



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
2. kvartal

N
O
O
O

D A N M A R K S

N A T I O N A L

B A N K 2 0 0 6



KVARTALSOVERSIGT, 2. KVARTAL 2006

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

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

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Redaktionen er afsluttet den 24. maj 2006.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,

Informationssektionen,

Havnegade 5,

1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63

Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00

E-mail: info@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2006 planlægges offentliggjort 19. september 2006.

Datagraf Auning A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Holdbarheden af de lave lange renter	21
Allan Bødskov Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen, Jacob Wellendorph Ejning, Handelsafdelingen og Michael Sand, Økonomisk Afdeling Efterspørgslen efter lange obligationer er globalt set høj i disse år. Det er især pensionskasser, asiatiske centralbanker og olieeksportører, der står bag. Disse forhold, og den stabilt lave inflation, ventes i hovedtræk at fortsætte i de kommende år. Den konjunkturmæssigt betingede rentestigning ventes på den baggrund at blive mindre end i tidligere økonomiske opsving.	
Hollands økonomi det sidste årti	33
Niels C. Beier, Økonomisk Afdeling Holland løb i begyndelsen af 2000'erne ind i økonomiske problemer. Problemerne opstod efter en stærk højkonjunktur i 1990'erne, hvor økonomien til sidst overophedede. Først for nyligt synes økonomien på vej op igen. Artiklen forsøger at besvare to spørgsmål: Hvorfor gik det galt, og hvilke erfaringer kan man drage?	
Hvorfor er olieprisen steget?	47
Jacob Wellendorph Ejning, John Hydeskov og Palle Bach Mindested Handelsafdelingen Olieprisen er steget kraftigt de seneste 2 år. Hovedårsagen til prisstigningen er væksten i den globale olieefterspørgsel, som har været kraftigere end ventet. Prisen på olie til levering i fremtiden samt eksplicitte forventninger fra markedsdeltagere peger på fortsat høje oliepriser i årene fremover.	
Stabilitets- og vækstpagten – status 2006.....	59
Borka Babic, Internationalt Kontor De offentlige budgetter i EU-landene er blevet forbedret i 2005, men der er fortsat mange lande, der har store underskud. Siden 2005-reformen er en række lande blevet vurderet i henhold til proceduren om uforholdsmæssigt store underskud, og alle EU-landene har omkring årsskiftet opdateret deres stabilitets- og konvergensprogrammer. I artiklen vurderes på basis af disse erfaringer, hvordan stabilitets- og vækstpagten har fungeret siden ændringen af regelsættet i foråret 2005, og hvad reformen af pagten har betydet for implementeringen af pagtens regler i praksis.	

Nils Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 27. april 2006	73
Pressemeddelelser	77
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra februar 2006 til medio maj 2006

Væksten i verdensøkonomien er bredt funderet. Højkonjunktoren i USA og Asien har spredt sig til euroområdet og Japan. Væksten i euroområdet har tidligere overvejende været eksportdrevet, men den indenlandske efterspørgsel er nu også på vej op. På kort sigt er udsigterne for verdensøkonomien gode, men det er en risikofaktor, at de meget store ubalancer i verdenshandelen ikke har fundet en løsning. Desuden har olieprisen nået nye højder bl.a. på grund af usikkerhed om leverancer fra Iran samt uro i Nigeria.

DE INTERNATIONALE FINANS- OG RÅVAREMARKEDER

Tendensen til en svækkelse af den amerikanske dollar over for euro fortsatte, især efter den amerikanske centralbankchefs tale til kongressen 27. april. I markedet blev talen tolket som et tegn på, at de pengepolitiske stramninger var ved at være ovre. I midten af maj lå kursen på 1,28 dollar pr. euro. Dollaren har været nogenlunde konstant over for yen fra midten af februar til midten af maj.

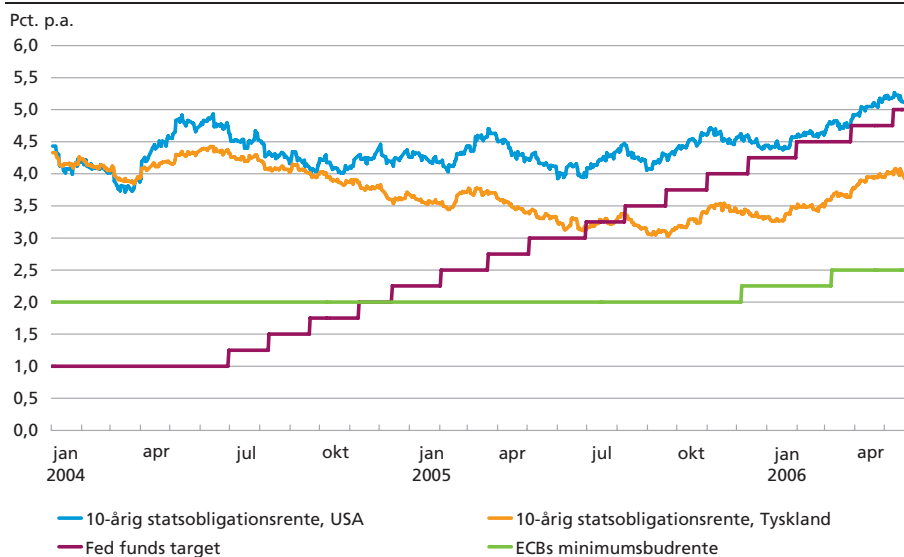
Renten på en 10-årig amerikansk statsobligation har siden slutningen af februar været stigende og lå på 5,1 pct. i midten af maj, jf. figur 1. Udviklingen i den lange rente afspejlede bl.a. en vis opjustering i inflationsforventningerne blandt markedsdeltagerne, idet inflationen var opadgående samtidigt med, at en række nøgletal viste øget økonomisk aktivitet. Den lange rente i Tyskland har fulgt samme mønster som den amerikanske blot på et niveau omkring 1 procentpoint lavere. 3-måneders pengemarkedsrenten i euroområdet er steget ca. 0,4 procentpoint fra årsskiftet til midten af maj. Stigningen var stærkest i februar, dvs. forud for, at Den Europæiske Centralbank, ECB, hævede sin rente.

