSION

---

Rentespænd afspejler risiko og compensation for risiko. Der er ingen "free lunch" i og med, at ethvert forventet merafkast i forhold til en risikofri rente ledsages af risiko. Med den øgede tilgang af obligationer udstedt af virksomheder og lande med lav kreditværdighed øges kravene til investorernes evne til at analysere og vurdere risiciene ved obligationsinvesteringer. Kreditspænd er meget volatile og afspejler ikke mindst, at prisen på risiko varierer kraftigt over tid. Det gør det mere kompliceret for de enkelte investorer at bruge kreditspændene på de enkelte obligationsserier til præcist at vurdere den underliggende kreditrisiko. Dertil kommer usikkerheden omkring op- og nedgraderinger fra ratingbureauerne.

I tilfælde af misligholdelse af gæld, er det ofte en langvarig og kompliceret affære at udrede eller omlægge gælden. Det viser eksemplet med Argentinas misligholdelse af forpligtelserne på statsobligationer i 2001.

---

<sup>1</sup> Det skal dog noteres, at det kraftigt indsnævrede spænd ikke er et udtryk for store stigninger i obligationskurserne, men er et udtryk for, at de misligholdte obligationer er erstattet af obligationerne bag de nye lån. De nye obligationer har af Moody's fået ratingen B.

---

# Gennemgang af det finansielle system i Danmark

---

*Gitte Wallin Pedersen, Internationalt Kontor*

IMF er i disse år ved at analysere strukturen og sårbarheden af den finansielle sektor i de enkelte medlemslande. For Danmarks vedkommende er det aftalt, at IMF undersøger det finansielle system i løbet af 2005 og 2006. En lang række myndigheder, organisationer og også enkelte finansielle institutioner vil blive inddraget i IMF's gennemgang af Danmark.

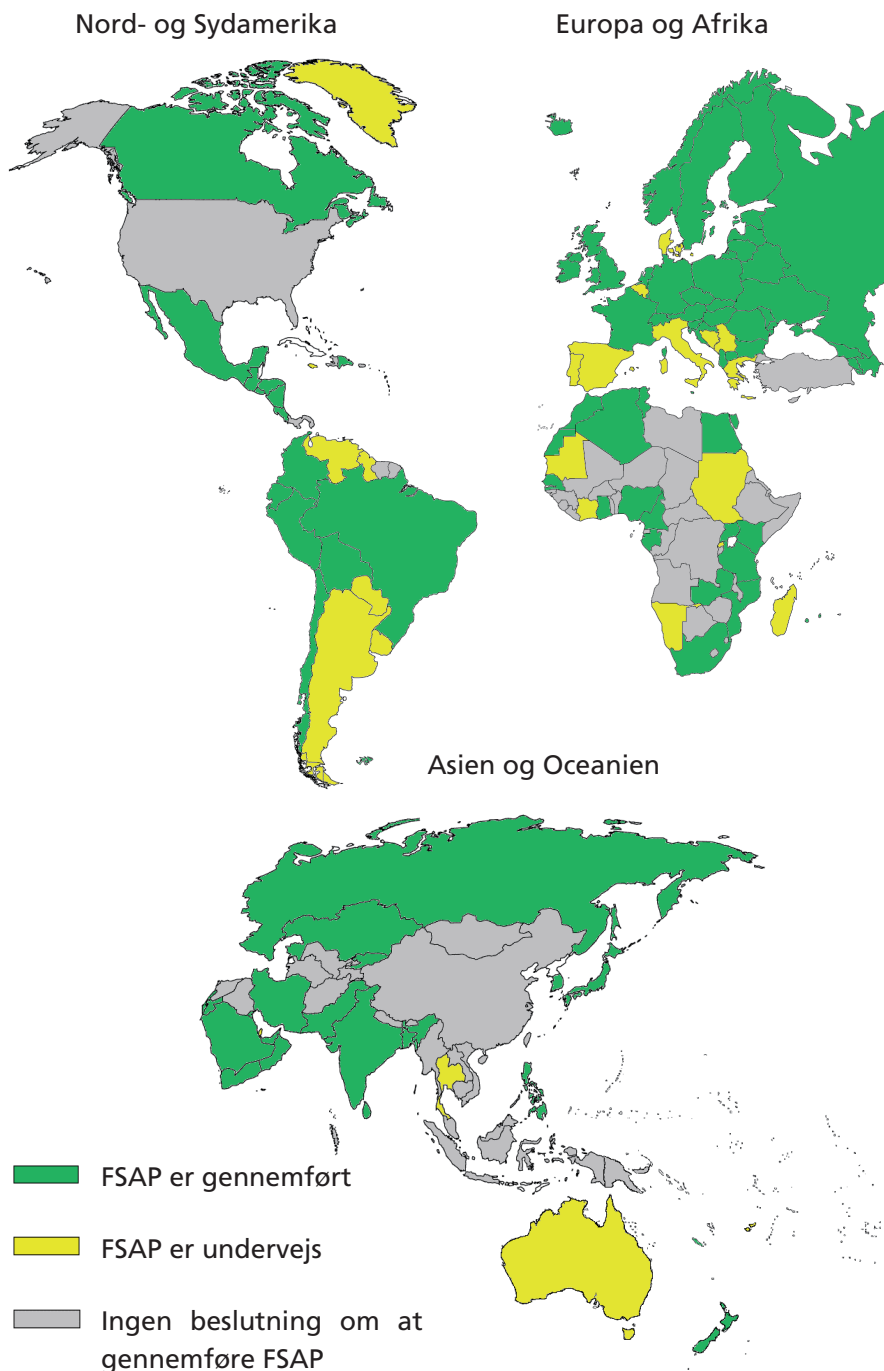
## **IMFs FINANSIELLE OVERVÅGNING**

---

En af IMF's hovedopgaver er at overvåge den økonomiske udvikling i de 184 medlemslande. Traditionelt har fokus været på medlemslandenes økonomiske politikker, men i lyset af den finansielle krise i Asien i 1997-98 er særligt overvågningen af de finansielle systemer blevet optrappet. Hensigten er at forbedre mulighederne for at opdage eventuelle svagheder i de finansielle systemer, så risikoen for eventuelle nye kriser på de internationale finansielle markeder bliver mindre. Kernen i IMF's finansielle overvågning er det såkaldte Financial Sector Assessment Program, FSAP, hvor IMF foretager en gennemgang og vurdering af det enkelte medlemslands finansielle systemer.

Det er frivilligt at lade IMF foretage en FSAP, men interessen blandt medlemslandene har været stor siden vedtagelsen af programmet i 1999. Frem til i dag har ca. 2/3 af IMF's medlemslande meddelt, at de ønsker en FSAP. I praksis er FSAP dog kun gennemført i ca. halvdelen af medlemslandene, eftersom FSAP er særdeles arbejdskrævende for IMF. De højest prioriterede lande er af stor systemisk betydning for de internationale finansielle markeder. Desuden sigtes mod en vis geografisk spredning, og der er særlig fokus på lande, som er i en sårbar ekstern situation eller har en finansiell sektor i hastig udvikling.

Tilslutningen er især høj for de europæiske lande og lav blandt lavindkomstlande i Afrika, jf. figur 1. Blandt vækstøkonomierne er tilslutningen væsentlig højere i Sydamerika end i Asien. Indtrykket af Nordamerika er selvsagt præget af, at USA ikke har indgået aftale om at gennemføre FSAP.



Anm.: IMF opdaterer regelmæssigt listen over lande, hvor FSAP er undervejs eller gennemført. Den næste status ventes i forbindelse med mødet i Den Internationale Monetære og Finansielle Komité den 24. september 2005 i dokumentet *Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on the IMF's Policy Agenda*, som offentliggøres på hjemmesiden [www.imf.org](http://www.imf.org).

## INDHOLDET AF FSAP

FSAP er en gennemgang af den finansielle sektor med henblik på at vurdere stabiliteten i de finansielle systemer. De overordnede elementer i FSAP er gengivet i figur 2.

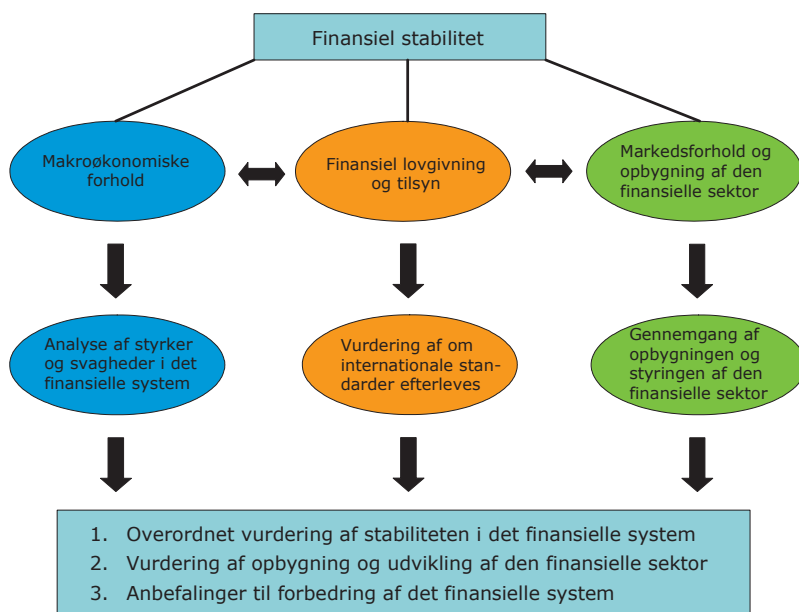
Der tages udgangspunkt i den makroøkonomiske situation, og der gennemføres såkaldte stresstest. Stresstest er simulationer, hvor man undersøger, hvorledes forskellige former for makroøkonomiske chok påvirker de centrale finansielle institutioner og dermed hele det finansielle system. Det varierer fra land til land, hvilke makroøkonomiske chok, det kan være relevant at undersøge. En væsentlig del af stresstestene gennemføres normalt af myndighederne, men også centrale finansielle institutioner kan bidrage til stresstestene.

Derudover vurderes det, om internationalt anerkendte standarder for den finansielle sektor er opfyldt. IMF opererer i alt med 12 standarder, jf. boks 1, men typisk vurderes kun 4-5 standarder i det enkelte land. IMF og landet udvælger standarderne efter en vurdering af hvilke dele af landets lovgivning, der er særlig interessante for stabiliteten i de finansielle systemer.

Samtidig vurderes de vigtigste aktører og opbygningen af den finansielle sektor. Denne vurdering omfatter såvel ansvarsfordelingen mellem landets myndigheder som markedsforholdene, fx om de finansielle mar-

OVERORDNEDE RAMMER FOR FSAP

Figur 2



| OVERSICHT OVER INTERNATIONALE STANDARDER                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Boks 1 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Følgende standarder kan gennemgås i de enkelte lande:                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |        |
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme (<i>Financial Action Task Force, FATF 40+9 Recommendations</i>)</li> <li>2. Gennemsigtighed i penge- og tilsynspolitik (<i>the Fund's Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies</i>)</li> <li>3. Banktilsyn (<i>Basel Committee's Core Principles for Effective Banking Supervision</i>)</li> <li>4. Værdipapirer (<i>IOSCO Objectives and Principles for Securities Regulation</i>)</li> <li>5. Forsikring (<i>IAIS Insurance Supervisory Principles</i>)</li> <li>6. Betalings- og værdipapirafviklingssystemer (<i>CPSS Core Principles for Systemically Important Payments Systems</i> og <i>CPSS-IOSCO Recommendations for Securities Settlement Systems</i>)</li> <li>7. Udarbejdelse og publicering af data (<i>the Fund's Special Data Dissemination Standard/General Data Dissemination System (SDDS/GDDS)</i>)</li> <li>8. Udarbejdelse af den offentlige sektors budgetter og regnskabsførelse samt sikring af god forvaltningspraksis i den offentlige sektor (<i>the Fund's Code of Good Practices on Fiscal Transparency</i>)</li> <li>9. God praksis for virksomhedsledelse (<i>OECD's Principles of Corporate Governance</i>)</li> <li>10. Regnskabvæsen (<i>IASB's International Accounting Standards</i>)</li> <li>11. Revisionsnormer (<i>IFA's International Standards on Auditing</i>)</li> <li>12. Insolvens og kreditorernes rettigheder (<i>Insolvency and Creditor Rights</i>)</li> </ol> |        |
| <p>Standarden vedrørende bekæmpelse af hvidvask af penge og terrorisme skal gennemgås i alle lande. For et industriland udvælges desuden typisk 3-4 af standarderne i punkt 2-6. Standarderne 7-8 vurderes ofte i industrilande, men typisk ikke i forbindelse med FSAP. Standarderne 9-12 gennemføres kun undtagelsesvis i industrilande.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |        |

keder er præget af få store eller mange små finansielle institutioner eller af specielle finansielle instrumenter.

Når alle tre analyser er gennemført, foretager IMF en samlet vurdering af stabiliteten i de finansielle systemer og anbefaler afhængigt af udfaldet konkrete reformer og udvikling af den finansielle sektor. IMF's overordnede vurderinger og anbefalinger samles i én rapport. Normalt offentliggøres denne rapport for at bidrage til bl.a. investorernes indsigt i landenes finansielle systemer.

IMF gennemfører typisk FSAP op til en såkaldt artikel IV-konsultation, som er kernen i IMF's overvågning af den makroøkonomiske situation i medlemslandene. Artikel IV-konsultationer gennemføres hvert eller hvert andet år alt efter landets størrelse. For Danmark er der artikel IV-konsultationer hvert andet år, og den seneste blev afsluttet i august 2004. At FSAP er knyttet tæt til artikel IV-konsultationer styrker sammenhængen mellem IMF's vurderinger af den makroøkonomiske og finansielle udvikling i medlemslandene.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> For yderligere oplysninger om FSAP henvises til IMF's hjemmeside [www.imf.org](http://www.imf.org).

## FSAP I DANMARK

---

Danmark aftalte i 2003 med IMF, at FSAP skulle gennemføres i Danmark. I foråret 2005 udpegede IMF en missionsleder for FSAP i Danmark, hvorefter der kunne aftales nogle overordnede rammer.

I Danmark er det især Finanstilsynet og Nationalbanken, der er centrale i forberedelserne af FSAP. Men også en række andre myndigheder, organisationer og enkelte finansielle institutioner vil blive berørt, jf. nedenfor.

### Indhold af FSAP i Danmark

I Danmark vil IMF's analyser – ligesom i andre lande – sigte mod at finde styrker og svagheder i den finansielle sektor for at kunne vurdere den finansielle stabilitet. Nationalbanken vil udføre en række stresstest, som kan vise, hvordan makroøkonomiske chok påvirker den finansielle sektor.<sup>1</sup> Men også Finanstilsynet og udvalgte finansielle institutioner vil blive inddraget i stresstest efter nærmere ønske fra IMF.

Desuden vil IMF gennemgå de internationale standarder på følgende områder:

- banktilsyn,
- forsikring,
- bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme,
- betalings- og værdipapirafviklingssystemer.

Finanstilsynet har hovedansvaret for de tre første standarder, mens Nationalbanken har hovedansvaret for den sidste.

Derudover vil IMF normalt ønske at besøge en række andre relevante myndigheder, organisationer og finansielle institutioner for at få et bedre overblik over den finansielle sektor.

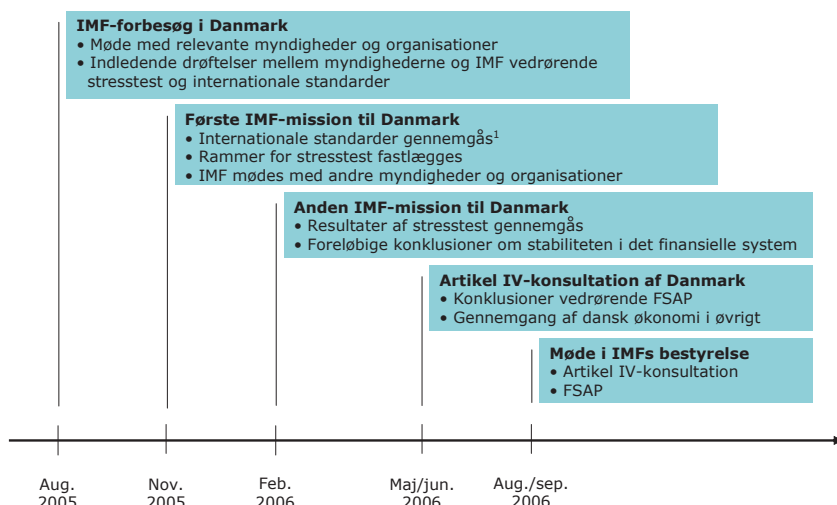
### Tidsplan for FSAP i Danmark

Nationalbanken har aftalt en overordnet tidsplan med IMF, som betyder, at FSAP ventes gennemført i perioden frem til efteråret 2006, jf. figur 3.

I august 2005 aflagde lederne af IMF-missionen et første besøg i Danmark. Det væsentligste formål med besøget var, at IMF præsenterede FSAP for relevante myndigheder og organisationer, som også fik mulighed for at stille spørgsmål til IMF. Samtidig var der indledende drøftelser mellem IMF og de relevante myndigheder om såvel finansiell stabilitet og stresstest som de udvalgte internationale standarder på det finansielle område. Fra dansk side er man nu ved at færdiggøre sine svar på en

---

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



1 Standarderne vedrørende banktilsyn, forsikring samt betalings- og værdipapirafviklingssystemer gennemgås. Standarden vedrørende bekæmpelse af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme venter til den anden mission.

række spørgeskemaer, som IMF har fremsendt. Hensigten med spørgeskemaerne er, at IMF allerede inden den første egentlige mission får et indtryk af, hvilke makroøkonomiske stresstest der er relevante, og om de internationale standarder er opfyldt.

I november 2005 ventes IMF's første egentlige mission at finde sted. IMF's mission ventes at bestå af 10-15 eksperter, som besøger Danmark i ca. 2 uger. Formålet er at få overblik over den finansielle sektor i Danmark. I den forbindelse afholdes først og fremmest møder mellem IMF og myndighederne, men IMF ønsker som regel også at mødes med en række organisationer og konkrete finansielle institutter, som kan give deres syn på opbygningen og funktionen af de finansielle markeder i Danmark. Derudover vil IMF i løbet af besøget nøje gennemgå de fleste af de udvalgte internationale standarder, dvs. banktilsyn, forsikring og betalings- og værdipapirafviklingssystemer. Endelig vil IMF og myndighederne i løbet af besøget fastlægge de konkrete rammer for stresstest. Når IMF-missionen er taget af sted, arbejdes der videre med stresstest, som nu skal gennemføres. IMF fortsætter sine analyser af oplysningerne, og der vil være nær kontakt mellem IMF og de danske myndigheder.