Olieprisen har svinget på et højt niveau og nåede i midten af maj op omkring 70 dollar pr. tønde (Brent) på grund af usikkerhed om fremtidige leverancer af olie fra Iran samt uro i Nigeria. Dermed var prisen på niveau med september 2005, hvor en orkan i Den Mexicanske Golf påvirkede produktionen negativt.

Mod midten af maj blev de globale aktiemarkeder ramt af en betydelig nedadrettet kurskorrektion, som i de fleste tilfælde var af samme størrelsesorden som den gradvise stigning siden årets begyndelse, jf.

PENGEPOLITISKE RENTER OG LANGE RENTER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 1



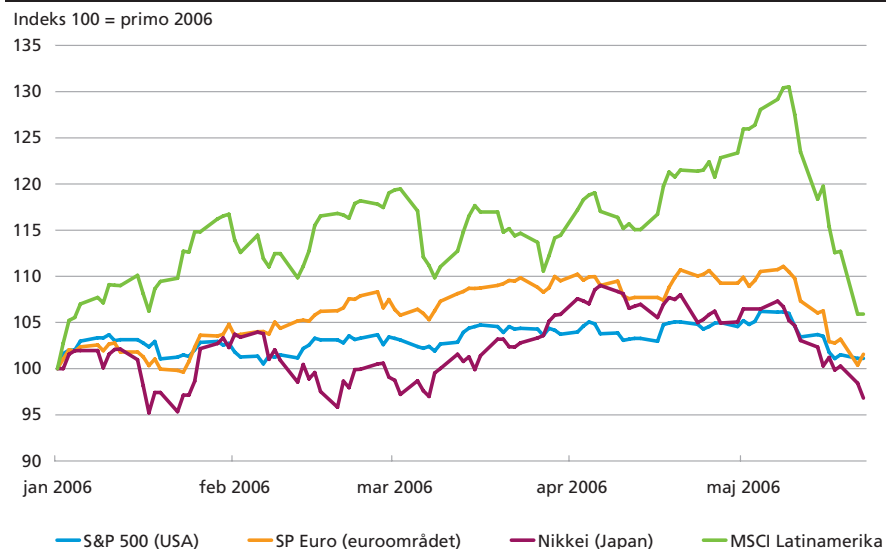
Anm.: Sidste observation er 23. maj 2006.

Kilde: EcoWin.

figur 2. Udviklingen afspejler især en øget usikkerhed på de finansielle markeder. Det vides i følge sagens natur ikke, om det stopper med den hidtidige, forholdsvis udramatiske, korrektion, eller om der er mere på vej.

UDVIKLINGEN I UDVALGTE AKTIEINDEKS

Figur 2

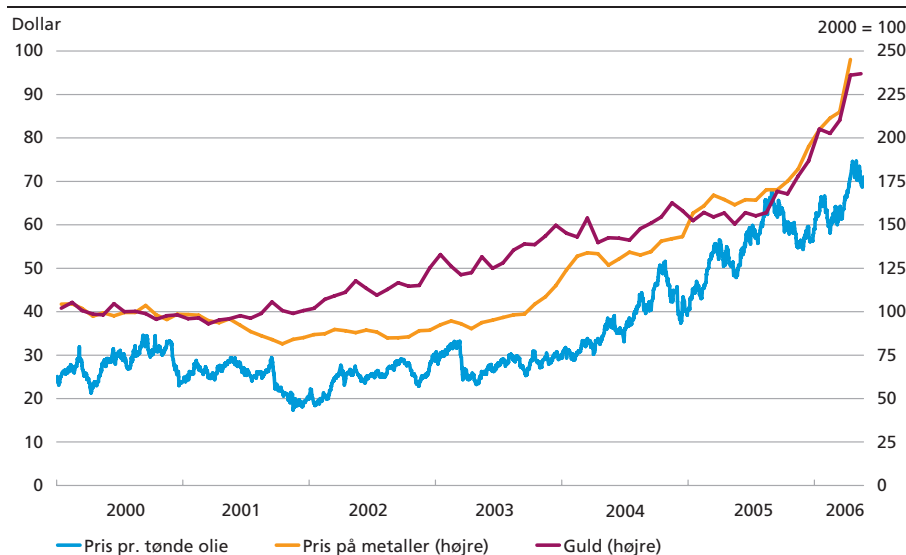


Anm.: Sidste observation er 23. maj.

Kilde: Bloomberg.

RÅVAREPRISER I US DOLLAR

Figur 3



Anm.: Sidste observation er maj for guldprisen, og april for prisen på metaller. Prisen på olie er baseret på daglige observationer, og sidste observation er 23. maj.

Kilde: EcoWin.

Væksten i verdensøkonomien har ført til en øget efterspørgsel efter metaller. Prisen på metaller er generelt steget kraftigt, men priserne er yderst volatile. Guldprisen opgjort i dollar er mere end fordoblet siden 2000, jf. figur 3. En medvirkende årsag har været, at bl.a. hedgefonde har investeret i guld i forventning om fortsatte prisstigninger.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

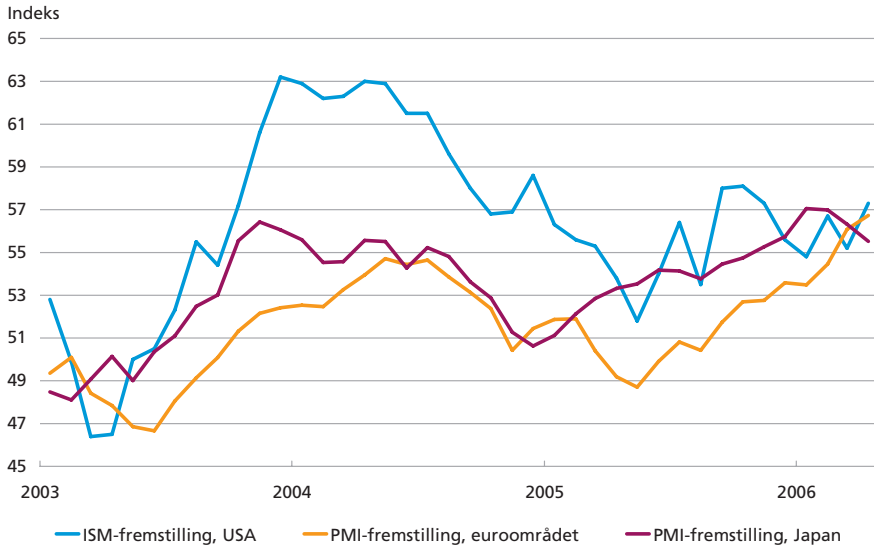
USA

Der er fortsat en stabil højkonjunktur i USA. BNP var i 1. kvartal 2006 3,5 pct. højere end året før. Det private forbrug steg i 1. kvartal 1,3 pct. i forhold til kvartalet før. Der var fremgang i beskæftigelsen, og arbejdsløsheden var i april 4,7 pct. Det er den laveste ledighed siden 2001. Også en fremadrettet indikator som ISM-indekset for fremstillingsvirksomhedernes vurdering af fremtidsudsigterne har i de seneste par måneder ligget højt på et niveau nogenlunde som i 2005, jf. figur 4.

Efter en lang periode med stigende huspriser har der i de seneste kvartaler været en afdæmpning i prisudviklingen på boliger, og ejendomsmarkedet er blevet mindre optimistisk. På længere sigt kan det være med til at reducere den forbrugsdrevne vækst. Udviklingen på boligmarkedet skal ses på baggrund af stramningerne af pengepolitikken siden midten af 2004.

ERHVERVSTILLIDEN I USA, EUROOMRÅDET OG JAPAN

Figur 4

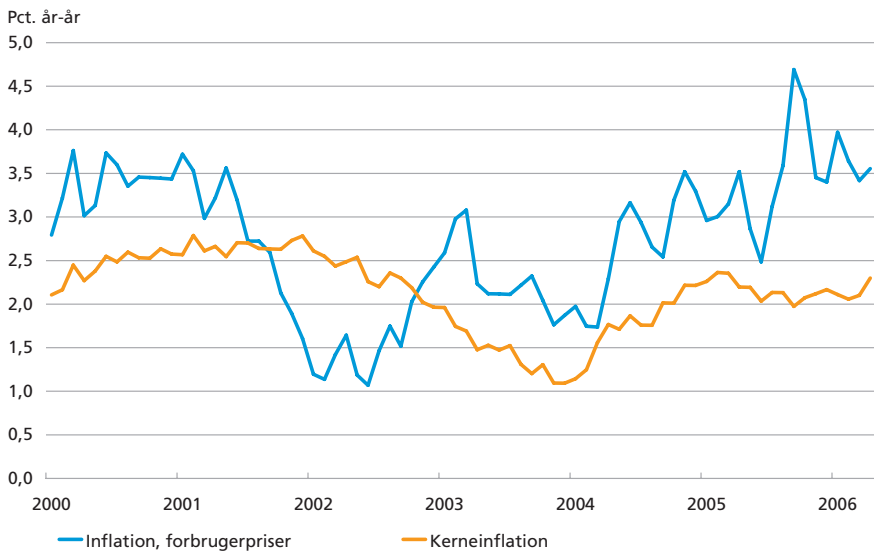


Anm.: ISM- og PMI-indeksene viser virksomhedstillid. Et tal over 50 angiver ekspansion og under 50 kontraktion.
Kilde: EcoWin.

Forbrugerpriserne var i april 3,5 pct. højere end i samme periode året før, jf. figur 5. Kerneinflationen, dvs. forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer, har i de seneste par år ligget stabilt på et niveau i overkanten

INFLATION I USA

Figur 5



Anm.: Kerneinflationen er defineret som forbrugerprisudviklingen ekskl. fødevarer og energi.
Kilde: EcoWin.

af 2 pct., men tog lidt til i marts og april. På trods af den gunstige udvikling på arbejdsmarkedet er der ikke tegn på større lønstigninger.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, fortsatte sine forhøjelser af den pengepolitiske rente på møderne i marts og maj med i alt 50 basispoint til 5,0 pct. Pressemeddelelsen i forbindelse med den seneste renteforhøjelse er af de fleste markedsdeltagere opfattet som et signal om, at rækken af pengepolitiske stramninger, i form af forhøjelser på 25 basispoint ved 16 møder i træk, kan være bragt til ophør. Det vil være den kommende tids udvikling i, og udsigter for, inflation og økonomisk vækst, der bestemmer, hvad de næste skridt bliver.