I februar 2006 forventes IMF's anden mission at finde sted, og formålet er at nå frem til en samlet vurdering af den finansielle stabilitet. Fokus er derfor først og fremmest på at drøfte de gennemførte stresstest, men også eventuelle spørgsmål til de gennemgåede standarder kan blive taget op ved denne lejlighed. For standarden vedrørende bekæmpelse

af hvidvask af penge og finansiering af terrorisme gælder det særlige, at den først vil blive gennemgået ved denne anden mission. Baggrunden er, at Danmark p.t. er ved at gennemføre ny lovgivning, som først ventes vedtaget i slutningen af 2005. Eftersom IMF bygger sine rapporter på vedtagen lovgivning, er IMF og de danske myndigheder enige om, at gennemgangen bør vente til den anden mission. Inden IMF afslutter besøget, overrækkes myndighederne en rapport, som indeholder IMFs hovedkonklusioner, dvs. den samlede analyse af stabiliteten i det finansielle system, vurderingen af efterlevelsen af standarderne samt IMFs anbefalinger til forbedringer på de enkelte områder. Myndighederne opfordres til at komme med bemærkninger til rapporten, dels for at afklare eventuelle misforståelser, dels for at få reaktioner på IMFs konkrete forslag til forbedringer af den finansielle sektor. Myndighederne overvejer således, hvordan IMFs anbefalinger kan imødekommes.

I maj/juni 2006 vender lederen af IMFs mission vedrørende FSAP tilbage til Danmark i forbindelse med artikel IV-konsultationen. Ved dette besøg foretager IMF den gennemgang af dansk økonomi, som plejer at finde sted i forbindelse med de regelmæssige artikel IV-konsultationer. Men samtidig er der en drøftelse af IMFs konklusioner vedrørende stabiliteten i de finansielle systemer. En revideret udgave af IMFs rapport udarbejdes, hvor myndighedernes reaktion er tilføjet IMFs konklusioner på de enkelte områder.

Senest tre måneder efter artikel IV-konsultationen skal IMFs bestyrelse drøfte IMFs rapporter vedrørende Danmark, såvel om dansk økonomi generelt som stabiliteten i de finansielle systemer. Efter bestyrelsens møde er FSAP i Danmark færdig.

### **Efter FSAP i Danmark**

Det er op til myndighederne i Danmark at vurdere, hvordan man vil håndtere eventuelle konkrete anbefalinger fra IMF. Når FSAP i Danmark er afsluttet, offentliggøres IMFs rapport, ligesom det altid sker i forbindelse med artikel IV-konsultationer om dansk økonomi<sup>1</sup>. Eventuelle markedsfølsomme oplysninger vil blive udeladt.

---

<sup>1</sup> Efter artikel IV-konsultationer i Danmark offentliggøres IMF-stabens rapport på såvel IMFs som Nationalbankens hjemmeside.

## LITTERATUR

---

IMFs hjemmeside ([www.imf.org](http://www.imf.org)) opdateres løbende og indeholder både beskrivende dokumenter vedrørende FSAP og offentliggjorte landerapporter. Der henvises særligt til følgende dokumenter:

The International Monetary Fund and the World Bank (22. februar 2005), Financial Sector Assessment Program – Review, Lessons, and Issues Going Forward.

The International Monetary Fund and the World Bank (22. februar 2005), Financial Sector Assessment Program – Background Paper.

The International Monetary Fund and the World Bank (24. februar 2003), Analytical Tools of the FSAP.

---

# Stabilitets- og vækstpagten – status 2005

---

*Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Internationalt Kontor*

## INDLEDNING

---

EU-traktatens finanspolitiske bestemmelser og stabilitets- og vækstpagten sætter nogle overordnede grænser for det finanspolitiske spillerum i EU-landene. Hensigten er at opnå en varig budgetdisciplin og et hensigtsmæssigt samspil mellem den fælles pengepolitik i Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, og de nationale finanspolitikker.<sup>1</sup>

Overordnet har resultaterne af de hidtidige regler været blandede i de seks år, regelsættet har været i kraft. For euroområdet er det samlet set ikke lykkedes at fastholde den finanspolitiske konsolidering, som fandt sted op til overgangen til euro i 1999. Forværringen i den underliggende budgetudvikling i euroområdet under den seneste konjunkturedgang har dog været mindre end i tidligere konjunkturedgange, og underskuddet er lavere end i fx USA og Japan, jf. figur 1. De finanspolitiske resultater varierer imidlertid betydeligt mellem de enkelte eurolande.

En række eurolandes manglende forebyggende indsats under den seneste højkonjunktur har bevirket, at disse lande under den seneste konjunkturedgang er kommet i konflikt med regelsættet. Det medførte uoverensstemmelser og usikkerhed omkring håndhævelsen af EU-traktatens og stabilitets- og vækstpagtens regler. Reglernes troværdighed og landenes ejerskabsfølelse til regelsættet blev herved draget i tvivl.

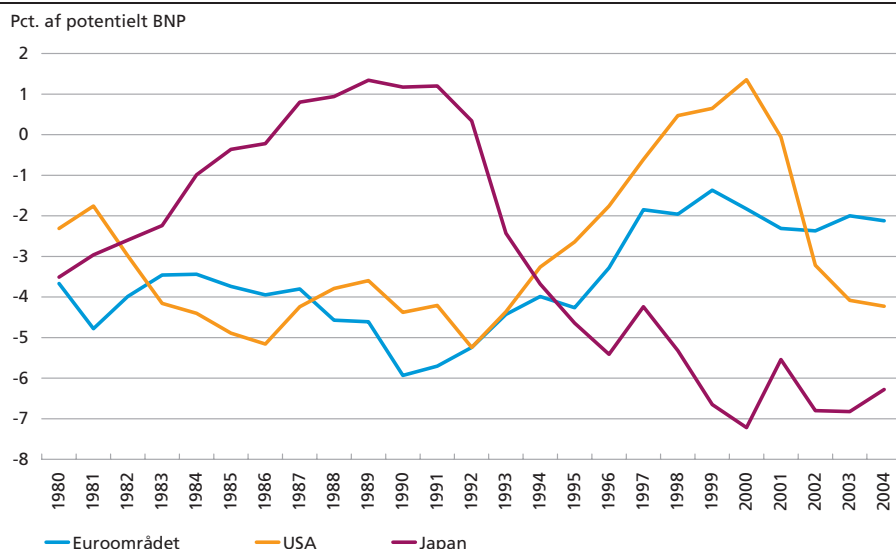
I efteråret 2004 blev der fremlagt forslag fra bl.a. Europa-Kommissionen om reform af pagten. Baggrunden var de indhøstede erfaringer med pagten, herunder navnlig forløbet omkring Tysklands og Frankrigs overskridelser af 3-pct. grænsen, der endte som en sag ved EF-domstolen, jf. appendiks. Samtidig var der ønsker om at forbedre og afklare reglerne, herunder at kunne tage større hensyn til landenes økonomiske forskellighed ikke mindst i lyset af udvidelsen af EU med 10

---

<sup>1</sup> Se også ECB (2005).

CYKLISK KORRIGEREDE BUDGETUNDERSKUD

Figur 1



Kilde: OECD Economic Outlook 76.

nye lande. Der har ikke været generel enighed om behovet for en revision af pagtens regler. Fra flere sider er der peget på, at det i højere grad var den politiske vilje til at anvende det hidtidige regelsæt, der har skullet styrkes, jf. fx Annett, Decressin og Deppler (2005) samt EEAG (2005).

Forslagene blev drøftet grundigt i eurogruppen (uformel gruppe bestående af eurolandenes finansministre) og Ecofin-Rådet (EU-landenes økonomi- og finansministre), og førte til en rapport fra Ecofin-Rådet om en bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten. Det Europæiske Råd godkendte på mødet i marts 2005 Ecofin-Rådets rapport. Rapporten opdaterer og supplerer stabilitets- og vækstpagten, som den nu er blevet en del af. Pagtens regelsæt består herefter af Ecofin-rådets rapport fra marts 2005, en resolution fra Det Europæiske Råd, en adfærdskodeks og to rådsforordninger, som er rettet til i juni 2005, og som udmønter Ecofin-Rådets rapport.<sup>1</sup>

I denne artikel, der ligger i forlængelse af tidligere års statusartikler om stabilitets- og vækstpagten i Kvartalsoversigten, beskrives ændringerne i pagtens regler nærmere. Endvidere gennemgås det seneste forløb omkring landene i budgetunderskudsproceduren.

<sup>1</sup> Resolutionen fra det Europæiske Råd: EF-Tidende C 236, 2. august 1997. De to oprindelige forordninger: EF-tidende L 209, 2. august 1997 og 2005-ændringerne af forordningerne: EU-tidende L 174, 7. juli 2005. Ecofin-Rådets rapport som vedtaget af Det Europæiske Råd kan findes på [http://ue.eu.int/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/da/ec/84340.pdf](http://ue.eu.int/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/da/ec/84340.pdf).

## ÆNDRINGER I PAGTENS REGELSÆT MARTS-JULI 2005

---

EU-traktatens regler, herunder EU-traktatens centrale forbud<sup>1</sup> mod "uforholdsmæssigt store underskud", er ikke ændret med reformen af pagten. "Uforholdsmæssigt store underskud" er bestemt som et underskud på over 3 pct. af BNP eller en offentlig bruttogæld på over 60 pct. af BNP. Stabilitets- og vækstpagten uddyber og præciserer disse grundlæggende regler i EU-traktaten. Formålet er dels at medvirke til at forebygge forekomsten af uforholdsmæssigt store underskud, dels at fastsætte den nærmere fremgangsmåde ved korrektion af opståede uforholdsmæssigt store underskud. Drøftelserne af en reform af pagten har tydeliggjort, at pagten består af både en forebyggende og en korrigerende del. Pagtens to forordninger varetager hver en af disse dele. Reformen af pagten medfører ændringer på begge områder.

Sideløbende med reformen af pagten har Europa-Kommissionen med opbakning fra Ecofin-Rådet, i lyset af statistikproblemer i flere medlemslande, fremsat forslag til forbedring af det statistiske system og kvaliteten af de statistiske data for de offentlige finanser i EU.

De væsentligste ændringer i stabilitets- og vækstpagten er gengivet i boks 1 og beskrevet mere indgående nedenfor.

### 2005-reformen af pagtens forebyggende del

Pagtens forebyggende del var fra starten af ØMUen tiltænkt at skulle skærpe fokuseringen på varig overholdelse af 3-pct. grænsen. Det centrale i pagtens forebyggende del er, at alle EU-lande skal tilstræbe, at det offentlige budget på mellemlangt sigt er tæt på balance eller i overskud. Med offentlige underskud betydeligt bedre end 3-pct. grænsen, dvs. "tæt på balance eller i overskud", vil de såkaldte automatiske stabilisatorer<sup>2</sup> kunne virke frit uden risiko for, at en eventuel budgetforværring fører til underskud over 3 pct. I praksis har der i en række eurolande ikke været tilstrækkelig fokus på at opretholde en tilstrækkelig sikkerhedsmargin og på at konsolidere de offentlige finanser i gode tider. Budgetproblemerne i en række eurolande kan i betydeligt omfang henføres til denne manglende fokus.

I den reviderede pagt fra 2005 har alle lande fortsat pligt til at opbygge en sikkerhedsmargin for de offentlige finanser, der sikrer overholdel-

---

<sup>1</sup> Mens alle EU-lande er omfattet af forbuddet, undtagen Storbritannien, som har en særlig undtagelse, så længe landet ikke deltager i euroen, er det kun eurolandene, som ifølge EU-traktaten kan pålægges at træffe foranstaltninger til at nedbringe uforholdsmæssigt store underskud og pålægges sanktioner.

<sup>2</sup> Den økonomiske aktivitet påvirker det offentlige budget direkte gennem de automatiske stabilisatorer. Under en højkonjunktur forbedres budgetsaldoen automatisk via lavere udgifter til fx arbejdsløshedsunderstøttelse samt højere skatteindtægter, og dette medvirker samtidig til at dæmpe væksten. Under en lavkonjunktur vil der tilsvarende forekomme en forværring af budgettet, der medvirker til at mindske afmatningen.

| Forebyggende del af pagten | Før 2005-reformen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Efter 2005-reformen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mellemfristede mål om "tæt på balance eller overskud" fortolket som en cyklisk korrigeret budgetsaldo på -0,5 pct. af BNP eller bedre. For lande med høj konjunkturfølsomhed kan der kræves en endnu bedre cyklisk korrigeret budgetsaldo.</li> <li>• For eurolande en årlig tilpasning på minimum 0,5 pct. af BNP pr. år af det cyklisk korrigerede underskud, indtil det mellemfristede mål nås.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Differentiering af mellemfristede mål. For eurolande og lande i ERM2 vil de landespecifikke mål for den strukturelle saldo skulle ligge mellem -1 pct. af BNP og "balance eller i overskud".</li> <li>• Årlig tilpasning af det strukturelle underskud på 0,5 pct. af BNP indtil det mellemfristede mål nås for euro- og ERM2-lande. Nominel budgettilpasning større i "gode tider" og mindre i "dårlige tider" (disse begreber skal præciseres på et senere tidspunkt).</li> <li>• Midlertidig afvigelse fra det mellemfristede mål eller i tilpasning til målet ved gennemførelse af strukturreformer med direkte langsigtede udgiftsbesparende virkninger.</li> <li>• Kommissionen vil kunne give lande ikke-bindende "politikvejledning" ved manglende tilpasning.</li> </ul> |

se af 3-pct. grænsen i en normal lavkonjunktur, jf. boks 2. 2005-reformen af pagten betyder, at der nu som noget nyt foretages en differentiering af denne mellemfristede budgetmålsætning mellem landene. For eurolande og ERM2-lande skal målsætningerne være inden for visse rammer. Lande, der i udgangspunktet har en lav offentlig gæld eller en høj potentiel vækst, gives en øget fleksibilitet i form af muligheden for at have et budgetunderskud på mellemlangt sigt på op til 1 pct. af BNP. De mellemfristede målsætninger kan revideres, og på et senere tidspunkt inddrages landenes finanspolitiske holdbarhed også i differentieringen. For lande med høj offentlig gæld eller lav potentiel vækst får differentieringen af den mellemfristede målsætning næppe nogen større betydning.

Den ændrede pagt formaliserer endvidere en politisk aftale i eurogruppen fra 2002 om en minimumstilpasning for de lande, der afviger

| FORTSAT                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Boks 1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Korrigerende del af pagten | Før 2005-reformen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Efter 2005-reformen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Undtagelse fra budgetunderskudsproceduren ved produktionsfald på mere end 2 pct. og mulig undtagelse ved fald på mere end 0,75 pct.</li> <li>• Forløbet i proceduren fra konstatering af for stort underskud til landet pålægges sanktioner er maksimalt 10 måneder.</li> <li>• Frist for korrektion af et uforholdsmæssigt stort underskud er normalt året efter konstatering, medmindre der foreligger særlige omstændigheder.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Undtagelse fra budgetunderskudsproceduren ved negativ økonomisk vækst eller længere periode med meget lav vækst i forhold til potentialet.</li> <li>• Konkretisering af relevante faktorer, der tages i betragtning i helhedsvurdering af, om proceduren skal indledes og videreføres.</li> <li>• Hensyntagen til omkostninger ved reformer af pensionssystemer.</li> <li>• Forløbet i proceduren fra konstatering af for stort underskud til landet pålægges sanktioner er maksimalt 16 måneder.</li> <li>• Frist for korrektion af et stort underskud vil kunne forlænges med et år ved særlige omstændigheder.</li> <li>• Ecofin kan vedtage ny henstilling/pålæg med ny frist på et givet trin i proceduren ved uforudsete ugunstige økonomiske begivenheder.</li> </ul> |

fra deres mellemfristede målsætning. Tilpasningen af det cyklisk korrigerede underskud skal som udgangspunkt være minimum 0,5 pct. af BNP pr. år.<sup>1</sup> Dette vil indebære en øget konsolidering af den nominelle budgetsaldo i gode tider, hvor aktiviteten er højere end det potentielle niveau, og en mere begrænset i dårlige tider. For at sikre en varig budgetforbedring vil engangsforanstaltninger og andre midlertidige budgettiltag ikke længere kunne blive indregnet, når opfyldelse af den mellemfristede målsætning og tilpasningen hertil vurderes. Foruden euro-

<sup>1</sup> Den offentlige budgetsaldo påvirkes af en række forhold, herunder især konjunktursituationen via de automatiske stabilisatorer, der ikke direkte vedrører den egentlige finanspolitik. En opgørelse af saldoen korrigeret for konjunkturudviklingen, en såkaldt cyklisk korrigeret saldo, giver derfor et mere retvisende billede af den egentlige finanspolitiske udvikling. Den cyklisk korrigerede saldo indeholder dog altid elementer af skøn og er dermed behæftet med usikkerhed. Korrigeres yderligere for engangsforanstaltninger mv. fremkommer den strukturelle saldo. Vedrørende problemstillingen om beregning af cyklisk korrigerede budgettal henvises til Allan Bødskov Andersen, *Cyklisk korrigerede offentlige budgetbalancer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

EU-landene er i henhold til pagten forpligtet til hvert år at udarbejde stabilitetsprogrammer (for eurolandene) eller konvergensprogrammer (for EU-landene uden for eurosamarbejdet) med anvisning af, hvorledes de vil nå eller fastholde deres mellemfristede mål.

2005-reformen af pagten betyder, at definitionen af den mellemfristede målsætning om "tæt på balance eller i overskud" nu differentieres mellem landene på basis af størrelsen af gælden, den potentielle vækst og på et senere tidspunkt også den samlede finanspolitiske holdbarhed. Før 2005-reformen fortolkede Europa-Kommissionen i praksis forpligtelsen i pagten som en cyklisk korrigeret budgetsaldo på mindst nul, idet der dog blev tilladt en usikkerhedsmargen på 0,5 pct. af BNP. For eurolande og ERM2-lande fastsættes den mellemfristede målsætning efter 2005-reformen som en strukturel budgetsaldo, dvs. en cyklisk korrigeret budgetsaldo, uden engangsforanstaltninger eller andre midlertidige tiltag, i intervallet fra -1 pct. af BNP for lande med lav gæld og høj potentiel vækst og op til budgetbalance eller overskud for lande med høj gæld og lav potentiel vækst.

Alle lande, der ikke opfylder deres mellemfristede målsætning, forventes at gennemføre en forbedring af budgetsaldoen for at nærme sig målsætningen. Eurolande og ERM2-lande, der ikke opfylder deres mellemfristede målsætning, vil som udgangspunkt skulle gennemføre en årlig tilpasning af den cyklisk korrigerede budgetsaldo på 0,5 pct. af BNP uden brug af engangsforanstaltninger og andre midlertidige tiltag. Dette vil indebære en øget konsolidering af den nominelle budgetsaldo i gode tider, hvor aktiviteten er højere end det potentielle niveau, og en mere begrænset i dårlige tider. Specificeringen af et sådan konkret minimumskrav til budgettilpasningen for de eurolande og ERM2-lande, der ikke opfylder den mellemfristede målsætning, er et nyt element i pagten. Lande, der ikke følger den påkrævede tilpasningskurs, skal begrunde afvigelser i deres årlige program. Kommissionen vil som noget nyt kunne give en ikke-bindende "politikvejledning" til lande, der ikke følger tilpasningskursen.