Underskuddet på den amerikanske handelsbalance var i 1. kvartal 2006 nogenlunde uændret i forhold til slutningen af 2005. De stigende renter indebærer, at USAs rentebetalinger til udlandet vil blive øget, da den amerikanske udlandsgæld i høj grad består af udlændinges beholdning af amerikanske statspapirer. Det stiller større krav til udviklingen på handelsbalancen i forbindelse med genopretningen af de eksterne ubalancer.

Euroområdet

Opsvinget i euroområdet blev lidt tydeligere i 1. kvartal 2006, hvor BNP var 2,0 pct. højere end året før.

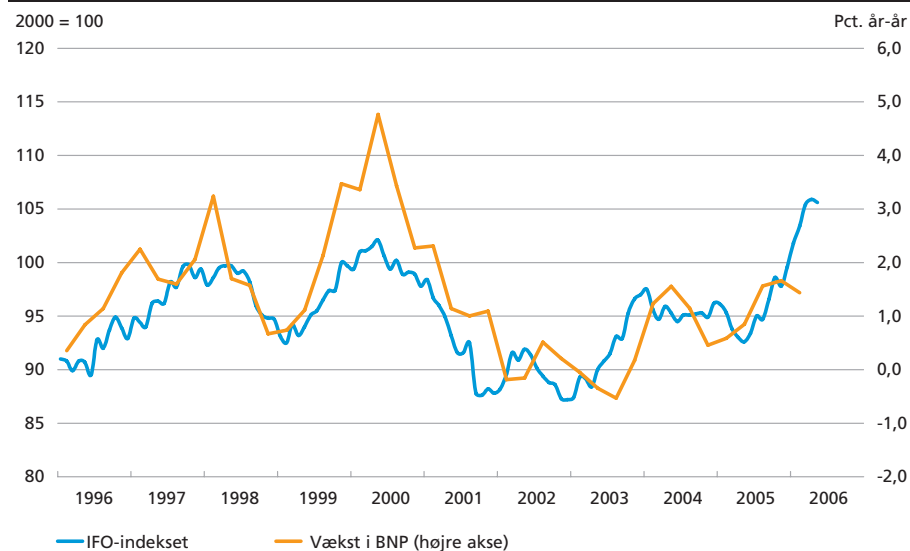
Forbrugertilliden har været nogenlunde uændret siden begyndelsen af 2006, men niveauet er højere end i 2005. Indtjeningen i virksomhederne er steget, og der er sket en forbedring af erhvervstilliden målt ved eksempelvis PMI-indekset for fremstillingsvirksomhed, jf. figur 4. Ledigheden i euroområdet har været faldende siden starten af 2005 og udgjorde godt 8 pct. af den samlede arbejdsstyrke i 1. kvartal 2006. Der er tegn på, at eksporten fra euroområdet er gået kraftigt frem i 1. kvartal 2006, ikke mindst i Tyskland og Frankrig.

Der er forskel i væksttempoet mellem de enkelte lande i euroområdet, specielt for det private forbrugs vedkommende. Forbrugertilliden i Tyskland er blevet væsentligt forbedret i 2006 sammenlignet med 2005, men det har endnu ikke slået ud i en markant stigning i det faktiske forbrug. Udviklingen i forbruget i Frankrig og Spanien har været betydelig mere positiv. Det tyske privatforbrug forventes dog ifølge konsensuskøn at stige sidst på året forud for momsforhøjelsen i januar 2007. Ifo-indekset, som angiver tysk erhvervstillid, har vist den højeste tillid til økonomien i 15 år, og industriproduktionen i Tyskland har været stigende siden midten af 2005, jf. figur 6. Der har gennem tiden været en betydelig samvariation mellem BNP og Ifo-indekset.

Opgjort efter national definition var ledigheden i Tyskland, over 11 pct. af den samlede arbejdsstyrke, men den faldende tendens i antallet af fuldtidsbeskæftigede er ophørt. Den samlede beskæftigelse har været

TYSK ERHVERVSTILLID OG BNP-VÆKST

Figur 6



Anm.: Sidste observation for BNP er 1. kvartal 2006, mens Ifo-indexet går frem til maj.

Kilde: EcoWin.

nogenlunde uændret i en årrække og er blevet holdt oppe af et øget antal deltidsjobs, herunder offentligt støttede lavtlønsjob. Det er helt centralt for væksten i Tyskland, og i euroområdet som helhed, at personer beskæftiget i støttede job efter nogen tid får et normalt fuldtidsarbejde. Det bidrager til en stabil indenlandsk efterspørgsel, en mere vedvarende vækst og bedre offentlige finanser.