For lande, der er i færd med at tilpasse sig til den mellemfristede målsætning, vil der i tilpasningen kunne tages hensyn til større strukturelle reformer, herunder pensionsreformer, der forbedrer den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser, men som har kortsigtede omkostninger. Lande, der har nået den mellemfristede målsætning, vil på tilsvarende vis midlertidigt kunne afvige fra denne ved gennemførelse af strukturelle reformer, så længe afvigelsen er midlertidig og af en begrænset størrelse, der sikrer, at 3-pct. grænsen ikke vil blive overskredet.

lande omfatter minimumstilpasningen nu også ERM2-landene. ERM2-lande fører fastkurspolitik over for euroen, hvilket kan begrunde et behov for mindst lige så sunde offentlige finanser som eurolandene for at kunne opretholde stabile valutaforhold.

Tilpasningerne i pagtens forebyggende del har især betydning for de udtalelser, som Ecofin-Rådet fremsætter om de årlige stabilitets- og konvergensprogrammer. Ud over verbal kritik er der ikke knyttet sanktioner til en overtrædelse af pagtens forebyggende del.

## 2005-reformen af pagtens korrigerende del

EU-traktatens procedure om uforholdsmæssigt store budgetunderskud tillader, at et lands budgetunderskud overskrider 3-pct. grænsen, såfremt overskridelsen er exceptionel og midlertidig og fortsat ligger tæt på 3-pct. grænsen. Endvidere indeholder EU-traktaten et krav om, at der ved vurdering af et lands underskud skal tages hensyn til "alle andre relevante forhold", herunder landets økonomiske og budgetmæssige situation på mellemlangt sigt. Ændringerne i pagtens korrigerende del indebærer en udvidet adgang til at anvende disse undtagelsesbestemmelser samt en lempelse af tidsfristerne for gennemførelsen af proceduren.

Hidtil er en overskridelse af 3-pct. grænsen i tilfælde af lav vækst kun blevet anset for exceptionel, såfremt der har været et årligt fald i BNP på mindst 2 pct., dog med mulig undtagelse ved et årligt fald i BNP på mindst 0,75 pct. Revisionen af pagten udvider definitionen af en exceptionel overskridelse til at gælde allerede ved en negativ BNP-vækst eller et akkumuleret produktionstab i en længere periode med meget lav vækst i forhold til potentialet. Begreberne "længere periode" og "lav vækst" er ikke præciseret nærmere, men vil afhænge af landespecifikke karakteristika. Overskridelsen af 3-pct. grænsen må fortsat ikke være for stor, og overskridelsen skal være midlertidig, før undtagelsen kan anvendes.

Som noget nyt eksemplificeres EU-traktatens bestemmelse om, at der ved vurdering af et lands overskridelse af 3-pct. grænsen skal tages hensyn til "alle andre relevante forhold", jf. boks 3.

Vurderingen af en overskridelse skal baseres på en balanceret helhedsvurdering, der inddrager alle relevante forhold, ligesom den konkrete overskridelse fortsat skal være tæt på, og kun midlertidigt overskride, 3-pct. grænsen, før de "relevante forhold" kan inddrages. De "relevante forhold" vil også kunne indgå i de videre trin i proceduren bortset fra ved afgørelse af, om et land har korrigeret en overskridelse.

Herudover vil nettoomkostninger ved pensionsreformer, der medfører en forværring af budgetsituationen på kort sigt, men forbedrer de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt, indgå i Kommissionens og Ecofin-Rådets vurderinger i fem år efter reformens indførelse.

Revisionen af pagten indebærer en moderat forlængelse af de administrative tidsfrister i procedurens forskellige trin, jf. boks 4. Fristen for korrektion af en overskridelse af 3-pct. grænsen vil, i lighed med de hidtidige regler, som udgangspunkt være året efter, at overskridelsen er konstateret, medmindre der foreligger særlige omstændigheder. Ecofin-Rådet skal nu som udgangspunkt minimum kræve, at der gennemføres en årlig konsolidering af den cyklisk korrigerede budgetsaldo uden inddragelse af engangsforanstaltninger, dvs. den strukturelle budgetsaldo,

| ANDRE RELEVANTE FORHOLD OG GENEREL VURDERING                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Boks 3 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| <p>Hvis 3-pct. grænsen overskrides, udarbejder Kommissionen en rapport. I henhold til EU-traktatens artikel 104, stk. 3, skal der i Kommissionens rapport tages hensyn til, om det offentlige budgetunderskud overstiger de offentlige investeringsudgifter, samt til <i>alle andre relevante forhold</i>, herunder medlemsstatens økonomiske og budgetmæssige situation på mellemlangt sigt.</p> <p>I henhold til artikel 104, stk. 6, fastslår Ecofin-Rådet efter en <i>generel vurdering</i>, på baggrund af en henstilling fra Kommissionen og under hensyntagen til de bemærkninger, som det berørte land måtte ønske at fremsætte, om der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud.</p> <p>Med 2005-reformen af pagten eksemplificeres begrebet "alle andre relevante forhold". Det indebærer, at vurderingen af et lands underskud bl.a. kan inddrage udviklingen i den potentielle vækst, politiktiltag rettet mod at øge dette potentiale, konjunkturbetingelser, finanspolitiske konsolideringsbestræbelser i gode tider og indsats for at styrke den finanspolitiske holdbarhed. Ligeledes vil der blive taget hensyn til andre forhold, der efter det pågældende lands egen opfattelse er relevante for en omfattende kvalitativ vurdering af overskridelsen af 3-pct. grænsen. Især vil der blive lagt vægt på "en budgetmæssig indsats, der tager sigte på at øge de finansielle bidrag eller bevare dem på et højt niveau med henblik på at fremme international solidaritet og nå europæiske politiske mål, navnlig Europas forening, hvis dette har en negativ indvirkning på en medlemsstats vækst og finanspolitiske byrde". Vurderingen skal baseres på en balanceret helhedsvurdering. Den konkrete overskridelse skal samtidig fortsat være tæt på, og kun midlertidigt overskride, 3-pct. grænsen.</p> |        |

på minimum 0,5 pct. af BNP. Foreligger der særlige omstændigheder, vil fristen kunne forlænges til to år efter, at underskuddet er konstateret. Beslutningen om, hvorvidt særlige omstændigheder gør sig gældende, vil afhænge af en balanceret vurdering af de nævnte "andre relevante forhold".

Der gives med 2005-reformen også mulighed for at forlænge en given tidsfrist for korrektion af en overskridelse af 3-pct. grænsen. En forlængelse af fristen er betinget af, at det pågældende land har gennemført den anbefalede finanspolitiske stramning, men som følge af en uventet negativ konjunkturudvikling ikke har fået bragt underskuddet under 3-pct. grænsen inden for den fastsatte tidsfrist.

## LANDE I BUDGETUNDERSKUDSPROCEDUREN

I 10 af de 25 EU-lande er der i øjeblikket konstateret et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud, jf. figur 2.

Senest har Ecofin-Rådet 28. juli 2005 besluttet at iværksætte budgetunderskudsproceduren for Italien, efter at revision af budgettallene har vist overskridelser af 3-pct. grænsen i 2003 og 2004. Italien er det første

FRA HENSTILLING TIL SANKTIONER I DEN REVIDEREDE  
BUDGETUNDERSKUDSPROCEDURE

Boks 4

Fremgangsmåden i proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud er beskrevet i EU-traktaten (artikel 104) og uddybet og præciseret i stabilitets- og vækstpagten.

Forløbet efter revisionen af pagten er som følger:

- Når der konstateres en overtrædelse af 3-pct. grænsen for offentlige budgetunderskud, udarbejder Kommissionen en rapport om situationen. Som hovedregel skal Ecofin-Rådet senest 4 måneder efter, at underskuddet er konstateret, vedtage en henstilling til landet, som skal gives en frist på højst 6 måneder til at træffe virkningsfulde foranstaltninger. Desuden skal der fastsættes en deadline for, hvornår underskuddet skal være bragt ned under 3-pct. grænsen, normalt senest året efter at underskuddet er konstateret, med mindre der foreligger særlige omstændigheder.
- Hvis Ecofin-Rådet efter ovennævnte frist på højst 6 måneder konstaterer, at der ikke er truffet effektive foranstaltninger for at nedbringe underskuddet, skal Rådet, såfremt der er tale om et euroland, inden for to måneder pålægge landet inden for en given tidsfrist at gennemføre en række tiltag, som Rådet finder nødvendige for at løse budgetproblemet. Hvis landet ikke gennemfører disse tiltag, skal Rådet senest fire måneder efter træffe beslutning om at pålægge landet sanktioner.

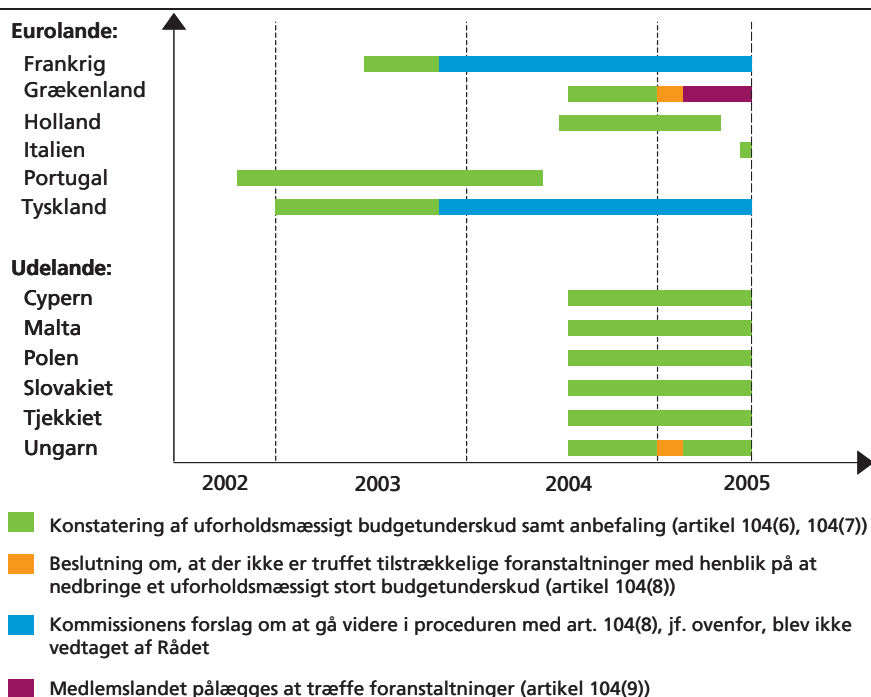
Den samlede tidsramme for konstateringen af, at et land overskrider 3-pct. grænsen, til landet pålægges sanktioner, såfremt det ikke har truffet virkningsfulde foranstaltninger, er således 16 måneder mod 10 måneder før revisionen af pagten.

Sanktionerne i stabilitets- og vækstpagten er uændrede med 2005-reformen. Sanktionerne skal normalt altid omfatte en første ikke-rentebærende deponering hos EU på 0,2 pct. af landets BNP samt et tillæg, som afhænger af, hvor meget underskuddet afviger fra 3-pct. grænsen. I de følgende år kan der træffes beslutning om yderligere deponering, hvis størrelse afhænger af, hvor meget underskuddet afviger fra 3-pct. grænsen. Deponeringen kan højst udgøre 0,5 pct. af BNP pr. år. Hvis underskuddet ikke korrigeres, konverteres deponeringen efter 2 år normalt til en bod. Sanktionerne har aldrig været anvendt hidtil.

land, hvor pagtens nye regelsæt tages i anvendelse. Ecofin-Rådet fandt, at overskridelsen af 3-pct. grænsen i Italien ikke kunne begrundes med lav vækst, og underskuddet kunne derfor ikke anses for at være exceptionelt. Det italienske budgetunderskud kunne heller ikke anses for midlertidigt, idet underskuddet også i 2005 og 2006 forventes at overstige 3-pct. grænsen, jf. tabel 1. Selv om underskuddet er tæt på 3 pct. af BNP, betyder overskridelsens ikke-midlertidige karakter, at "andre relevante forhold" ikke er indgået i vurderingen af budgetoverskridelsen. Ecofin fremhævede endvidere Italiens høje gældskvote som særlig problematisk. I fastsættelsen af tidsfristen for korrektion af det uforholdsmæssige budgetunderskud fandt Ecofin-Rådet ud fra en balanceret helhedsvur-

LANDE I BUDGETUNDERSKUDSPROCEDUREN

Figur 2



Anm.: For Grækenland og Italien har en revision af budgettallene ført til betydeligt højere budgetunderskud. Således har Grækenland overskredet 3-pct. grænsen siden 1997, mens Italien overskred grænsen i både 2003 og 2004.

Kilde: Europa-Kommissionen.

dering, at særlige omstændigheder i form af størrelsen af den krævede tilpasning og de svage konjunkturer gjorde sig gældende. Tidsfristen for korrektion blev sat til 2007, hvilket er to år efter konstatning af underskuddet. Tyskland, Frankrig og senest Grækenland har tidligere de facto også fået en sådan forlængelse af tidsfristen under den hidtidige pagt, jf. nedenfor.

Proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud i Portugal blev ophævet på Ecofin-mødet i maj 2004 som følge af et underskud i 2003 inden for 3-pct. grænsen. Portugal var dermed det første land, der havde korrigeret et uforholdsmæssigt stort underskud siden pagtens ikrafttrædelse. Konsolideringen skete bl.a. ved udbredt brug af engangstiltag. Portugal har i foråret 2005 efter et regeringsskifte revideret forventningen til budgetunderskuddet i 2005 fra 2,2 pct. af BNP til nu 6,2 pct. af BNP bl.a. som følge af lavere vækst, uforudsete udgiftsstigninger og den nye regerings beslutning om ikke længere at anvende engangstiltag. Underskuddet forventes også i 2006 og 2007 at overskride 3-pct. grænsen. Proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud ventes derfor iværksat igen for Portugal i 2005.

## EUROPA-KOMMISSIONENS FORÅRSSKØN FOR DET OFFENTLIGE BUDGET I EU-LANDENE 2005-2006

Tabel 1

| Pct. af BNP                   | 2001 | 2002 | 2003  | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------------------|------|------|-------|------|------|------|
| <i>Eurolandene</i>            |      |      |       |      |      |      |
| Belgien.....                  | 0,6  | 0,1  | 0,4   | 0,1  | -0,2 | -0,6 |
| Finland.....                  | 5,2  | 4,3  | 2,5   | 2,1  | 1,7  | 1,6  |
| Frankrig.....                 | -1,5 | -3,2 | -4,2  | -3,7 | -3,0 | -3,4 |
| Grækenland <sup>1</sup> ..... | -3,6 | -4,1 | -5,2  | -6,1 | -4,5 | -4,4 |
| Holland.....                  | -0,1 | -1,9 | -3,2  | -2,5 | -2,0 | -1,6 |
| Irland.....                   | 0,9  | -0,4 | 0,2   | 1,3  | -0,6 | -0,6 |
| Italien <sup>2</sup> .....    | -3,0 | -2,6 | -3,1  | -3,1 | -3,6 | -4,6 |
| Luxembourg.....               | 6,2  | 2,3  | 0,5   | -1,1 | -1,5 | -1,9 |
| Portugal <sup>1,3</sup> ..... | -4,4 | -2,7 | -2,9  | -2,9 | -6,2 | -4,8 |
| Spanien.....                  | -0,5 | -0,3 | 0,3   | -0,3 | 0,0  | 0,1  |
| Tyskland.....                 | -2,8 | -3,7 | -3,8  | -3,7 | -3,3 | -2,8 |
| Østrig.....                   | 0,3  | -0,2 | -1,1  | -1,3 | -2,0 | -1,7 |
| Euro 12.....                  | -1,7 | -2,4 | -2,8  | -2,7 | -2,6 | -2,7 |
| <i>Udelandene</i>             |      |      |       |      |      |      |
| Cypern.....                   | -2,3 | -4,5 | -6,3  | -4,2 | -2,9 | -1,9 |
| Danmark.....                  | 3,2  | 1,7  | 1,2   | 2,8  | 2,1  | 2,2  |
| Estland.....                  | 0,3  | 1,4  | 3,1   | 1,8  | 0,9  | 0,5  |
| Letland <sup>1</sup> .....    | -2,1 | -2,7 | -1,5  | -0,8 | -1,6 | -1,5 |
| Litauen <sup>1</sup> .....    | -2,0 | -1,5 | -1,9  | -2,5 | -2,4 | -1,9 |
| Malta.....                    | -6,4 | -5,9 | -10,5 | -5,2 | -3,9 | -2,8 |
| Polen.....                    | -3,9 | -3,6 | -4,5  | -4,8 | -4,4 | -3,8 |
| Slovakiet.....                | -6,0 | -5,7 | -3,7  | -3,3 | -3,8 | -4,0 |
| Slovenien.....                | -2,8 | -2,4 | -2,0  | -1,9 | -2,2 | -2,1 |
| Storbritannien.....           | 0,7  | -1,7 | -3,4  | -3,2 | -3,0 | -2,7 |
| Sverige.....                  | 2,5  | -0,3 | 0,2   | 1,4  | 0,8  | 0,8  |
| Tjekkiet.....                 | -5,9 | -6,8 | -11,7 | -3,0 | -4,5 | -4,0 |
| Ungarn.....                   | -3,7 | -8,5 | -6,2  | -4,5 | -3,9 | -4,1 |
| EU-25.....                    | -1,2 | -2,3 | -2,9  | -2,6 | -2,6 | -2,5 |

Kilde: Europa-Kommissionen.

<sup>1</sup> Eurostat har ikke endnu kunnet opgøre tallene for Grækenland med krævet nøjagtighed. Endvidere har Eurostat diskussioner med Portugal, Letland og Litauen, der kan medføre revision af budgettallene.

<sup>2</sup> Eurostat har revideret tallene til 3,1 pct. af BNP i både 2003 og 2004. Den italienske regering har efterfølgende foretaget en yderligere revidering, så budgetunderskuddet var 3,2 pct. af BNP i 2001, 2003 og 2004.

<sup>3</sup> 2005-06 er baseret på nyt stabilitetsprogram for Portugal fra juni 2006.