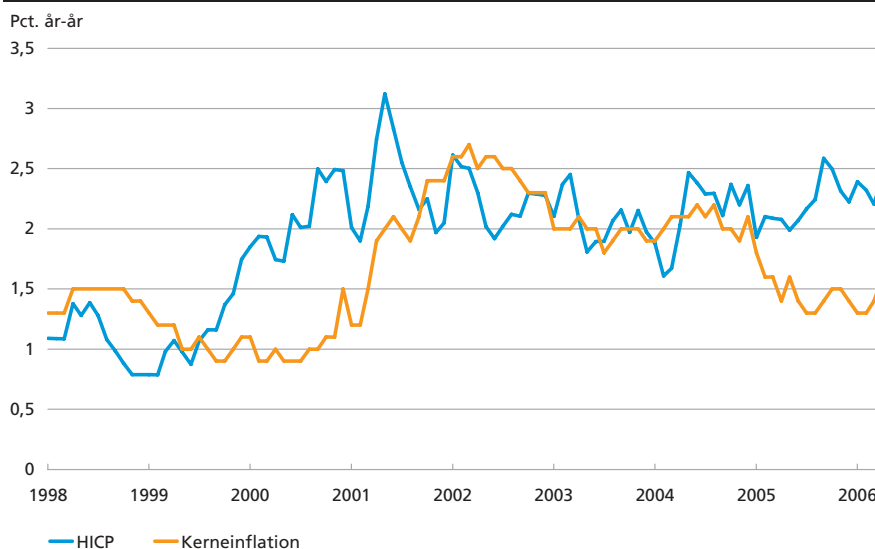
Ledigheden i Frankrig er kun en smule lavere end den tyske, og OECD har som led i bekæmpelsen af ledigheden anbefalet et mere fleksibelt fransk arbejdsmarked, herunder lavere mindsteløn og bedre muligheder for virksomhederne til at tilpasse beskæftigelsen til produktionen. Når det er vanskeligt at fyre medarbejdere, er virksomhederne tilbageholdende med at ansætte medarbejdere, når produktionen stiger, med det resultat, at den franske ungdomsarbejdsløshedsprocent er mere end dobbelt så høj som den gennemsnitlige arbejdsløshed. Den franske regering havde i marts fået en arbejdsmarkedsreform, der kunne bløde op for de stive strukturer, gennem parlamentet, men det førte til en udbredt uro i befolkningen. Den stærke modstand mod reformen fik præsidenten til at trække loven tilbage.

En række lande i euroområdet mangler fortsat en del i at opfylde stabilitets- og vækstpagtens kriterier, jf. artikel s. 59ff.

Forbrugerprisindekset for euroområdet, HICP, var i april 2,4 pct. højere end i samme periode året før, jf. figur 7. Prisudviklingen afspejler de

INFLATION I EUROOMRÅDET

Figur 7



Anm.: Kerneinflationen er defineret som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.

Kilde: EcoWin.

stigende energipriser. Forbrugerpriserne, ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, steg med 1,6 pct. år-til-år i april.

ECB besluttede 2. marts at hæve minimumsbudrenten med 25 basispoint til 2,5 pct. med henvisning til øget risiko for, at olieprisstigningerne ville sprede sig til andre områder i samspil med de forbedrede økonomiske vækstudsigter samt robuste vækstrater i pengemængde og udlån. De finansielle markeder forventer, at renteforhøjelsen vil blive fulgt af flere i løbet af dette år.

Japan og Kina

Den samlede produktion i Japan, målt ved BNP, var i 1. kvartal 2006 3,1 pct. højere end samme periode året før, og dermed fortsatte den positive udvikling fra 2005. Det var især eksporten, som steg i 1. kvartal, mens nettoeksportens bidrag til BNP-væksten var beskeden på grund af stigende import som følge af fortsat fremgang i den indenlandske efterspørgsel. Den bedre økonomiske situation afspejler sig bl.a. i, at faldet i priserne på erhvervsejendomme er ophørt. Forbrugerpriserne steg 0,4 pct. år-til-år i april 2006, og år-til-år stigningen har dermed været positiv siden januar. Den japanske centralbank besluttede i marts at bringe den kvantitative lempelse, som blev påbegyndt i marts 2001, til ophør. Centralbanken skiftede ved den lejlighed sit operationelle mål fra at vedrøre den korte pengemarkedsrente til at vedrøre de pengepolitiske modparters indestående i centralbanken, mens den korte rente blev sat til

nul.¹ I de kommende måneder vil banken reducere omfanget af sine likviditetstildelinger. Samtidigt har den japanske centralbank tilkendegivet, at pengepolitikken i fremtiden skal sigte mod en inflation på 0-2 pct. i årlig stigning, og at den pengepolitiske rente indtil videre fastholdes på nul. Det finansielle marked har indpriset, at den pengepolitiske rente bliver sat op første gang i løbet af efteråret, og renten på en 10-årig statsobligation er siden starten af 2006 steget fra 1,4 pct. til omkring 1,8 pct. i midten af maj.

Den kinesiske økonomi voksede fortsat kraftigt med omkring 10 pct. år-til-år i 1. kvartal 2006.

Den kinesiske centralbank hævede i april for første gang i 18 måneder den 1-årige udlånsrente fra 5,58 pct. til 5,85 pct. Samtidig udstedte centralbanken nogle retningslinjer til bankerne, som sigter mod at begrænse kreditgivningen til visse sektorer.

UK

BNP voksede i 1. kvartal med 0,6 pct. i forhold til kvartalet før, hvilket er på niveau med væksten i 2005, men stadig en del under stigningstakterne for 2003 og 2004. Detailomsætningen rettede sig efter et stort fald i januar, og en positiv udvikling i vareeksporten har trukket industriproduktionen op.

Forbrugerpriserne var i april 2,0 pct. højere end året før, mens kerneinflationen var 1,3 pct.