Tyskland og Frankrig har overskredet 3-pct. grænsen siden 2002 og været i proceduren siden 2003. Begge lande overskred også i 2004 traktatens 3-pct. grænse med budgetunderskud på 3,7 pct. af BNP i hvert af landene. Europa-Kommissionen forventer i forårsprognosen fra april 2005, at Tyskland og Frankrig får et budgetunderskud på henholdsvis 3,3 pct. af BNP og 3,0 pct. af BNP i 2005. Tyskland ser dermed ikke ud til at komme under 3-pct. grænsen inden for tidsfristen i 2005. Europa-Kommissionens forventning til væksten i Tyskland og Frankrig var i april 2005 henholdsvis 0,8 pct. og 2,0 pct. for 2005, hvilket kan vise sig at være for optimistisk.

På opfordring af den nytiltrådte regering i Grækenland blev en revision af det statistiske grundlag for de offentlige finanser iværksat i 2004. På baggrund af en foreløbig revision af budgetunderskuddet i 2003 vedtog Ecofin i juli 2004, at der eksisterede et uforholdsmæssigt stort underskud i Grækenland. Efterfølgende rettede Ecofin en konkret henstilling til Grækenland om at korrigere underskuddet senest i 2005 ved at iværksætte korrigerende foranstaltninger svarende til i alt 1 pct. af BNP i løbet af 2004 og 2005.

En revision i slutningen af 2004 af det statistiske grundlag for de offentlige finanser for perioden 1997-2003 viste, at Grækenland i hele denne periode har haft et underskud væsentligt over traktatens 3-pct. grænse. Endvidere har budgetunderskuddene for 2003 og 2004 vist sig væsentligt større end oprindeligt beregnet med underskud på 5,2 og 6,1 pct. af BNP. Underskuddet for 2004 har endnu ikke kunnet valideres endeligt af Eurostat og kan vise sig at blive endnu større. Ecofin-Rådet vedtog i januar 2005, at Grækenland ikke havde truffet virkningsfulde foranstaltninger til at nedbringe underskuddet, og Ecofin-Rådet pålagde derfor i februar 2005 Grækenland at gennemføre tiltag for at bringe underskuddet under 3-pct. grænsen. I lyset af den større end ventede overskridelse i 2004 ville den økonomiske byrde ved en korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud i 2005 kunne vise sig stor. Grækenland fik derfor forlænget fristen for at komme under 3-pct. grænsen med et år til 2006.

Holland har haft en lav vækst de seneste år, herunder en stærk recession i 2003. Det førte til et underskud over 3-pct. grænsen i 2003, hvorfor budgetunderskudsproceduren blev indledt mod Holland. Holland gennemførte i 2003 og 2004 en række budgettiltag, der bragte det offentlige budgetunderskud for 2004 ned på 2,5 pct. af BNP. Underskudsproceduren for Holland blev derfor ophævet i juni 2005 et år før fristen.

Seks af de nye medlemslande, Cypern, Malta, Polen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn befinder sig også i proceduren for uforholdsmæssigt store underskud. Bortset fra Cypern har Ecofin-Rådet vurderet, at specielle omstændigheder gør sig gældende i disse lande som følge af den fortsatte strukturelle tilpasning efter EU-medlemskabet. Afhængigt af landenes udgangspunkt har de fået varierende forlængelser af fristen for korrektion af de uforholdsmæssigt store underskud i henhold til landenes konvergensprogrammer. Mens Cypern har frist til 2005, har Malta fået frist til 2006, Polen og Slovakiet frist til 2007, mens Tjekkiet og Ungarn har fået frist til 2008. De nye medlemslande deltager ikke i eurosamarbejdet, og er derfor ikke omfattet af underskudsprocedurens bestemmelser om pålæg og sanktioner. Ecofin-Rådet kan således

| EU-KOMMISSIONENS FORÅRSSKØN FOR OFFENTLIG GÆLD I EU-LANDENE |       |       |       |       |       | Tabel 2 |
|-------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Pct. af BNP                                                 | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006    |
| <i>Eurolandene</i>                                          |       |       |       |       |       |         |
| Belgien .....                                               | 108,0 | 105,4 | 100,0 | 95,6  | 94,9  | 91,7    |
| Finland .....                                               | 43,8  | 42,5  | 45,3  | 45,1  | 44,3  | 43,7    |
| Frankrig .....                                              | 57,0  | 59,0  | 63,9  | 65,6  | 66,2  | 67,1    |
| Grækenland .....                                            | 114,8 | 112,2 | 109,3 | 110,5 | 110,5 | 108,9   |
| Holland .....                                               | 52,9  | 52,6  | 54,3  | 55,7  | 57,6  | 57,9    |
| Irland .....                                                | 35,8  | 32,6  | 32,0  | 29,9  | 29,8  | 29,6    |
| Italien .....                                               | 110,7 | 108,0 | 106,3 | 105,8 | 105,6 | 106,3   |
| Luxembourg .....                                            | 7,2   | 7,5   | 7,1   | 7,5   | 7,8   | 7,9     |
| Portugal .....                                              | 55,9  | 58,5  | 60,1  | 61,9  | 66,2  | 68,5    |
| Spanien .....                                               | 57,8  | 55,0  | 51,4  | 48,9  | 46,5  | 44,2    |
| Tyskland .....                                              | 59,4  | 60,9  | 64,2  | 66,0  | 68,0  | 68,9    |
| Østrig .....                                                | 67,1  | 66,7  | 65,4  | 65,2  | 64,4  | 64,1    |
| Euro 12 .....                                               | 69,6  | 69,5  | 70,8  | 71,3  | 71,7  | 71,9    |
| <i>Udelandene</i>                                           |       |       |       |       |       |         |
| Cypern .....                                                | 61,9  | 65,2  | 69,8  | 71,9  | 69,1  | 66,6    |
| Danmark .....                                               | 47,8  | 47,2  | 44,7  | 42,7  | 40,5  | 38,2    |
| Estland .....                                               | 4,4   | 5,3   | 5,3   | 4,9   | 4,3   | 4,0     |
| Letland .....                                               | 14,9  | 14,1  | 14,4  | 14,4  | 14,0  | 14,3    |
| Litauen .....                                               | 22,9  | 22,4  | 21,4  | 19,7  | 21,2  | 20,9    |
| Malta .....                                                 | 62,4  | 62,7  | 71,8  | 75,0  | 76,4  | 77,1    |
| Polen .....                                                 | 36,7  | 41,2  | 45,4  | 43,6  | 46,8  | 47,6    |
| Slovakiet .....                                             | 48,7  | 43,3  | 42,6  | 43,6  | 44,2  | 44,9    |
| Slovenien .....                                             | 28,1  | 29,5  | 29,4  | 29,4  | 30,2  | 30,4    |
| Storbritannien .....                                        | 38,8  | 38,3  | 39,7  | 41,6  | 41,9  | 42,5    |
| Sverige .....                                               | 54,3  | 52,4  | 52,0  | 51,2  | 50,3  | 49,2    |
| Tjekkiet .....                                              | 27,2  | 30,7  | 38,3  | 37,4  | 36,4  | 37,0    |
| Ungarn .....                                                | 52,2  | 55,5  | 56,9  | 57,6  | 57,8  | 57,9    |
| EU-25 .....                                                 | 62,2  | 61,7  | 63,3  | 63,8  | 64,1  | 64,2    |

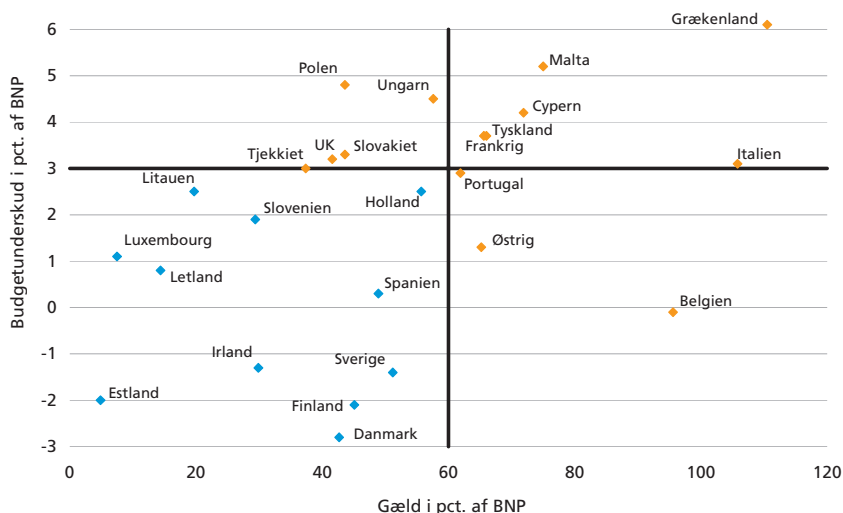
Kilde: Europa-Kommissionen (tallene fra 2001-04 er endelige tal).

kun henstille til disse lande at træffe effektive foranstaltninger for at imødegå uforholdsmæssigt store underskud og gentage sådanne henstillinger.

Ecofin-Rådet gentog i 2005 henstillingen til Ungarn som følge af utilstrækkelig konsolidering.

### Gældsudviklingen

Fra 2003 til 2004 steg gældskvoten for euroområdet og EU-25 fra 70,8 og 63,3 til henholdsvis 71,3 og 63,8, jf. tabel 2. Stigningen i gældskvoten blandt eurolandene var mest markant i Tyskland, Frankrig og Portugal, og i 2004 havde mere end halvdelen af alle eurolandene en offentlig gæld over traktatens grænse på 60 pct. af BNP, jf. figur 3. For udelandene er det kun Cypern og Malta, der overskrider 60-pct. grænsen. De nye medlemslande har generelt en lav gæld i forhold til BNP. Blandt landene



Anm.: Lande markeret med blå opfylder både traktatens 3-pct. grænse for budgetunderskud og 60-pct. grænsen for den offentlige bruttogæld. Negative tal er ensbetydende med et offentligt budgetoverskud.

Kilde: Eurostat.

med en gældskvote over grænsen på 60 pct. af BNP forventer Europa-Kommissionen en yderligere stigning i gældskvoten i Tyskland, Frankrig, Portugal og Malta i 2005.

## VURDERING OG KONKLUSION

Tilpasningerne af pagten udvider adgangen til at undtage lande fra forbuddet mod budgetunderskud over 3 pct. af BNP i tilfælde af lav økonomisk vækst. Hertil kommer, at tidsfristerne for korrektion af budgetoverskridelser over 3-pct. grænsen forlænges. Til gengæld stilles der nu mere specifikke krav til konsolideringen af de offentlige finanser i tider med økonomisk opsving i de lande, hvor budgettet ikke er tæt på balance eller i overskud, hvilket dog primært er en formalisering af en allerede indgået politisk aftale i eurogruppen.

Mange lande har i de seneste år haft problemer med at overholde kravene i pagten. I den praktiske implementering har det afstedkommet en vis de facto lempelse af reglerne. 2005-reformen af pagten er i en vis forstand en tilpasning til denne virkelighed. Betydningen af 2005-reformen af pagten kan ikke vurderes endnu, da det vil afhænge af, hvorledes de nye regler anvendes i praksis. Økonomisk-politiske vurderinger og differentiering mellem landene vil dog fremover spille en større rolle. Men samtidig er reglerne blevet mere komplekse, hvilket bryder

med den oprindelige tanke om et enkelt, regelbaseret system. Det kan medvirke til at svække den overordnede finanspolitiske målsætning og vanskeliggøre den politiske proces i forbindelse med en streng gennemførelse af budgetunderskudsproceduren. Imidlertid kan den større fleksibilitet og hensyntagen til landespecifikke problemer gøre pagten lettere at håndtere politisk. I den forbindelse er det værd at erindre, at det er i landenes egen langsigtede interesse at have orden i de offentlige finanser.

## APPENDIKS: EF-DOMSTOLENS DOM VEDRØRENDE PROCEDUREN FOR UFORHOLDSMÆSSIGT STORE UNDERSKUD

---

Kommissionen lagde i januar 2004 sag an ved EF-Domstolen på baggrund af forløbet omkring Tyskland og Frankrig i budgetunderskudsproceduren siden 2003. Kommissionens henstillinger til Tyskland og Frankrig kunne således ikke samle det fornødne flertal på Ecofin-mødet i november 2003. I stedet vedtog Ecofin et sæt ikke-juridisk bindende rådskonklusioner samt at sætte den videre procedure for Tyskland og Frankrig i bero, herunder også muligheden for at indføre sanktioner mod de to lande.<sup>1</sup> Med sagsanlægget ønskede Kommissionen at få prøvet lovligheden af dels Ecofin-Rådets manglende vedtagelse af Kommissionens henstillinger, dels det forhold, at Rådet i stedet havde vedtaget nogle uformelle rådskonklusioner. EF-Domstolen afsagde dom 13. juli 2004. Domstolen afviste med dommen at annullere Ecofin-Rådets manglende vedtagelse af Kommissionens henstillinger. Til gengæld fastslog dommen, at Ecofin-Rådets konklusioner om eksplicit at suspendere den videre procedure om uforholdsmæssigt store budgetunderskud ikke har gyldighed. Alt i alt må dommen tolkes derhen, at Ecofin-Rådet de facto kan suspendere budgetunderskudsproceduren, hvis der ikke er det fornødne flertal for en beslutning. Til gengæld siger dommen også, at Ecofin-Rådet ikke har beføjelser til at stille nye betingelser og vedtage anbefalinger til lande i budgetunderskudsproceduren, medmindre det sker på det traktatfæstede grundlag og efter henstilling fra Kommissionen.

---

<sup>1</sup> Jf. Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpagten – status 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004 for en nærmere gennemgang.

## LITTERATUR

---

Andersen A., Cyklisk korrigerede offentlige budgetbalancer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

Annett, A., Decressin, J. og M. Deppler, Reforming the Stability and Growth Pact, *IMF Policy Discussion Paper*, februar 2005.

Deutsche Bundesbank, The Changes to the Stability and Growth Pact, *Monthly Report*, april 2005.

ECB, The reform of the Stability and Growth Pact, *Monthly Bulletin*, august 2005.

EEAG European Economic Advisory Group at CESifo, *Report on the European Economy 2005*.

Eurogruppen, Terms of reference on budgetary developments in the euro area, 7. oktober, 2002.

Europa-Kommissionen, Communication from the Commission to The Council and The European Parliament, Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact, COM(2004) 581 af 3. september 2004.

Europa-Kommissionen, The Economy for the euro area, the European Union, and the Candidate countries in 2004-2006, *Economic Forecasts*, Spring 2005.

Tidligere statusartikler om Stabilitets- og vækstpagten i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999, 3. kvartal 2001, 2. kvartal 2002, 2. kvartal 2003 og 2. kvartal 2004.

Europa-Kommissionens vurderinger og Ecofin-Rådets udtalelser efter gennemgangen af stabilitets- og konvergensprogrammerne samt landenes programmer:

[http://www.europa.eu.int/comm/economy\\_finance/about/activities/sgp/main\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/main_en.htm)

Ecofin-Rådets rapport som vedtaget af Det Europæiske Råd om en bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten kan findes på: [http://ue.eu.int/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/da/ec/84340.pdf](http://ue.eu.int/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/da/ec/84340.pdf).

Pagtens resolution fra Det Europæiske Råd, adfærdskodeks og de to rådsforordninger kan findes på:

*[http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/about/activities/sgp/sgp\\_en.htm#the%20multilateral](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/sgp_en.htm#the%20multilateral)*

---

# Færøsk økonomi – en aktuel status

---

*Christian Ølgaard, Økonomisk Afdeling*

---

## SAMMENFATNING

---

I lighed med de to foregående år var der en mindre aktivitetsnedgang i 2004. Der var tilbagegang i fiskeriet og relaterede erhverv, mens den offentlige sektor ekspanderede. Nedgangen i fiskeriet slog igennem på vareeksporten, der faldt for 3. år i træk.

De svækkede konjunkturer gav sig udslag i stigende ledighed og en vis fraflytning fra øerne. I international sammenhæng var den færøske arbejdsløshed dog fortsat lav.

Der er ikke udsigt til en nævneværdig bedring af den økonomiske udvikling i 2005 og 2006.

Landskassen havde i 2004 et mindre underskud, der ventes at vokse lidt i 2005.

---

## ØKONOMISK AKTIVITET<sup>1</sup>

---

De økonomiske konjunkturer blev svækket i 2004. Det ses bl.a. af lønudbetalingerne, som er den bedste konjunkturindikator. De samlede lønudbetalinger var således stort set uændrede for 3. år i træk, jf. figur 1 (venstre). Trods betydelige aftalte lønstigninger på store dele af det private og offentlige arbejdsmarked steg udbetalingerne kun med 1 pct. i forhold til 2003. En lidt større stigning i lønudbetalingerne i 1. halvår 2005 tyder – sammen med andre indikatorer – på en vis stabilisering af konjunkturerne.

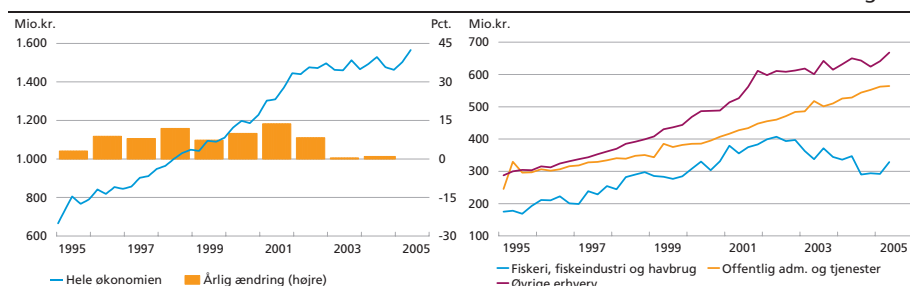
Den beskedne stigning i de samlede lønudbetalinger i 2004 dækker – som i 2003 – over modsatrettede bevægelser inden for forskellige erhvervsgrupper, jf. figur 1 (højre). I fiskeri, fiskeindustri og havbrug var der et fald i de udbetalte lønninger på 10-11 pct., mens de offentlige lønudbetalinger steg med knap 7 pct. I 1. halvår 2005 var der tegn på en mere parallel udvikling, idet lønudbetalingerne inden for de fiskerelate-

---

<sup>1</sup> De færøske statistikmyndigheder, Hagstova Føroya, opgør kun nationalregnskabet for Færøerne i løbende og ikke i faste priser. Nationalregnskabet offentliggøres desuden med betydelig forsinkelse (tal for 2003 blev offentliggjort i juli 2005). Det indebærer, at vurderingen af aktiviteten i færøsk økonomi dels må baseres på forskellige nominelle indikatorer, dels på en række partielle mængdestatistikker for ikke mindst fiskeri.

LØNUDBETALINGER I ALT OG FORDELT PÅ ERHVERVSGRUPPER

Figur 1



Anm.: De kvartalsvise løndbetalinger er sæsonkorrigeret.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

rede erhverv ophørte med at falde, og stigningen i de offentlige løndbetalinger aftog.

Den vigende aktivitet afspejlede sig også i arbejdsløsheden, som steg mærkbart i 2. halvår 2004, hvorefter den i 1. halvår 2005 lå stabilt omkring 1.000 personer svarende til ca. 4 pct. af arbejdsstyrken. Arbejdsløsheden er dermed fortsat forholdsvis lav sammenlignet med de fleste europæiske lande.

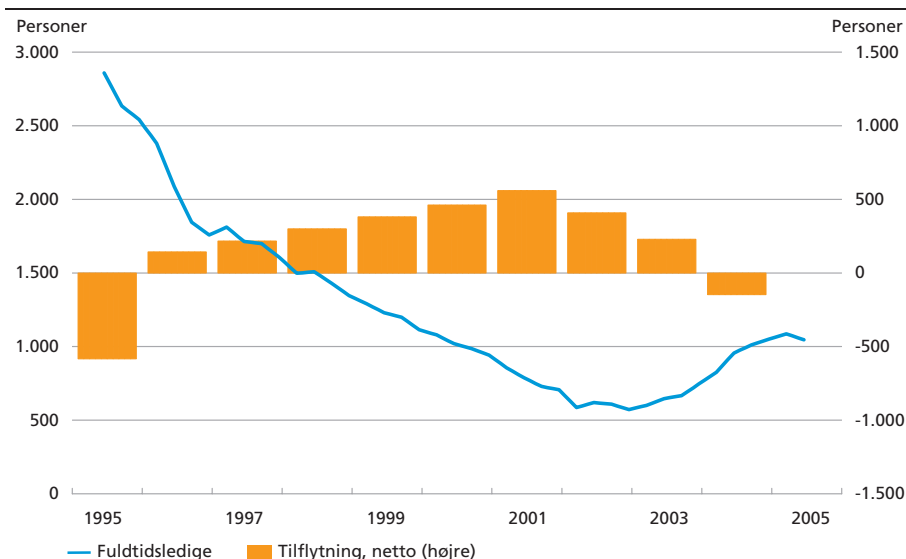
I maj 2005 blev der indgået den "smalleste" overenskomst siden krisen i starten af 1990'erne. Overenskomsten, som omfatter ufaglærte og kontorfunktionærer i private erhverv, indebærer en samlet omkostningsstigning på 2,4 pct. over to år, som alene udmøntes i en forhøjelse af pensionsbidraget.<sup>1</sup> Senere har den finansielle sektor indgået en overenskomst med en tilsvarende omkostningsstigning, og det øvrige arbejdsmarked vil formentlig følge efter. Selv om inflationen er lav (1,9 pct. år-til-år i 1. halvår), indebærer overenskomsterne, at reallønnen vil falde lidt.

De dårligere beskæftigelsesmuligheder gav sig sidste år udslag i emigration fra Færøerne. Efter otte år med nettotilflytning var der i 2004 en nettofraflytning på 150 personer, jf. figur 2. Sammenlignet med 2003 var det i højere grad en større fraflytning end en mindre tilflytning, som lå bag omsvinget i flytningerne. Oplysninger for årets første fem måneder indikerer, at nettofraflytningen bliver større i 2005. Den færøske arbejdsstyrke har historisk set været meget mobil og har gennem til- og fraflytning tilpasset sig skiftende økonomiske forhold på Færøerne. Sammenlignet med 1993-94, hvor i alt ca. 3.700 personer netto flyttede fra Færøerne, var fraflytningen i 2004 dog beskeden.

<sup>1</sup> Overenskomsten blev indgået uden arbejdsnedlæggelser eller lignende. For to år siden udløste overenskomstforhandlingerne en længerevarende strejke og endte med en overenskomst med en omkostningsstigning på 9,3 pct. over to år.

LEDIGHED OG TILFLYTNING

Figur 2



Anm.: De kvartalsvise ledighedstal er sæsonkorregeret.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

Prisudviklingen på boligmarkedet genspejler divergensen mellem land- og fiskebaserede erhverv. I Tórshavn, hvor fiskeerhvervenes direkte betydning er begrænset, steg boligpriserne i 2004 med 7-8 pct., og der er en betydelig efterspørgsel efter grunde til nybyggeri. Til gengæld faldt boligpriserne i både større og mindre bygger.

Færøernes BNP var i 2003 9,7 mia.kr. i løbende priser. Den afdæmpede økonomiske situation i 2004 og de stigende oliepriser har formentlig betydet, at restindkomsterne faldt lidt mere end stigningen i lønindkomsterne. Det anslås derfor, at BNP i 2004 var lidt lavere end i 2003.

### Fiskeri, fiskeindustri og havbrug

Nedgangen i lønudbetalingerne i fiskeriet i 2004 afspejler, at indtjeningen i fiskeriet faldt. Det dækker over flere forhold.

For det første var der samlet set en betydelig tilbagegang i fiskeriet efter bundfiskene torsk, kuller og sej omkring Færøerne. Dette fiskeri er økonomisk set det vigtigste. Fangsten repræsenterer i sig selv en stor værdi, og en betydelig del af den forarbejdes efterfølgende i den færøske fiskeindustri. Især torskefiskeriet var svagt i 2004, hvor værdien af torskefangsterne faldt med næsten 30 pct. I 1. halvår 2005 var der tegn på, at nedgangen i torskefiskeriet var aftagende.

For det andet var der yderligere indskrænkninger i rejefiskeriet i 2004. Rejeflåden har i flere år haft betydelige driftsunderskud grundet lave priser og dårlige fangstmuligheder, primært uden for færøsk farvand.

Antallet af aktive rejeskibe er reduceret med mere end 2/3 siden 2001. Værdien af rejeeksporten faldt fra 2001 til 2004 med 60 pct., og halvdele af denne nedgang fandt sted i 2004<sup>1</sup>.

For det tredje blev indtjeningen i fiskeriet sidste år presset af de stigende oliepriser. Det ramte især de energiintensive trawlere, mens påvirkningen af lineskibene var mere begrænset.

Med rejeflåden som den markante undtagelse var indtjeningsniveauet dog fortsat fornuftigt i det meste af flåden i 2004. De seneste års lavere indtjening kan ses som et udtryk for en tilpasning til mere "normale" tider efter de ekstraordinært gode år i 2000 og 2001.

De færøske havbiologer, Fiskirannsóknarstovan, som rådgiver landsstyret, vurderer, at fiskeriet i de færøske farvande efter specielt torsk har været for stort i de senere år. Efter biologernes skøn nærmer bestanden sig lavpunktet fra starten af 1990'erne. Når torsken er hårdt ramt, skyldes det, at de biologiske forhold gav en svag vækst i bestanden i 2002 og 2003, men også, at dette fiskeri økonomisk set er mere attraktivt end fiskeriet efter kuller og sej. I deres årlige anbefaling til de færøske fiskerimyndigheder fra juni 2005 anbefalede biologerne, at fangsttrykket, som for fiskeriet på torsk, kuller og sej primært reguleres gennem regler for antallet af fangstdage, reduceres markant.<sup>2</sup> Biologerne påpegede, at et lavere fangsttryk formentlig kun vil have negative effekter på kort sigt. På lidt længere sigt vil bestanden rette sig og igen tåle øgede fangster samtidig med, at en given fangstmængde vil kunne opnås med færre resurser og dermed forbedre fiskeriets indtjening. Usikkerheden omkring bestandsvurderingen er dog betydelig, og Lagtinget besluttede i august at fastholde et stort set uændret fangsttryk.

Fiskeindustrien har betydelige økonomiske problemer. Så sent som i 2002 havde industrien under ét et overskud på 45 mio.kr., men det var i 2004 vendt til et underskud på 30 mio.kr.<sup>3</sup> De økonomiske problemer er især udtalte i den største forarbejdningsvirksomhed, Føroya Fiskavirking. I foråret blev det besluttet at fusionere Fiskavirking med salgsselskabet Faroe Seafood i håb om at opnå synergigevinster.<sup>4</sup> Samtidig vil den "smalle" overenskomst, jf. ovenfor, bidrage til en tiltrængt forbedring af konkurrenceevnen. Lønomkostningerne er dog fortsat høje og med stigende konkurrence fra både Østeuropa og Kina, synes erhvervet at gå en vanskelig tid i møde.

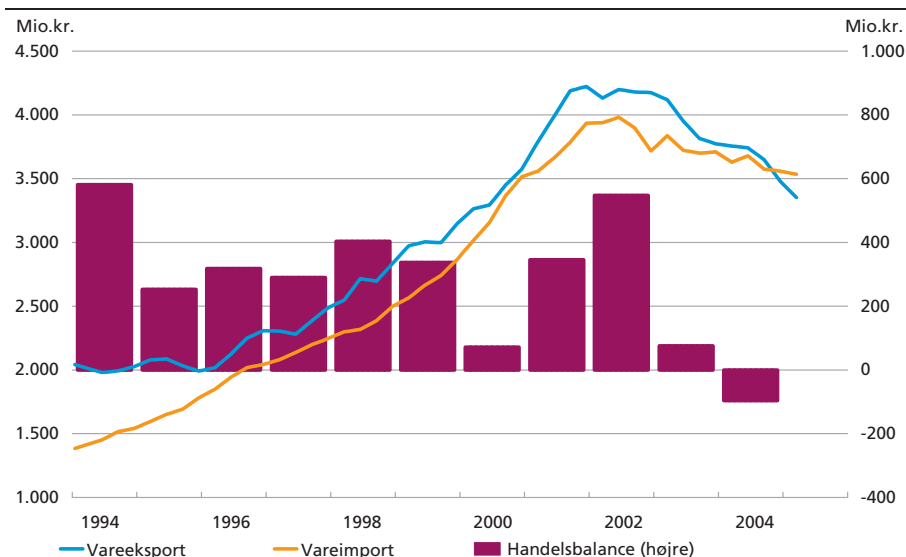
<sup>1</sup> I et forsøg på at undgå yderligere indskrænkning i rejefiskeriet – og dermed tab af fangstrettigheder i fremmede farvande – besluttede landsstyret i foråret 2005 at tildele rejeskibene et samlet tilskud på 10 mio.kr. i både 2005 og 2006.

<sup>2</sup> "Tilmæli frá Fiskirannsóknarstovuni fyri fiskiárið 2005/2006", kan ses på [www.frs.fo](http://www.frs.fo).

<sup>3</sup> Skøn hentet fra rapporten "Lønarkappingarføri í flakavinnuni" udarbejdet af Føroya Ráfiskakeyparafelag. Både Føroya Fiskavirking og Faroe Seafood er ejet af Framtaksgrunnur Føroya (på dansk kaldet Færøernes Erhvervsudviklingsinstitut), som blev oprettet i midten af 1990'erne med indskud på 100 mio.kr. fra både den danske stat og fra landsstyret. Fonden har tilkendegivet, at den fusionerede virksomhed skal sælges i løbet af efteråret.

HANDELSBALANCE (EKSKL. SKIBE OG FLY)

Figur 3



Anm.: Vareeksport og -import er summen af seneste 4 kvartaler. Handelsbalance er opgjort for kalenderåret.  
Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

Havbrugssektoren har i nogle år lidt under dårlige priser og sygdommen ILA, som medførte, at størstedelen af erhvervet gik konkurs i 2002-03. Det påførte de færøske pengeinstitutter store tab. Med tilladelse fra EU er enkelte selskaber nu på forsøgsbasis begyndt at udsætte småfisk, der er vaccineret mod ILA. Udsætningen er beskeden sammenlignet med niveauet i 2000-01, hvor erhvervet toppede. Selv om priserne på opdrætsfisk det seneste år har rettet sig, vil det formentlig være vanskeligt at finde den nødvendige kapital til finansiering af en større genopbygning, ikke mindst fordi erhvervet er kollapsede to gange siden 1990.

## UDENRIGSHANDEL OG UDLANDSGÆLD

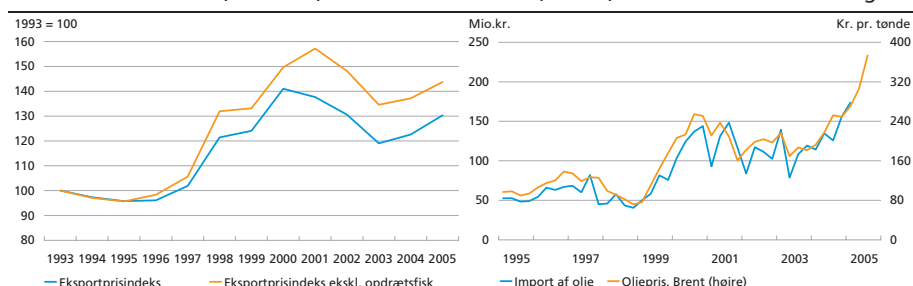
Handelsbalancen udviste i 2004 et underskud på knap 100 mio.kr. Det var klart mindre end i 2003, hvor underskuddet var næsten 1 mia.kr. Ses der bort fra handel med skibe og fly var der dog en mindre forringelse af handelsbalancen, jf. figur 3.<sup>1</sup> Tilbagegangen i fiskeriet trak vareeksporten (ekskl. skibe) ned for 3. år i træk. Vareimporten (ekskl. skibe og fly) faldt også, men mindre end vareeksporten.

Faldet i vareeksporten kan overvejende henføres til lavere eksport af torsk, rejer og opdrætsfisk. Eksporten af opdrætsfisk udgjorde dog sta-

<sup>1</sup> I 2003 blev importen især trukket op af, at rederiet Smyril Line købte et nyt skib til sejlads i Nordatlanten til ca. 700 mio.kr.

EKSPORTPRISINDEKS (VENSTRE) OG IMPORT AF OLIE (HØJRE)

Figur 4



Anm.: Eksportindeks er opgjort på årsniveau. Indeksene er beregnet som Laspeyres kædeindeks og inkluderer ikke skibe. Importen af olie og oliepris er opgjort på kvartaler og sæsonkorrigeret. Oliepris for 3. kvartal 2005 er baseret på priser til og med slutningen af august.

Kilde: Hagstova Føroya, EcoWin og egne beregninger.

dig 22 pct. af vareeksporten, ekskl. skibe og fly, mod 26 pct. i 2003. Grundet meget beskeden udsætning af småfisk i 2004 forventes eksporten af opdrætsfisk at falde kraftigt i løbet af 2005.

Et lyspunkt i 2004 var, at eksportpriserne under ét steg med ca. 3 pct. efter to år med betydelige prisfald, jf. figur 4 (venstre). Prisstigningerne er fortsat i 2005.

Faldet i importen sidste år dækkede primært over en lavere indførsel af investeringsgoder og input til erhvervene. Importen til forbrug og byggeri var nogenlunde uændret. Kun importen af olie steg drevet af de højere oliepriser, jf. figur 4 (højre). Færøsk økonomi er mere olieafhængig end de fleste andre økonomier. Fiskeriet bruger meget olie, opvarmning sker overvejende med olie, og elproduktionen er delvist baseret på oliefyrede generatorer. Hvis olieprisen (Brent) holder sig i omegnen af 350 kr. pr. tønde, hvor den har ligget hen over sommeren 2005, skønnes det, at olieimporten vil stige til ca. 700 mio.kr. på årsbasis mod 450 mio.kr. i 2003. Det svarer til en stigning på ca. 2½ pct. af BNP. Selv om en del af denne stigning muligvis kan overvælttes i eksportpriserne, vil de højere oliepriser uundgåeligt indebære et mærkbart realindkomsttab for færøsk økonomi.

Efter en række år med store overskud på betalingsbalancen har Færøerne opbygget et betydeligt nettotilgodehavende over for udlandet. Nettotilgodehavendet faldt dog i 2003 og 2004 og udgjorde ved udgangen af 2004 ca. 3 mia.kr., svarende til ca. 30 pct. af BNP.

## FINANSIEL SEKTOR

De færøske pengeinstitutter havde under ét et solidt overskud i 2004 efter et underskud i 2003, som kan henføres til Føroya Sparikassi. Overskuddet i de fire pengeinstitutter var i alt 252 mio.kr., jf. tabel 1. Resultatet

| RESULTAT I PENGEINSTITUTTERNE        |      |      |      |      | Tabel 1           |
|--------------------------------------|------|------|------|------|-------------------|
| Mio.kr.                              | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 1. halvår<br>2005 |
| Rente- og gebyrindtægter, netto..... | 540  | 546  | 574  | 553  | 310               |
| Kursreguleringer .....               | 19   | 45   | 16   | 86   | 40                |
| Resultat af finansielle poster ..... | 575  | 613  | 616  | 648  | 356               |
| Driftsomkostninger .....             | 271  | 302  | 292  | 294  | 177               |
| Tab og hensættelser, netto .....     | -6   | 23   | 425  | 102  | 23                |
| Ordinært resultat før skat .....     | 310  | 288  | -100 | 252  | 156               |
| Solvensprocent .....                 | 32,0 | 32,0 | 30,9 | 31,4 | ...               |

Kilde: Regnskaber for Føroya Banki, Føroya Sparikassi, Norðoya Sparikassi og Suðuroyar Sparikassi.

tatforbedringen kan især tilskrives lavere hensættelser på udlån til havbrug, om end Føroya Sparikassi også i 2004 måtte foretage en betydelig hensættelse. Regnskaberne for 1. halvår tyder på, at resultatfremgangen fortsætter i 2005.

Det er bemærkelsesværdigt, at pengeinstitutterne – givet de matte konjunkturer – kun har haft behov for at foretage begrænsede hensættelser på deres øvrige udlån. Det afspejler formentlig bl.a., at det færøske erhvervsliv har benyttet de gode konjunkturer til at styrke sit kapitalgrundlag.

Pengeinstitutterne er i sig selv velkonsoliderede. Deres samlede solvensprocent var ved udgangen af 2004 godt 31 pct., hvilket langt overstiger minimumskravet i lovgivningen på 8 pct. Især Føroya Banki har en meget høj solvensprocent.

## OFFENTLIGE FINANSER

Landskassen havde i 2004 et underskud på 150 mio.kr. svarende til 1,5 pct. af BNP mod et overskud på 22 mio.kr. i 2003, jf. tabel 2. Omsvinget i saldoen kan dels henføres til de svagere konjunkturer, dels til skattelettelser. Yderligere skattelettelser i 2005 medvirker til, at der er budgetteret med en stigning i underskuddet til 229 mio.kr. i år.

Når stigningen i landskasseunderskuddet trods det markante konjunkturtilbageslag ikke er større, skyldes det bl.a., at anlægs- og renteudgifterne er faldet. Til gengæld er driftsudgifterne fortsat stigende. De steg med 5 pct. sidste år, og det er sandsynligt, at stigningen i år bliver af samme størrelsesorden. Hvis ikke indtægtsgrundlaget bedres i de kommende år, vil en uændret vækst i udgifterne slå tydeligere igennem på underskuddet.