Sverige

Svensk økonomi er inde i et stærkt opsving, og beskæftigelsen er begyndt at stige. Der har endnu kun været en meget svag påvirkning af ledigheden, som i marts var 5,5 pct. af den samlede arbejdsstyrke.

Det private forbrug er blevet understøttet af fortsat høje boligprisstigninger.

Forbrugerpriserne steg i april 2006 med 1,5 pct. sammenlignet med året før, hvilket var mere end i de foregående måneder. Inflationen er dermed i målzonen for Riksbankens pengepolitik, som er en inflation på 2 pct. år-til-år +/- 1 pct.

Den svenske centralbank har siden årsskiftet hævet den toneangivende pengepolitiske rente to gange med i alt 50 basispoint. Med en rente på 2,0 pct. er pengepolitikken fortsat ekspansiv. Riksbanken begrundede renteforhøjelserne med, at den svenske økonomi var inde i et opsving. Endvidere har inflationen i de seneste år været holdt nede af en svag

¹ Se artikel af Niels C. Beier, Japans økonomiske krise og pengepolitikens muligheder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

vækst i importpriser og stærk produktivitetsvækst. Endelig har det meget lave renteniveau bidraget til kraftigt stigende boligpriser og høj vækst i udlån til husholdninger.

Norge

Også Norge er inde i et stærkt opsving. Arbejdsmarkedet strammede yderligere til i løbet af foråret, og ledigheden var 3,9 pct. i februar.

De norske forbrugerpriser steg 2,7 pct. år-til-år i april. Renset for effekten af afgifter og energipriser var inflationen 0,8 pct. i april, hvilket fortsat er under Norges Banks mellemfristede målsætning.

Norges Bank hævede i marts den pengepolitiske rente på indskud i centralbanken med 25 basispoint til 2,5 pct. Banken udtalte i forbindelse med renteforhøjelsen, at en stærk norsk økonomi krævede flere små, ikke for hyppige renteforhøjelser for at bringe renterne tilbage til et mere normalt niveau.

Island

Den islandske økonomi har været inde i et stærkt opsving, som har tiltrukket sig international opmærksomhed, men de seneste måneder har der været betydelig uro, jf. boks 1. Den islandske krone er siden nytår faldet mere end 20 pct. over for euro. Den islandske centralbank forhøjede den pengepolitiske rente med 75 basispoint i såvel marts som maj til nu 12,25 pct.

DANSKE PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Nationalbanken forhøjede 17. februar 2006 ensidigt udlånsrenten med 10 basispoint til 2,50 pct. Renteforhøjelsen skyldtes, at der i de første uger af februar havde været en betydelig udstrømning af valuta og heraf følgende tendens til svækkelse af kronen. Valutaudstrømningen var bl.a. en følge af, at danske institutionelle investorer købte udenlandske aktier og andre værdipapirer. Nationalbanken foretog i alt et nettointerventionssalg af valuta for 34 mia.kr. i februar. Renteforhøjelsen medførte, at valutabevægelserne igen kom i balance, og kronen stabiliseredes omkring centralkursen.

Nationalbanken fulgte ECBs renteforhøjelse 2. marts 2006 og forhøjede udlånsrenten fra 2,50 pct. til 2,75 pct. med virkning fra 3. marts. Diskontoen og foliorenten blev samtidigt forhøjet fra 2,25 pct. til 2,50 pct. Renteforhøjelsen var ventet i markedet.

Forud for renteforhøjelsen i marts indsatte en række penge- og realkreditinstitutter store beløb på deres foliokonti i Nationalbanken. Da dette medførte en overskridelse af den samlede ramme for indestående på

TURBULENS I ISLANDSK ØKONOMI

Boks 1

Island har siden medio februar været ramt af finansiell uro. Den islandske krone er blevet svækket, og kurserne på aktier, især bankaktier, er – efter nogle års hastig fremgang – faldet. Baggrunden er, at der er opstået bekymring om dels udviklingen i islandsk økonomi, dels de islandske bankers finansieringsgrundlag.

Islandsk økonomi har i de sidste tre år været gennem en meget stærk højkonjunktur. Drivkraften har været den indenlandske efterspørgsel, som løbende er accelereret og i 2005 voksede med 15 pct. Hovedfaktorerne har været store investeringer i aluminiumsværker, der skal udnytte Islands rigelige adgang til termisk energi, samt en fordobling af ejendomspriserne omkring Reykjavík siden 2002, der, understøttet af en mere liberal boligfinansiering, har stimuleret husholdningernes efterspørgsel.

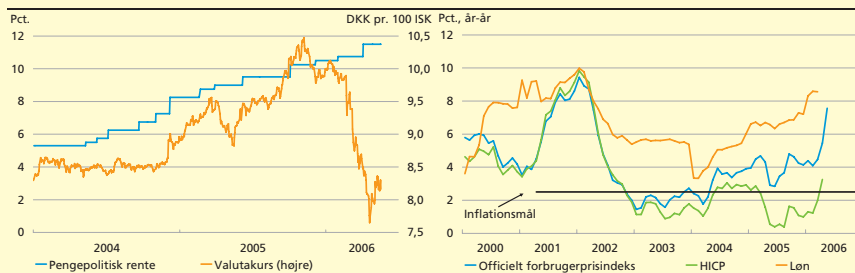
Trods en mærkbar stramning af pengepolitikken, jf. figuren (venstre), har økonomien i det seneste år vist stadig klarere tegn på overophedning. Underskuddet på betalingsbalancen voksede i 2005 til 16 pct. af BNP. Arbejdsmarkedet er blevet strammere. I 1. kvartal 2006 var ledigheden blot 1,2 pct. af arbejdsstyrken, og lønstigningstakten tiltog til over 8 pct. år-til-år. Endvidere har stigningen i det officielle forbrugerprisindeks i stadig højere grad oversteget Seðlabanki Íslands inflationsmål på 2,5 pct., jf. figuren (højre). En særlig behandling af boligposten i indekset har dog i væsentlig omfang bidraget hertil, og HICP er i de seneste år vokset mindre.