Omsvinget på landskassens finanser har medvirket til, at landsstyret er blevet mere aktiv på lånemarkedet. I maj optog landsstyret et 5-årigt obligationslån på 430 mio.kr. til en effektiv rente på 3,14 pct. p.a., sva-

| LANDSKASSENS FINANSER                              |       |       |       |       | Tabel 2     |
|----------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| Mio.kr.                                            | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | Budget 2005 |
| Skatter og afgifter .....                          | 2.805 | 2.972 | 2.936 | 2.840 | 2.789       |
| Bloktilskud .....                                  | 995   | 629   | 632   | 633   | 630         |
| Indtægter i alt .....                              | 3.800 | 3.601 | 3.568 | 3.473 | 3.419       |
| Driftsudgifter .....                               | 1.567 | 1.732 | 1.844 | 1.939 | 2.001       |
| Lovbundne udgifter .....                           | 995   | 1.094 | 1.109 | 1.144 | 1.160       |
| Anlægsudgifter .....                               | 180   | 240   | 262   | 228   | 180         |
| Renteudgifter, netto .....                         | 76    | 24    | 90    | 72    | 51          |
| Andre udgifter .....                               | 285   | 320   | 241   | 240   | 256         |
| Udgifter i alt .....                               | 3.103 | 3410  | 3546  | 3623  | 3648        |
| Saldo .....                                        | 697   | 191   | 22    | -150  | -229        |
| Landskassens nettogæld <sup>1</sup> , ultimo ..... | 1.961 | 1.746 | 2.123 | 2.277 | ...         |

Kilde: Figgjarmálaráðið og Landsbanki Føroya.

<sup>1</sup> Bruttogæld med fradrag for landskassens indestående i Landsbanken (men ikke for værdien af landsstyrejede virksomheder, herunder Føroya Banki, Føroya Tele og Atlantic Airways).

rende til en merrente på godt 0,5 pct. i forhold til en tilsvarende dansk statsobligation. Landskassen har fortsat en betydelig likviditetsreserve i form af et indlån i Landsbanken på ca. 1,5 mia.kr.

Gennem det seneste årti har kommunerne stort set bragt deres gæld ud af verden. Kommunernes nettogæld udgjorde 1,7 mia.kr. i 1993 svarende til godt 300 pct. af deres skatteindtægter. Der er ikke tilgængelige regnskabsoplysninger for kommunerne for 2003 og 2004, men det skønnes, at deres gæld i dag stort set er bragt ud af verden. Det indebærer, at kommunerne – trods det vigende skattegrundlag – er ved at have et betydeligt råderum, som kan benyttes til enten at sænke kommuneskatterne eller at udbygge den offentlige service.

## ØKONOMISKE UDSIGTER

Der er ikke umiddelbart udsigt til en nævneværdig bedring i færøsk økonomi i 2005 og 2006. Det økonomisk set vigtige torskefiskeri vil formentlig forblive trykket, og fiskeindustrien vil sandsynligvis være nødt til at rationalisere, hvis der skal opnås lønsomhed i produktionen. Der har i starten af 2005 været tegn på højere afsætningspriser på fisk, men den positive effekt på indtjeningen herfra modvirkes af de højere oliepriser.

Husholdningernes disponible realindkomster påvirkes i år positivt af indkomstskattelettelser, men udhules til gengæld af oliepriserne. Da der samtidig er udsigt til, at lønstigningerne på det offentlige og private arbejdsmarked aftager mærkbart i forhold til 2003 og 2004, vil de disponible realindkomster formentlig falde lidt i de kommende år. Det vil bl.a. kunne have en negativ påvirkning af serviceerhvervene. De be-

grænsede lønstigninger vil til gengæld styrke erhvervenes konkurrenceevne og bidrage til at opretholde beskæftigelsen.

Det er fortsat usikkert, om der på længere sigt vil blive etableret et olieerhverv på Færøerne. De færøske myndigheder tildelte i januar 2005 efterforskningstilladelser til syv konsortier i forbindelse med 2. udbudsrunde.<sup>1</sup> Tilladelserne er på 3-8 år og forpligter – i modsætning til tilladelserne givet ved 1. udbudsrunde – ikke konsortierne til at foretage prøveboringer.

---

<sup>1</sup> Efterforskningen efter 1. udbudsrunde i 2000 har ikke ført til kommercielt set interessante fund af kulbrinter.



---

## Pressemeddelelser

---

### **DEN 8. JUNI: NATIONALBANKENS OFFENTLIGGØRELSE AF VALUTAKURSER**

---

Rumænien ændrer pr. 1. juli 2005 den officielle valuta fra rumænske lei (ROL) til nye rumænske lei (RON). Omregningskursen mellem de to valutaer er 1 RON = 10.000 ROL. Nationalbankens valutakursliste vil fra 1. juli 2005 afspejle denne ændring, således at rumænske lei udgår af listen og erstattes af nye rumænske lei.

Nationalbankens valutakurser fastsættes normalt på grundlag af oplysninger fra en række centralbanker kl. 14.15 og de offentliggøres til information.

Der kan ikke handles valuta i Nationalbanken til de offentliggjorte kurser.

### **DEN 24. AUGUST: NY 50-KRONESEDDER AFSLUTTER OPGRADERING AF SEDDELSERIEN**

---

I morgen udsender Nationalbanken en ny og mere sikker 50-kroneseddel med hologram og selvlysende farver. Motiverne på sedlen er uændrede. Udsendelsen sker som led i den opgradering af de danske pengesedler, som Nationalbanken påbegyndte i november 2002 og nu afslutter med den nye 50-kroneseddel.

Nationalbankdirektør Torben Nielsen siger: "Med de nye sikkerhedselementer er de danske pengesedler sikret endnu bedre mod forfalskninger. Befolkningens kendskab til sedlernes sikkerhedselementer er en væsentlig faktor for omfanget af falske sedler. Jo flere, der ved, hvordan man skelner en ægte seddel fra en falsk, desto sværere er det for falskmøntnere at bruge de falske sedler."

#### **Hologram og selvlysende farver**

I det metalglitrende hologram på forsiden af sedlen ses skiftevis en blomst, romertal "L" og tallet 50. På sedlens for- og bagside er der desuden trykt selvlysende farver, som lyser op i ultraviolet belysning. På forsiden bliver en kentaur synlig i ultraviolet belysning, mens det på bagsiden er den grønne farve, som lyser op. Det ses især i ringen i højre side af sedlen.

### **Gamle 50-kronesedler forbliver gyldige**

De gamle 50-kronesedler forbliver gyldige, men inddrages løbende. Begge udgaver af 50-kronesedlen vil i en periode cirkulere parallelt.

### **Pressebilleder**

Billeder af bl.a. 50-kronesedlens nye sikkerhedselementer kan downloades på [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) – Presse/Pressebilleder/Pengesedler.

### **Yderligere information**

På [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under Sedler og mønter findes en video, hvor de vigtigste sikkerhedselementer kan ses. Informations kampagnen indeholder desuden et GO-CARD, som kan fås på caféer rundt om i landet samt annoncering i "Med Rundt", som udsendes til alle husstande.

## **DEN 7. SEPTEMBER: EVENTYRET FORTSÆTTER – NY MØNT MED "DEN LILLE HAVFRUE"**

---

En ny eventyrmønt inspireret af H.C. Andersens eventyr om "Den lille havfrue" udsendes 20. oktober 2005.

Det er den anden mønt i en serie på i alt 5 mønter med eventyr som tema. Tidligere på året blev den første eventyrmønt udsendt – inspireret af H.C. Andersens eventyr om "Den grimme ælling".

Det er billedhugger Tina Maria Nielsen, der har skabt motivet til den nye mønt. Hun har også udformet motivet til mønten med Gåsetårnet.

Forsiden på eventyrmønten er den samme som på de almindelige 10-kroner, dvs. Dronningens portræt i profil.

### **Guld, sølv og almindelig 10-krone**

Eventyrmønten udsendes som en 10-krone i tre forskellige udgaver – en i guld, en i sølv og en almindelig 10-krone. Guldmønten udsendes i maksimum 6.000 eksemplarer, mens sølvmønten udsendes i maksimum 60.000 eksemplarer.

Alle eventyrmønterne er lovlige betalingsmidler og kan indløses i Nationalbanken til pålydende værdi.

### **Kan købes fra 20. oktober 2005**

Eventyrmønten med Den lille havfrue kan købes i pengeinstitutterne fra 20. oktober 2005. Nogle pengeinstitutter og mønthandlere tager allerede nu mod bestilling.

Vejledende udsalgspris er 2.000 kr. for guldmønten og 200 kr. for sølvmønten (inkl. moms).

Mønterne kan også købes fra 20. oktober 2005 i Nationalbankens Hovedkasse i den daglige åbningstid 10-13.

**Eventyret fortsætter**

Den næste eventyrmønt udsendes i foråret 2006.

På [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) – under Presse, Pressebilleder, kan der downloades billeder af mønten.



---

## Tabelafsnit

---

|                                                                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Renter og aktiekursindeks.....                                                                                            | 1  |
| Udvalgte poster fra Nationalbankens balance .....                                                                         | 2  |
| Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkredit-<br>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 8. september 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<br>ultimo<br>året/fra | Nationalbankens<br>rentesatser |                                          |                 | ECB's<br>mini-<br>mum-<br>budrente | Penge-<br>markeds-<br>rente,<br>3 mǎne-<br>ders<br>usikret | Effektive<br>obligationsrenter |      | Aktie-<br>kurs<br>indeks<br>KFX |
|--------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------|-----------------|------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------|------|---------------------------------|
|                                | Diskonto                       | Udlån<br>og<br>ind-<br>skuds-<br>beviser | 10-årig<br>stat |                                    |                                                            | 30-årig<br>realkredit          |      |                                 |
|                                |                                |                                          |                 |                                    |                                                            |                                |      |                                 |
|                                | Procent p.a.                   |                                          |                 | Ultimo                             | Procent p.a.                                               |                                |      | 3.7.89<br>=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            | feb 05 .....                       | 2,13                                                       | 3,77                           | 4,47 | 311,96                          |
| 2003 7.mar ...                 | 2,50                           | 2,70                                     | 2,50            | mar 05 .....                       | 2,14                                                       | 3,74                           | 4,46 | 316,66                          |
| 23. maj ....                   | 2,50                           | 2,65                                     | 2,50            | apr 05 .....                       | 2,13                                                       | 3,45                           | 4,34 | 306,25                          |
| 6. jun .....                   | 2,00                           | 2,15                                     | 2,00            | maj 05 .....                       | 2,12                                                       | 3,31                           | 4,25 | 327,18                          |
|                                |                                |                                          |                 | jun 05 .....                       | 2,12                                                       | 3,12                           | 4,18 | 343,97                          |
|                                |                                |                                          |                 | jul 05 .....                       | 2,13                                                       | 3,20                           | 4,24 | 352,31                          |
| 2005 8. sep .....              | 2,00                           | 2,15                                     | 2,00            | aug 05 .....                       | 2,13                                                       | 3,08                           | 4,18 | 365,65                          |

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

|              | Valuta-<br>reserven | Seddel-<br>og mønt-<br>omløb | Statens<br>inde-<br>stående i<br>National-<br>banken | Penge- og realkreditinstitutternes<br>nettostilling over for Nationalbanken |                                             |                         |                             |
|--------------|---------------------|------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------|-----------------------------|
|              |                     |                              |                                                      | Pengepolitiske<br>indlån                                                    |                                             | Pengepo-<br>litiske lån | Netto-<br>stilling<br>i alt |
|              |                     |                              |                                                      | Indskuds-<br>beviser                                                        | Nettoin-<br>deståen-<br>de på<br>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                        |
| 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                        |
| maj 05 ..... | 233,1               | 52,5                         | 81,6                                                 | 172,7                                                                       | 13,8                                        | 98,7                    | 87,8                        |
| jun 05 ..... | 236,3               | 53,1                         | 83,1                                                 | 187,4                                                                       | 14,9                                        | 113,2                   | 89,2                        |
| jul 05 ..... | 225,1               | 53,2                         | 66,2                                                 | 188,8                                                                       | 5,2                                         | 99,0                    | 94,9                        |
| aug 05 ..... | 225,4               | 52,9                         | 42,2                                                 | 204,3                                                                       | 17,5                                        | 103,0                   | 118,9                       |

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

Tabel 3

|              | Statsfinanserne                                             |                                                   |                                      | National-<br>bankens<br>netto-<br>valuta-<br>køb | National-<br>bankens<br>netto-<br>obliga-<br>tionskøb | Andre<br>faktorer | Penge- og real-<br>kreditinstitutternes<br>nettostilling over<br>for Nationalbanken |        |
|--------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------|
|              | Inden-<br>landsk<br>brutto-<br>finansie-<br>rings-<br>behov | Salg af<br>inden-<br>landske<br>stats-<br>papirer | Likvi-<br>ditets-<br>påvirk-<br>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   |
| 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   |
| maj 05 ..... | -3,1                                                        | -1,9                                              | -1,2                                 | 6,3                                              | 1,7                                                   | -0,1              | 6,7                                                                                 | 87,8   |
| jun 05 ..... | 8,1                                                         | 10,5                                              | -2,3                                 | 3,9                                              | 0,6                                                   | -0,9              | 1,3                                                                                 | 89,2   |
| jul 05 ..... | 20,5                                                        | 4,0                                               | 16,5                                 | -11,0                                            | -0,4                                                  | 0,7               | 5,8                                                                                 | 94,9   |
| aug 05 ..... | 15,9                                                        | -8,1                                              | 24,0                                 | -0,7                                             | -0,3                                                  | 0,9               | 23,9                                                                                | 118,9  |

## UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

|                                      | Balance-<br>sum | Aktiver             |                  |                              |               | Passiver                    |                                   | Uden-<br>landske<br>netto-<br>aktiver |
|--------------------------------------|-----------------|---------------------|------------------|------------------------------|---------------|-----------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|
|                                      |                 | Indenlandske udlån  |                  | Indenlandske<br>værdipapirer |               | Inden-<br>landske<br>indlån | Udstedte<br>obligati-<br>oner mv. |                                       |
|                                      |                 |                     |                  |                              |               |                             |                                   |                                       |
|                                      |                 | Offentlig<br>sektor | Privat<br>sektor | Obligati-<br>oner mv.        | Aktier<br>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 .....                           | 3.198,5         | 79,9                | 1.944,6          | 142,8                        | 36,5          | 723,3                       | 1.125,9                           | -66,8                                 |
| 2003 .....                           | 3.359,0         | 89,6                | 2.062,0          | 123,3                        | 43,3          | 754,7                       | 1.157,9                           | -70,7                                 |
| 2004 .....                           | 3.683,4         | 97,5                | 2.246,2          | 100,8                        | 46,3          | 848,9                       | 1.222,1                           | -66,9                                 |
| feb 05 .....                         | 3.797,7         | 95,4                | 2.303,0          | 108,7                        | 48,0          | 870,4                       | 1.238,6                           | -122,2                                |
| mar 05 .....                         | 3.861,1         | 95,7                | 2.336,4          | 109,5                        | 47,2          | 897,9                       | 1.259,0                           | -107,9                                |
| apr 05 .....                         | 3.879,0         | 97,6                | 2.353,3          | 98,7                         | 46,8          | 949,7                       | 1.214,5                           | -142,2                                |
| maj 05 .....                         | 3.994,8         | 98,4                | 2.379,1          | 105,0                        | 46,7          | 942,2                       | 1.245,7                           | -142,4                                |
| jun 05 .....                         | 4.102,7         | 100,4               | 2.441,9          | 112,9                        | 48,2          | 971,7                       | 1.265,0                           | -122,1                                |
| jul 05 .....                         | 4.062,1         | 100,9               | 2.439,5          | 118,7                        | 49,4          | 983,3                       | 1.231,0                           | -171,3                                |
| 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                               | ...                                   |
| 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                               | ...                                   |
| apr 05 .....                         | ...             | 6,8                 | 9,7              | -29,2                        | 5,4           | 6,6                         | 5,4                               | ...                                   |
| maj 05 .....                         | ...             | 8,6                 | 10,3             | -18,5                        | 4,9           | 5,8                         | 7,5                               | ...                                   |
| jun 05 .....                         | ...             | 7,7                 | 12,1             | -16,0                        | 5,2           | 11,1                        | 6,3                               | ...                                   |
| jul 05 .....                         | ...             | 6,9                 | 12,8             | -4,4                         | 8,7           | 9,4                         | 6,2                               | ...                                   |

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

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

## PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

|                                      | Seddel-<br>og<br>mønt-<br>omløb | Indlån<br>på<br>anfor-<br>dring | M1    | Tidsind-<br>skud<br>med opr.<br>løbetid<br>=<2 år | Indlån<br>med<br>opsigel-<br>sesvarsel<br>=< 3<br>mdr. | M2    | Genkøbs-<br>forret-<br>ninger | Udstedte<br>obligati-<br>oner mv.<br>med opr.<br>løbetid<br>=< 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                           | 45,4                                                                | 611,0 |
| 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 |
| 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 |
| apr 05 .....                         | 44,4                            | 550,1                           | 594,5 | 133,4                                             | 18,8                                                   | 746,7 | 6,0                           | 2,0                                                                 | 754,8 |
| maj 05 .....                         | 44,2                            | 552,4                           | 596,6 | 123,5                                             | 19,0                                                   | 739,1 | 4,9                           | 1,7                                                                 | 745,7 |
| jun 05 .....                         | 44,9                            | 562,1                           | 607,0 | 138,5                                             | 18,0                                                   | 763,5 | 11,5                          | 3,6                                                                 | 778,7 |
| jul 05 .....                         | 45,1                            | 582,0                           | 627,2 | 152,2                                             | 18,3                                                   | 797,6 | 5,2                           | 1,6                                                                 | 804,5 |
| 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   | ...                           | ...                                                                 | 11,8  |
| 2003 .....                           | ...                             | ...                             | 8,8   | ...                                               | ...                                                    | 8,8   | ...                           | ...                                                                 | 11,4  |
| 2004 .....                           | ...                             | ...                             | 14,4  | ...                                               | ...                                                    | 12,7  | ...                           | ...                                                                 | 2,7   |
| feb 05 .....                         | ...                             | ...                             | 13,8  | ...                                               | ...                                                    | 10,3  | ...                           | ...                                                                 | -6,8  |
| mar 05 .....                         | ...                             | ...                             | 15,6  | ...                                               | ...                                                    | 9,5   | ...                           | ...                                                                 | -7,7  |
| apr 05 .....                         | ...                             | ...                             | 17,7  | ...                                               | ...                                                    | 11,3  | ...                           | ...                                                                 | -6,0  |
| maj 05 .....                         | ...                             | ...                             | 16,2  | ...                                               | ...                                                    | 9,0   | ...                           | ...                                                                 | -7,3  |
| jun 05 .....                         | ...                             | ...                             | 21,3  | ...                                               | ...                                                    | 16,8  | ...                           | ...                                                                 | 1,7   |
| jul 05 .....                         | ...                             | ...                             | 22,0  | ...                                               | ...                                                    | 15,7  | ...                           | ...                                                                 | 0,4   |

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

| Ultimo                               | Balance-<br>sum | Aktiver            |                    |                           |                                   |                                         | Passiver         |         |
|--------------------------------------|-----------------|--------------------|--------------------|---------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------|------------------|---------|
|                                      |                 | Udlån til<br>MFler | Indenlandske udlån |                           |                                   | Behold-<br>ning af<br>værdi-<br>papirer | Lån fra<br>MFler | Indlån  |
|                                      |                 |                    | I alt              | Heraf:                    |                                   |                                         |                  |         |
|                                      |                 |                    |                    | Hushold-<br>ninger<br>mv. | Ikke-<br>finansielle<br>selskaber |                                         |                  |         |
| 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   |
| feb 05 .....                         | 2.567,6         | 502,7              | 782,6              | 329,0                     | 319,9                             | 895,6                                   | 952,6            | 936,1   |
| mar 05 .....                         | 2.642,9         | 562,2              | 799,4              | 343,4                     | 324,7                             | 906,9                                   | 1.024,6          | 933,0   |
| apr 05 .....                         | 2.608,6         | 527,7              | 808,4              | 340,6                     | 331,8                             | 896,1                                   | 924,7            | 989,2   |
| maj 05 .....                         | 2.730,6         | 549,9              | 816,0              | 342,9                     | 325,4                             | 921,1                                   | 967,0            | 991,3   |
| jun 05 .....                         | 2.875,4         | 556,0              | 859,4              | 357,6                     | 338,9                             | 987,2                                   | 1.048,7          | 1.019,3 |
| jul 05 .....                         | 2.807,5         | 532,5              | 844,7              | 355,4                     | 327,5                             | 989,1                                   | 948,2            | 1.063,5 |
| 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 .....                           | ...             | 5,6                | 13,8               | 19,6                      | 8,4                               | 2,1                                     | -0,1             | 14,2    |
| feb 05 .....                         | ...             | 12,2               | 19,0               | 23,5                      | 14,2                              | 15,6                                    | 27,0             | 11,8    |
| mar 05 .....                         | ...             | 13,9               | 15,6               | 23,3                      | 9,3                               | 14,7                                    | 22,7             | 10,2    |
| apr 05 .....                         | ...             | 16,9               | 14,6               | 22,5                      | 7,5                               | 8,3                                     | 12,0             | 13,8    |
| maj 05 .....                         | ...             | 22,9               | 15,5               | 22,5                      | 6,9                               | 16,2                                    | 24,6             | 13,0    |
| jun 05 .....                         | ...             | 12,4               | 19,3               | 22,3                      | 11,8                              | 23,3                                    | 25,3             | 17,6    |
| jul 05 .....                         | ...             | 21,4               | 20,6               | 24,2                      | 12,3                              | 23,9                                    | 24,7             | 20,4    |

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

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

|                                      | Balance-<br>sum | Aktiver            |                    |                           |                                         |                  | Passiver                          |                                   |
|--------------------------------------|-----------------|--------------------|--------------------|---------------------------|-----------------------------------------|------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
|                                      |                 | Udlån til<br>MFler | Indenlandske udlån |                           | Behold-<br>ning af<br>værdi-<br>papirer | Lån fra<br>MFler | Udstedte<br>obliga-<br>tioner mv. |                                   |
|                                      |                 |                    | I alt              | Heraf:                    |                                         |                  |                                   |                                   |
|                                      |                 |                    |                    | Hushold-<br>ninger<br>mv. |                                         |                  |                                   | Ikke-<br>finansielle<br>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                           |
| 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                           |
| apr 05 .....                         | 1.765,2         | 70,2               | 1.538,7            | 1.174,7                   | 318,6                                   | 126,4            | 22,7                              | 1.667,2                           |
| maj 05 .....                         | 1.836,6         | 97,2               | 1.557,7            | 1.191,4                   | 321,6                                   | 144,6            | 34,6                              | 1.724,2                           |
| jun 05 .....                         | 1.927,4         | 148,2              | 1.579,1            | 1.209,1                   | 322,8                                   | 169,8            | 36,3                              | 1.795,1                           |
| jul 05 .....                         | 1.849,1         | 90,9               | 1.590,8            | 1.218,3                   | 325,2                                   | 135,7            | 24,8                              | 1.729,5                           |
| 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                              |
| 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                              |
| apr 05 .....                         | ...             | 32,9               | 7,4                | 6,9                       | 7,5                                     | 10,1             | 0,5                               | 8,4                               |
| maj 05 .....                         | ...             | 54,6               | 7,9                | 7,6                       | 8,0                                     | 7,1              | 13,4                              | 10,8                              |
| jun 05 .....                         | ...             | 69,0               | 8,5                | 8,4                       | 8,0                                     | 6,1              | 34,9                              | 12,9                              |
| jul 05 .....                         | ...             | 104,1              | 9,1                | 8,9                       | 8,3                                     | 11,5             | 37,2                              | 12,4                              |

## 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   |
| feb 05 .....                         | 2.328,0      | 1.487,4           | 772,5   | 813,3                     | 329,0             | 450,9   | 1.514,7                        | 1.158,4           | 321,6   |
| mar 05 .....                         | 2.359,7      | 1.512,6           | 778,5   | 830,1                     | 343,4             | 453,7   | 1.529,6                        | 1.169,2           | 324,8   |
| apr 05 .....                         | 2.379,6      | 1.515,3           | 790,2   | 840,9                     | 340,6             | 465,4   | 1.538,7                        | 1.174,7           | 324,8   |
| maj 05 .....                         | 2.406,3      | 1.534,3           | 797,7   | 848,5                     | 342,9             | 469,9   | 1.557,7                        | 1.191,4           | 327,9   |
| jun 05 .....                         | 2.471,0      | 1.566,6           | 825,4   | 891,9                     | 357,6             | 495,2   | 1.579,1                        | 1.209,1           | 330,2   |
| jul 05 .....                         | 2.468,0      | 1.573,7           | 815,2   | 877,2                     | 355,4             | 482,7   | 1.590,8                        | 1.218,3           | 332,5   |
| 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     |
| feb 05 .....                         | 10,7         | 10,2              | 11,2    | 18,0                      | 23,5              | 13,6    | 7,2                            | 6,9               | 7,9     |
| mar 05 .....                         | 9,7          | 10,2              | 8,4     | 14,7                      | 23,3              | 8,4     | 7,2                            | 6,9               | 8,3     |
| apr 05 .....                         | 9,7          | 10,0              | 7,7     | 14,2                      | 22,5              | 8,0     | 7,4                            | 6,9               | 7,4     |
| maj 05 .....                         | 10,3         | 10,6              | 8,5     | 15,0                      | 22,5              | 9,0     | 7,9                            | 7,6               | 7,9     |
| jun 05 .....                         | 12,0         | 11,3              | 12,5    | 18,7                      | 22,3              | 15,5    | 8,5                            | 8,4               | 8,3     |
| jul 05 .....                         | 12,7         | 12,0              | 13,1    | 20,0                      | 24,2              | 16,6    | 9,1                            | 8,9               | 8,5     |

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

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

|              | Indeks-lån | Fastfor-<br>rentede<br>lån | Rentetilpasningslån |                 | I alt   | Heraf: |                 |                                |
|--------------|------------|----------------------------|---------------------|-----------------|---------|--------|-----------------|--------------------------------|
|              |            |                            | I alt               | Heraf<br>=<1 år |         | I alt  | Lån i<br>valuta | Afdragsfri<br>lån <sup>1</sup> |
|              |            |                            |                     |                 |         |        |                 |                                |
| Ultimo       | 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           |                                |
| feb 05 ..... | 95,0       | 720,1                      | 698,6               | 443,0           | 1.513,7 | 86,9   | 190,9           |                                |
| mar 05 ..... | 95,1       | 695,3                      | 738,3               | 508,5           | 1.528,8 | 88,0   | 206,5           |                                |
| apr 05 ..... | 95,3       | 690,1                      | 751,9               | 522,4           | 1.537,3 | 87,9   | 217,7           |                                |
| maj 05 ..... | 94,9       | 690,2                      | 771,4               | 514,5           | 1.556,5 | 87,6   | 227,3           |                                |
| jun 05 ..... | 92,4       | 700,7                      | 784,7               | 528,8           | 1.577,8 | 87,8   | 241,9           |                                |
| jul 05 ..... | 92,3       | 704,7                      | 792,5               | 536,8           | 1.589,4 | 87,3   | 252,5           |                                |

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

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

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

|                 | Udlån  |                           |                                   |                                 | Indlån |                           |                                   |                                 |
|-----------------|--------|---------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|--------|---------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
|                 | Samlet | Hushold-<br>ninger<br>mv. | Ikke-<br>finansielle<br>selskaber | Finansiel-<br>le selska-<br>ber | Samlet | Hushold-<br>ninger<br>mv. | Ikke-<br>finansielle<br>selskaber | Finansiel-<br>le selska-<br>ber |
|                 |        |                           |                                   |                                 |        |                           |                                   |                                 |
| Procent p.a.    |        |                           |                                   |                                 |        |                           |                                   |                                 |
| 1. kv. 03 ..... | 5,9    | 8,3                       | 5,9                               | 3,4                             | 2,2    | 1,7                       | 2,4                               | 2,7                             |
| 2. kv. 03 ..... | 5,8    | 8,1                       | 5,6                               | 3,2                             | 2,0    | 1,5                       | 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                       | 5,0                               | 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                               | 2,9                             | 1,6    | 1,2                       | 1,7                               | 2,1                             |
| 4. kv. 04 ..... | 5,1    | 6,9                       | 4,8                               | 2,8                             | 1,6    | 1,2                       | 1,7                               | 2,1                             |
| 1. kv. 05 ..... | 5,1    | 6,7                       | 4,8                               | 2,8                             | 1,7    | 1,3                       | 1,7                               | 2,1                             |
| 2. kv. 05 ..... | 4,9    | 6,5                       | 4,6                               | 2,7                             | 1,7    | 1,3                       | 1,7                               | 2,1                             |
| feb 05 .....    | 5,1    | 6,8                       | 4,8                               | 2,8                             | 1,7    | 1,3                       | 1,7                               | 2,1                             |
| mar 05 .....    | 5,0    | 6,6                       | 4,7                               | 2,7                             | 1,7    | 1,3                       | 1,7                               | 2,2                             |
| apr 05 .....    | 5,0    | 6,6                       | 4,7                               | 2,7                             | 1,7    | 1,3                       | 1,7                               | 2,1                             |
| maj 05 .....    | 4,9    | 6,5                       | 4,6                               | 2,7                             | 1,6    | 1,3                       | 1,7                               | 2,1                             |
| jun 05 .....    | 4,8    | 6,5                       | 4,6                               | 2,7                             | 1,7    | 1,3                       | 1,7                               | 2,1                             |
| jul 05 .....    | 4,8    | 6,4                       | 4,6                               | 2,6                             | 1,6    | 1,3                       | 1,7                               | 2,1                             |

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

| Ultimo                            | Balance-<br>sum | Aktiver                   |               | Passiver                         |                             |                           |        |
|-----------------------------------|-----------------|---------------------------|---------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------------------|--------|
|                                   |                 | Værdipapir-<br>beholdning |               | Udstedte andele fordelt på ejere |                             |                           |        |
|                                   |                 | Obligati-<br>oner mv.     | Aktier<br>mv. | Hushold-<br>ninger<br>mv.        | Forsikring<br>og<br>pension | Andre<br>indlæn-<br>dinge | Udland |
|                                   | 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   |
| 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   |
| 2. kv. 05 .....                   | 701,6           | 389,7                     | 222,8         | 234,1                            | 185,9                       | 254,5                     | 18,5   |
| Kvartalets transaktioner, mia.kr. |                 |                           |               |                                  |                             |                           |        |
| 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    |
| 2. kv. 05 .....                   | ...             | 32,7                      | 26,0          | 7,5                              | 4,8                         | 56,0                      | 2,7    |

## 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    |
| 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 ..... | 2.057,2            | 448,2    | 529,0        | 212,4    | 1.415,6                 | 233,0    | 633,5   | 251,7    |
| maj 05 ..... | 2.113,3            | 454,6    | 523,6        | 216,4    | 1.474,8                 | 235,4    | 688,8   | 257,1    |
| jun 05 ..... | 2.186,5            | 463,1    | 532,6        | 213,2    | 1.535,9                 | 247,1    | 706,2   | 268,1    |
| jul 05 ..... | 2.146,1            | 443,2    | 544,2        | 199,3    | 1.479,3                 | 241,0    | 721,8   | 275,3    |

## HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

|                 | Aktiver                      |                  |                                               |                                                       |       | Passiver |                        |       |
|-----------------|------------------------------|------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------|----------|------------------------|-------|
|                 | Kontanter og bankindskud mv. | Obligationer mv. | Aktier og andele i investeringsforeninger mv. | Opsparing i livsforsikrings- og pensionsordninger mv. | I alt | Lån mv.  | Finansiell nettoformue | I alt |
|                 |                              |                  |                                               |                                                       |       |          |                        |       |
| Ultimo          | Mia.kr.                      |                  |                                               |                                                       |       |          |                        |       |
| 2000 .....      | 531                          | 214              | 372                                           | 1.115                                                 | 2.232 | 1.209    | 1.023                  | 2.232 |
| 2001 .....      | 556                          | 205              | 335                                           | 1.136                                                 | 2.231 | 1.324    | 907                    | 2.231 |
| 2002 .....      | 583                          | 196              | 319                                           | 1.172                                                 | 2.270 | 1.442    | 828                    | 2.270 |
| 2003 .....      | 619                          | 187              | 405                                           | 1.262                                                 | 2.475 | 1.528    | 946                    | 2.474 |
| 2004 .....      | 671                          | 185              | 473                                           | 1.414                                                 | 2.744 | 1.659    | 1.086                  | 2.745 |
| 1. kv. 04 ..... | 620                          | 188              | 433                                           | 1.316                                                 | 2.556 | 1.540    | 1.016                  | 2.556 |
| 2. kv. 04 ..... | 661                          | 179              | 439                                           | 1.313                                                 | 2.593 | 1.573    | 1.020                  | 2.593 |
| 3. kv. 04 ..... | 670                          | 177              | 454                                           | 1.344                                                 | 2.644 | 1.607    | 1.037                  | 2.644 |
| 4. kv. 04 ..... | 671                          | 185              | 473                                           | 1.414                                                 | 2.744 | 1.659    | 1.086                  | 2.745 |
| 1. kv. 05 ..... | 687                          | 179              | 490                                           | 1.448                                                 | 2.804 | 1.677    | 1.127                  | 2.804 |

## VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

|                 | Aktiver                                                  |                     |                                                        |       | Passiver      |                                 |                           |                           |       |
|-----------------|----------------------------------------------------------|---------------------|--------------------------------------------------------|-------|---------------|---------------------------------|---------------------------|---------------------------|-------|
|                 | Kontanter,<br>bankindskud og<br>afgivne kreditter<br>mv. | Obligationer<br>mv. | Aktier og<br>andele i<br>investeringsforeninger<br>mv. | I alt | Forpligtelser |                                 |                           | Finansiell<br>nettoformue | I alt |
|                 |                                                          |                     |                                                        |       | Lån mv.       | Udstedte<br>obligationer<br>mv. | Udstedte<br>aktier<br>mv. |                           |       |
|                 |                                                          |                     |                                                        |       |               |                                 |                           |                           |       |
| Ultimo          | Mia.kr.                                                  |                     |                                                        |       |               |                                 |                           |                           |       |
| 2000 .....      | 476                                                      | 152                 | 675                                                    | 1.303 | 1.043         | 79                              | 1.160                     | -979                      | 1.303 |
| 2001 .....      | 517                                                      | 145                 | 713                                                    | 1.375 | 1.163         | 97                              | 1.069                     | -954                      | 1.375 |
| 2002 .....      | 524                                                      | 144                 | 634                                                    | 1.303 | 1.138         | 117                             | 949                       | -901                      | 1.303 |
| 2003 .....      | 631                                                      | 149                 | 631                                                    | 1.411 | 1.149         | 127                             | 1.121                     | -986                      | 1.412 |
| 2004 .....      | 630                                                      | 175                 | 696                                                    | 1.500 | 1.187         | 185                             | 1.252                     | -1.124                    | 1.500 |
| 1. kv. 04 ..... | 609                                                      | 155                 | 661                                                    | 1.424 | 1.155         | 141                             | 1.161                     | -1.034                    | 1.424 |
| 2. kv. 04 ..... | 558                                                      | 157                 | 660                                                    | 1.375 | 1.176         | 139                             | 1.125                     | -1.066                    | 1.375 |
| 3. kv. 04 ..... | 556                                                      | 159                 | 688                                                    | 1.403 | 1.175         | 153                             | 1.159                     | -1.084                    | 1.403 |
| 4. kv. 04 ..... | 630                                                      | 175                 | 696                                                    | 1.500 | 1.187         | 185                             | 1.252                     | -1.124                    | 1.500 |
| 1. kv. 05 ..... | 613                                                      | 183                 | 724                                                    | 1.520 | 1.192         | 183                             | 1.300                     | -1.154                    | 1.521 |

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

## BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 15

|                       | Varer<br>(fob) | Tjenester | Vare- og<br>tjeneste-<br>balance | Løn- og<br>formue-<br>indkomst | Løbende<br>overførsler | Løbende<br>poster<br>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 .....            | 64,3           | 17,8      | 82,1                             | -24,7                          | -23,3                  | 34,1                       |
| 2003 .....            | 63,9           | 22,4      | 86,3                             | -17,2                          | -23,1                  | 46,1                       |
| 2004 .....            | 54,7           | 17,5      | 72,2                             | -13,7                          | -25,1                  | 33,4                       |
| aug 03 – jul 04 ..... | 58,5           | 25,7      | 84,2                             | -14,1                          | -24,6                  | 45,5                       |
| aug 04 – jul 05 ..... | 57,4           | 31,5      | 88,9                             | -15,5                          | -22,6                  | 50,7                       |
| feb 05 .....          | 5,0            | 1,7       | 6,8                              | -0,7                           | 2,6                    | 8,6                        |
| mar 05 .....          | 4,5            | 3,3       | 7,7                              | -4,8                           | -2,1                   | 0,9                        |
| apr 05 .....          | 5,8            | 4,6       | 10,4                             | -1,6                           | -2,3                   | 6,6                        |
| maj 05 .....          | 4,7            | 4,9       | 9,7                              | 0,8                            | -2,2                   | 8,3                        |
| jun 05 .....          | 4,0            | 4,6       | 8,6                              | 0,6                            | -2,2                   | 7,1                        |
| jul 05 .....          | 5,5            | 4,9       | 10,4                             | -0,2                           | -2,6                   | 7,5                        |