Parallelt med højkonjunktoren har forskellige islandske erhvervsgrupper foretaget betydelige opkøb af virksomheder i udlandet, ikke mindst i UK og Danmark. Opkøbene er i stor udstrækning blevet finansieret af islandske banker. Da bankernes indlån har været utilstrækkelige til at finansiere den store udlånsvækst, har de måttet låne på de internationale kapitalmarkeder. Som konsekvens heraf er en stor del af bankernes finansiering kortfristet.

Ubalancerne i økonomien fik i februar ratingbureauet Fitch til at udtrykke en vis bekymring for den islandske stats kreditværdighed. Efterfølgende kom der fokus på bankernes kortfristede låntagning, som risikerer at blive væsentligt dyrere efter refinansiering, og risikoen for, at økonomien kan være på vej i en recession. Revurderingen af islandsk økonomi og islandske banker førte til flere måneders svækkelse af kronen og fald i aktiekurserne. Medio maj var den islandske krone knap 20 pct. svagere end tre måneder tidligere, mens bankaktierne var faldet med 20-25 pct.

For at genoprette balancen må økonomien formentlig gennem en temmelig hård tilpasning. Det er Island imidlertid ikke uvant med. Økonomien har en høj fleksibilitet, så genopretningen vil næppe blive langstrakt, såfremt der føres en stabilitetsorienteret økonomisk politik.

UDVALGTE HOVEDSTØRRELSER I ISLANDSK ØKONOMI



Kilde: EcoWin.

folio, blev 9,1 mia.kr. af det samlede folioindestående konverteret til indskudsbeviser. Den samlede ramme er ca. 25 mia.kr. og er fordelt på foliorammer til de enkelte pengepolitiske modparter, jf. boks 2 i Nationalbankens Beretning og regnskab 2005. Nationalbankens folioramme-system har til formål at sikre, at de pengepolitiske modparter ikke opbygger store folioindeståender, der kan anvendes til spekulation i rente- og valutakursændringer.

De institutionelle investorer solgte i marts udenlandske obligationer til fordel for danske obligationer, mens købet af udenlandske aktier fortsatte, jf. boks 2. Nationalbanken intervererede ikke i valutamarkedet i marts, og interventionerne var ligeledes yderst begrænsede i april. Valutareserven var ultimo april 182,4 mia.kr.

De korte renter har fulgt udviklingen i Nationalbankens rentesatser. Den danske usikrede 3-måneders pengemarkedsrente var i midten af maj omkring 2,9 pct. mod 2,5 pct. i starten af 2006. Rentespændet korri-geret for forskelle i løbetider på en 10-årig dansk statsobligation i forhold til en tilsvarende tysk statsobligation lå på omkring 8 basispoint i midten af maj.

DANSK ØKONOMI

Opsvinget i den danske økonomi er fortsat med stærk vækst i investeringerne og et højt forbrug. Arbejdsløsheden er faldet med overraskende styrke i de seneste måneder til det laveste niveau i en meget lang årrække. Udviklingen har medført, at overskuddet på de offentlige finanser har været stigende, men til gengæld er overskuddet på betalingsbalancen reduceret i forhold til 2005. Såvel pris- som lønstigninger har været moderate i betragtning af den stærke vækst.

Økonomisk aktivitet og betalingsbalance

BNP målt i faste priser var i 4. kvartal 2005 stort set uændret i forhold til det foregående kvartal. Stagnationen skal ses i lyset af meget høje vækstrater i 2. og 3. kvartal 2005. I forhold til året før voksede BNP i 4. kvartal med 3,4 pct. Afdæmpningen af væksten i 4. kvartal 2005 afspejlede bl.a. et kraftigt fald i danskernes forbrug af tjenester, primært drevet af et fald i husholdningernes turistudgifter. Til gengæld var detailomsætningen meget stærk i 4. kvartal, og både detailomsætning og bilsalg steg yderligere en smule i 1. kvartal 2006. Forbrugertilliden har ligget meget højt de seneste måneder.

Det økonomiske opsving har med stor styrke bredt sig til investeringerne, og den høje år-til-år vækst i BNP i 4. kvartal 2005 skyldtes i høj grad, at de faste bruttoinvesteringer steg med mere end 10 pct.