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 <sup>1</sup> | 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                   | 64,3                | -44,2              | -43,0                        |
| 2001 .....            | 40,1           | -107,9                | 92,5                  | -35,3                    | 7,8                 | 30,2               | 27,5                         |
| 2002 .....            | 34,1           | -44,9                 | 52,3                  | 1,2                      | 21,3                | -18,6              | 45,4                         |
| 2003 .....            | 46,1           | -8,0                  | 17,8                  | -98,3                    | 72,5                | 0,7                | 30,8                         |
| 2004 .....            | 33,4           | 62,1                  | -62,6                 | -87,1                    | -22,5               | 70,5               | -6,2                         |
| aug 03 – jul 04 ..... | 45,5           | 71,3                  | -74,8                 | -83,3                    | -10,1               | 47,3               | -4,1                         |
| aug 04 – jul 05 ..... | 50,7           | -12,3                 | 14,6                  | -132,2                   | 58,7                | 17,7               | -2,8                         |
| feb 05 .....          | 8,6            | -2,8                  | -0,6                  | -39,7                    | 50,8                | -15,9              | 0,4                          |
| mar 05 .....          | 0,9            | -11,8                 | 4,0                   | 44,8                     | -29,7               | 2,8                | 11,0                         |
| apr 05 .....          | 6,6            | -2,0                  | -1,5                  | -29,0                    | 25,7                | -8,1               | -8,3                         |
| maj 05 .....          | 8,3            | -2,1                  | 10,4                  | -20,2                    | 7,4                 | 2,6                | 6,3                          |
| jun 05 .....          | 7,1            | 12,5                  | -16,8                 | -4,3                     | -16,5               | 21,2               | 3,2                          |
| jul 05 .....          | 7,5            | -1,0                  | 5,7                   | 5,3                      | -3,6                | -25,1              | -11,2                        |

<sup>1</sup> 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<br>i kroner | Obligationer<br>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  |
| feb 05 ..... | -3,9                     | -0,6                     | 1,5    | -30,1                    | -6,6   | -39,7  |
| mar 05 ..... | 9,3                      | 36,2                     | 3,2    | -2,0                     | -2,0   | 44,8   |
| apr 05 ..... | -13,2                    | 8,4                      | 2,1    | -13,8                    | -12,4  | -29,0  |
| maj 05 ..... | 5,8                      | 2,5                      | -12,2  | -12,4                    | -3,9   | -20,2  |
| jun 05 ..... | 12,3                     | 15,3                     | 0,6    | -24,0                    | -8,6   | -4,3   |
| jul 05 ..... | -17,0                    | 23,2                     | 0,1    | 1,0                      | -2,0   | 5,3    |

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. |                     |                 |       |
|                     | Mia.kr.               |                         |                         |                   |                     |                 |       |
| Ultimo              |                       |                         |                         |                   |                     |                 |       |
| <b>Aktiver</b>      |                       |                         |                         |                   |                     |                 |       |
| 2000 .....          | 557                   | 29                      | 454                     | 229               | 667                 | 121             | 2.056 |
| 2001 .....          | 624                   | 35                      | 403                     | 317               | 598                 | 152             | 2.130 |
| 2002 .....          | 584                   | 30                      | 254                     | 359               | 758                 | 197             | 2.180 |
| 2003 .....          | 579                   | 32                      | 310                     | 446               | 747                 | 228             | 2.342 |
| 2004 .....          | 578                   | 32                      | 358                     | 522               | 884                 | 219             | 2.593 |
| 1. kv. 04 .....     | 574                   | 32                      | 349                     | 465               | 781                 | 219             | 2.419 |
| 2. kv. 04 .....     | 516                   | 32                      | 352                     | 470               | 767                 | 229             | 2.365 |
| 3. kv. 04 .....     | 515                   | 32                      | 343                     | 508               | 812                 | 228             | 2.437 |
| 4. kv. 04 .....     | 578                   | 32                      | 358                     | 522               | 884                 | 219             | 2.593 |
| 1. kv. 05 .....     | 596                   | 32                      | 389                     | 577               | 933                 | 238             | 2.765 |
| <b>Passiver</b>     |                       |                         |                         |                   |                     |                 |       |
| 2000 .....          | 26                    | 564                     | 218                     | 646               | 816                 | 3               | 2.274 |
| 2001 .....          | 33                    | 602                     | 201                     | 746               | 766                 | 4               | 2.351 |
| 2002 .....          | 34                    | 553                     | 146                     | 756               | 913                 | 4               | 2.406 |
| 2003 .....          | 42                    | 555                     | 186                     | 762               | 964                 | 3               | 2.512 |
| 2004 .....          | 42                    | 555                     | 243                     | 838               | 1.073               | 2               | 2.753 |
| 1. kv. 04 .....     | 42                    | 550                     | 202                     | 811               | 963                 | 1               | 2.570 |
| 2. kv. 04 .....     | 42                    | 481                     | 227                     | 834               | 947                 | 1               | 2.531 |
| 3. kv. 04 .....     | 42                    | 478                     | 239                     | 820               | 1.023               | 2               | 2.604 |
| 4. kv. 04 .....     | 42                    | 555                     | 243                     | 838               | 1.073               | 2               | 2.753 |
| 1. kv. 05 .....     | 42                    | 555                     | 258                     | 900               | 1.159               | 1               | 2.916 |
| <b>Nettoaktiver</b> |                       |                         |                         |                   |                     |                 |       |
| 2000 .....          | 531                   | -535                    | 236                     | -418              | -150                | 117             | -218  |
| 2001 .....          | 591                   | -567                    | 203                     | -428              | -168                | 148             | -221  |
| 2002 .....          | 550                   | -523                    | 107                     | -398              | -155                | 193             | -225  |
| 2003 .....          | 537                   | -524                    | 124                     | -316              | -217                | 224             | -170  |
| 2004 .....          | 537                   | -524                    | 115                     | -316              | -189                | 217             | -160  |
| 1. kv. 04 .....     | 532                   | -519                    | 146                     | -346              | -182                | 218             | -151  |
| 2. kv. 04 .....     | 475                   | -449                    | 125                     | -364              | -180                | 228             | -166  |
| 3. kv. 04 .....     | 473                   | -446                    | 104                     | -312              | -211                | 226             | -167  |
| 4. kv. 04 .....     | 537                   | -524                    | 115                     | -316              | -189                | 217             | -160  |
| 1. kv. 05 .....     | 555                   | -524                    | 131                     | -323              | -226                | 237             | -151  |

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

## NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

|                                                                | Brutto-<br>national-<br>produkt | Indenlandsk efterspørgsel |                           |                                        |                           |         | Eksport<br>af varer<br>og<br>tjenester | Import<br>af varer<br>og<br>tjenester |
|----------------------------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------|---------------------------|----------------------------------------|---------------------------|---------|----------------------------------------|---------------------------------------|
|                                                                |                                 | Privat<br>konsum          | Offent-<br>ligt<br>konsum | Faste<br>brutto-<br>investe-<br>ringer | Lager-<br>for-<br>øgelser | I alt   |                                        |                                       |
|                                                                |                                 |                           |                           |                                        |                           |         |                                        |                                       |
| Mia.kr.                                                        |                                 |                           |                           |                                        |                           |         |                                        |                                       |
| 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                                 |
| 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                                 |
| 1. kv. 05 .....                                                | 357,8                           | 176,5                     | 97,2                      | 68,6                                   | -0,4                      | 342,0   | 156,8                                  | 141,1                                 |
| Realvækst i forhold til året før, pct.                         |                                 |                           |                           |                                        |                           |         |                                        |                                       |
| 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                                   |
| 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                                   |
| 1. kv. 05 .....                                                | 0,8                             | 3,9                       | 1,0                       | 0,9                                    | ...                       | 1,4     | 2,7                                    | 4,1                                   |
| Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct. |                                 |                           |                           |                                        |                           |         |                                        |                                       |
| 1. kv. 04 .....                                                | 1,2                             | 0,7                       | 0,3                       | -3,0                                   | ...                       | -0,3    | 1,3                                    | 1,0                                   |
| 2. kv. 04 .....                                                | 0,8                             | 1,0                       | 0,4                       | 4,1                                    | ...                       | 1,6     | 5,2                                    | 4,6                                   |
| 3. kv. 04 .....                                                | 0,1                             | 1,0                       | -0,5                      | 1,8                                    | ...                       | 0,8     | -2,2                                   | 2,7                                   |
| 4. kv. 04 .....                                                | 0,9                             | 2,9                       | 0,7                       | 1,9                                    | ...                       | 2,1     | 0,7                                    | -0,5                                  |
| 1. kv. 05 .....                                                | 0,1                             | -0,5                      | 0,8                       | -4,3                                   | ...                       | -1,1    | 1,7                                    | -1,1                                  |

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE

Tabel 20

|                  | Forbrugerpris-<br>indeks           |     | Netto-<br>pris-<br>indeks | Energi | Import | Indenlandske priser |                |         |                            |       |
|------------------|------------------------------------|-----|---------------------------|--------|--------|---------------------|----------------|---------|----------------------------|-------|
|                  |                                    |     |                           |        |        | I alt               | Føde-<br>varer | Husleje | Offent-<br>lige<br>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  |
| 2. kv. ....      | 1,6                                | 1,7 | 1,8                       | 12,6   | 3,2    | 0,7                 | 0,1            | 2,7     | 4,0                        | -0,7  |

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2002.

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korregeret 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-<br>løshed | Mængdeindeks          |                   | Tvangs-<br>auktion-<br>er | Nyregi-<br>strering-<br>er af<br>person-<br>biler | For-<br>bruger-<br>tillids-<br>indikator | Sammensat konjunktur-<br>indikator for |                                            |         |
|--------------------------------|--------------------|-----------------------|-------------------|---------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------|--------------------------------------------|---------|
|                                |                    | Industri <sup>1</sup> | Detail-<br>handel |                           |                                                   |                                          | Industri                               | Bygge-<br>og<br>anlægs-<br>virk-<br>somhed | Service |
|                                |                    |                       |                   |                           |                                                   |                                          |                                        |                                            |         |
|                                |                    |                       |                   |                           |                                                   |                                          |                                        |                                            |         |
| Pct. af<br>arbejds-<br>styrken | 2000=100           | 2000=100              | Stk.              |                           | Nettotal                                          |                                          |                                        |                                            |         |
| 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                     | 96.501                                            | 1                                        | -6                                     | -18                                        | -2      |
| 2004 .....                     | 6,4                | 102,1                 | 113,4             | 2.640                     | 122.543                                           | 7                                        | 3                                      | -5                                         | 13      |
| Sæsonkorrigeret                |                    |                       |                   |                           |                                                   |                                          |                                        |                                            |         |
| mar 05 .....                   | 5,9                | 100,9                 | 117,0             | 161                       | 11.025                                            | 7                                        | 1                                      | 2                                          | 21      |
| apr 05 .....                   | 5,9                | 102,3                 | 121,5             | 170                       | 12.526                                            | 6                                        | -9                                     | 3                                          | 19      |
| maj 05 .....                   | 5,9                | 102,3                 | 119,5             | 184                       | 11.963                                            | 6                                        | -2                                     | 8                                          | 18      |
| jun 05 .....                   | 5,8                | 105,8                 | 121,3             | 167                       | 12.230                                            | 6                                        | -3                                     | 4                                          | 18      |
| jul 05 .....                   | 5,8                | 100,5                 | 120,5             | 164                       | 12.140                                            | 9                                        | -4                                     | 4                                          | 16      |
| aug 05 .....                   | ...                | ...                   | ...               | 146                       | ...                                               | 9                                        | 3                                      | 3                                          | 18      |

<sup>1</sup> Eksklusive skibsværfter.

## UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

|                                    | Beskæftigelse  |        | Lønindeks                                |                         |                          | Ejendoms-<br>priser<br>(enfamilie-<br>huse)<br>I pct. af<br>ejendoms-<br>værdi 1995 |
|------------------------------------|----------------|--------|------------------------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
|                                    | I alt          | Privat | Alle<br>brancher<br>i Danmark,<br>totalt | Industrien<br>i Danmark | Industrien<br>i udlandet |                                                                                     |
|                                    |                |        |                                          |                         |                          |                                                                                     |
|                                    | 1.000 personer |        | 1996=100                                 |                         |                          |                                                                                     |
| 2000 .....                         | 2.784          | 1.941  | 118,7                                    | 118,4                   | 113,9                    | 153,1                                                                               |
| 2001 .....                         | 2.792          | 1.945  | 123,7                                    | 123,5                   | 117,3                    | 162,0                                                                               |
| 2002 .....                         | 2.782          | 1.926  | 128,5                                    | 128,5                   | 120,7                    | 168,0                                                                               |
| 2003 .....                         | 2.757          | 1.901  | 133,3                                    | 133,8                   | 124,3                    | 173,2                                                                               |
| 2004 .....                         | 2.759          | 1.901  | 137,4                                    | 138,0                   | 127,6                    | 188,6                                                                               |
| Sæsonkorrigeret                    |                |        |                                          |                         |                          |                                                                                     |
| 2. kv. 04 .....                    | 2.765          | 1.903  | 136,4                                    | 137,4                   | 127,4                    | 186,8                                                                               |
| 3. kv. 04 .....                    | 2.766          | 1.912  | 138,2                                    | 138,5                   | 127,8                    | 192,0                                                                               |
| 4. kv. 04 .....                    | 2.754          | 1.901  | 139,0                                    | 139,3                   | 128,8                    | 195,6                                                                               |
| 1. kv. 05 .....                    | 2.769          | 1.909  | 140,2                                    | 140,4                   | 130,5                    | 201,9                                                                               |
| 2. kv. 05 .....                    | ...            | ...    | 140,4                                    | 140,9                   | 130,7                    | ...                                                                                 |
| Vækst i forhold til året før, pct. |                |        |                                          |                         |                          |                                                                                     |
| 2000 .....                         | 0,3            | 0,7    | 3,6                                      | 3,5                     | 3,5                      | 6,5                                                                                 |
| 2001 .....                         | 0,3            | 0,2    | 4,2                                      | 4,3                     | 3,0                      | 5,8                                                                                 |
| 2002 .....                         | -0,4           | -1,0   | 3,9                                      | 4,0                     | 2,9                      | 3,7                                                                                 |
| 2003 .....                         | -0,9           | -1,3   | 3,7                                      | 4,2                     | 3,0                      | 3,1                                                                                 |
| 2004 .....                         | 0,1            | 0,0    | 3,1                                      | 3,1                     | 2,7                      | 8,9                                                                                 |
| 2. kv. 04 .....                    | 0,4            | 0,2    | 3,1                                      | 3,4                     | 2,8                      | 7,9                                                                                 |
| 3. kv. 04 .....                    | 0,6            | 0,9    | 2,9                                      | 3,1                     | 2,5                      | 9,7                                                                                 |
| 4. kv. 04 .....                    | 0,0            | 0,3    | 2,9                                      | 2,6                     | 2,6                      | 11,7                                                                                |
| 1. kv. 05 .....                    | 0,8            | 1,1    | 3,1                                      | 2,8                     | 3,2                      | 12,2                                                                                |
| 2. kv. 05 .....                    | ...            | ...    | 2,9                                      | 2,5                     | 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 |
| 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 |
| maj 05 ..... | 744,44                 | 1.088,37 | 80,98 | 92,16 | 586,97 | 5,4995 | 481,89 |
| jun 05 ..... | 744,48                 | 1.112,96 | 80,38 | 94,32 | 612,03 | 5,6310 | 483,72 |
| jul 05 ..... | 745,84                 | 1.084,83 | 79,11 | 94,17 | 619,65 | 5,5354 | 478,77 |
| aug 05 ..... | 745,96                 | 1.088,64 | 79,87 | 94,23 | 606,87 | 5,4861 | 480,39 |

## 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           | 210,8    | 99,4                                               | 98,7                                             | 106,0                         |
| 2001 .....                           | 96,9                       | 224,4           | 215,8    | 100,8                                              | 101,2                                            | 108,5                         |
| 2002 .....                           | 97,7                       | 229,9           | 219,5    | 102,4                                              | 103,3                                            | 110,9                         |
| 2003 .....                           | 101,2                      | 234,7           | 223,3    | 106,4                                              | 108,2                                            | 113,2                         |
| 2004 .....                           | 102,2                      | 237,4           | 227,1    | 106,8                                              | 109,7                                            | 115,7                         |
| mar 05 .....                         | 102,7                      | 240,7           | 230,1    | 107,2                                              | 109,5                                            | 117,4                         |
| apr 05 .....                         | 102,4                      | 242,1           | 230,8    | 107,2                                              | ...                                              | 117,9                         |
| maj 05 .....                         | 102,0                      | 241,8           | 231,2    | 106,7                                              | ...                                              | 118,2                         |
| jun 05 .....                         | 100,9                      | 242,1           | 231,3    | 105,7                                              | 108,9                                            | 118,3                         |
| jul 05 .....                         | 101,2                      | 241,8           | 231,5    | 105,9                                              | ...                                              | 118,2                         |
| aug 05 .....                         | 101,3                      | ...             | ...      | ...                                                | ...                                              | ...                           |
| Ændring i forhold til året før, pct. |                            |                 |          |                                                    |                                                  |                               |
| 2000 .....                           | -4,1                       | 2,9             | 2,2      | -3,4                                               | -4,0                                             | 2,1                           |
| 2001 .....                           | 1,3                        | 2,4             | 2,3      | 1,3                                                | 2,6                                              | 2,3                           |
| 2002 .....                           | 0,9                        | 2,4             | 1,7      | 1,6                                                | 2,0                                              | 2,2                           |
| 2003 .....                           | 3,6                        | 2,1             | 1,7      | 3,9                                                | 4,8                                              | 2,1                           |
| 2004 .....                           | 1,0                        | 1,2             | 1,7      | 0,4                                                | 1,4                                              | 2,1                           |
| mar 05 .....                         | 0,6                        | 1,4             | 1,9      | -0,1                                               | -0,3                                             | 2,1                           |
| apr 05 .....                         | 0,9                        | 1,8             | 1,9      | 0,7                                                | ...                                              | 2,1                           |
| maj 05 .....                         | 0,3                        | 1,5             | 1,7      | -0,1                                               | ...                                              | 2,0                           |
| jun 05 .....                         | -0,8                       | 1,8             | 1,8      | -0,8                                               | 0,0                                              | 2,1                           |
| jul 05 .....                         | -0,8                       | 2,0             | 1,9      | -0,5                                               | ...                                              | 2,2                           |
| aug 05 .....                         | -0,6                       | ...             | ...      | ...                                                | ...                                              | ...                           |

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

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

---

# Nationalbankens statistiske publikationer

---

## Periodiske publikationer (elektroniske)

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

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

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

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

## Statistikdatabase

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

## Særlige opgørelser

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

## Udgivelseskalender

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