INSTITUTIONELLE INVESTORERS KØB AF UDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER

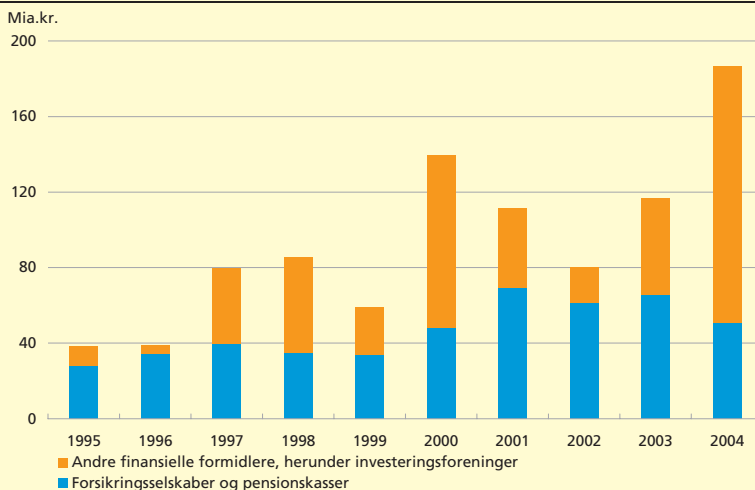
Boks 2

De institutionelle investorer forvalter betydelige formuer på især husholdningernes vegne. Ultimo 2004 udgjorde de institutionelle investorer (herunder forsikringselskaber, pensionskasser, investeringsforeninger, ATP og LD) samlede formue således mere end 2.200 mia.kr. Væksten i de institutionelle investorer formue kan principielt set henføres til husholdningernes nettoindbetalinger til pension, nettoplaceringer i investeringsforeninger samt kursreguleringer.

Stigningen i formuen, ekskl. kursreguleringer, giver et mål for de institutionelle investorer behov for nye placeringer. I perioden 2000-2004 har det årlige placeringsbehov svinget mellem 80 og 190 mia.kr., jf. figuren. Mens forsikrings- og pensionssektorens placeringsbehov har ligget relativt stabilt på 50-70 mia.kr., har der været større udsving i nettoindbetalingerne til investeringsforeningerne.

Indbetalingerne til pension har oversteget udbetalingerne i hele den statistikdækkede periode siden 1995, hvilket har givet anledning til betydelige placeringsbehov for forsikrings- og pensionssektoren. Nettoindbetalingerne til pension er en naturlig del af opbygningen af arbejdsmarkedspensionerne og vil fortsætte mange år endnu. Der er ikke på samme måde noget, der sikrer, at nettoindbetalingerne til investeringsforeningerne også fremadrettet vil være positive. Fx må konjunkturudviklingen og udviklingen i priserne på finansielle aktiver forventes at påvirke nettoopsparingen i investeringsforeninger.

INSTITUTIONELLE INVESTORERS PLACERINGSBEHOV



Anm.: Henholdsvis husholdningernes nettoformue i livsforsikrings- og pensionskasserreserver og andre finansielle formidlers udstedte aktier og andre ejerandelsbeviser, herunder investeringsforeningsbeviser (konsolideret).

Kilde: Danmarks Statistik, Nationalregnskabets finansielle konti.

De institutionelle investorer placerer deres midler i både danske og udenlandske aktiver med henblik på at opnå bedst muligt afkast under hensyntagen til risikoen og de regler for de institutionelle investorer placeringer, der er fastsat i lovgivningen. Gennem de senere år har de udenlandske obligationer udgjort en stadig stigende andel af de institutionelle investorer samlede obligationsbeholdning. Udenlandske aktiers andel af den samlede aktiebeholdning var stigende frem til 2000, men faldt noget tilba-

FORTSAT

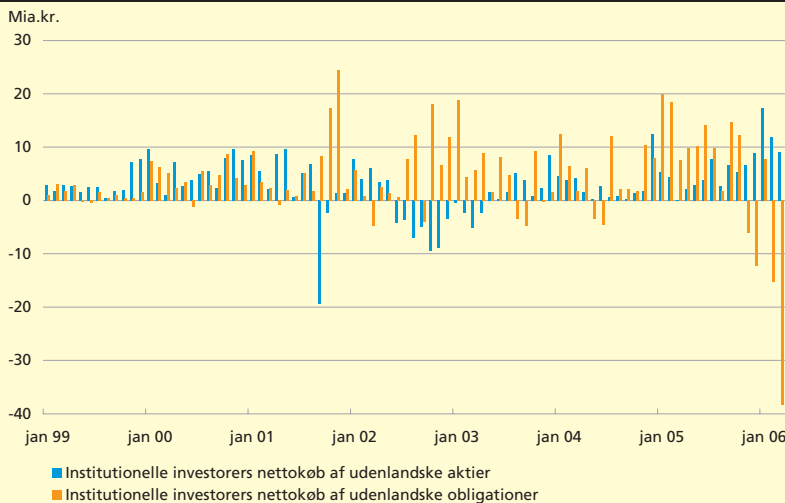
Boks 2

ge i 2002. Ultimo 2005 udgjorde udenlandske værdipapirer omkring 1/3 af de institutionelle investorers samlede beholdning af både aktier og obligationer.

Købet af udenlandske aktier nåede i 2005 netto nærmest op på samme niveau som i 2000, jf. figuren. Det danske aktiemarked havde generelt større kursstigninger end i bl.a. euroområdet i den første del af 2005, hvilket kan have tilskyndet nogle investorer til at vende sig mod udenlandske markeder med større stigningspotentiale. I første kvartal 2006 købte de institutionelle investorer udenlandske aktier for netto 38 mia.kr., hvilket er det største kvartalsvise nettokøb siden 1999.

De institutionelle investorers nettokøb af udenlandske obligationer var også betydeligt i 2005, jf. figuren. Det skal ses i lyset af, at det 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland faldt fra omkring 20 basispoint i efteråret 2004 til nul i maj 2005. I første kvartal 2006 tilbagesolgte de institutionelle investorer udenlandske obligationer for netto 46 mia.kr. samtidig med, at det 10-årige rentespænd til euroområdet igen blev positivt.

INSTITUTIONELLE INVESTORERS KØB AF UDENLANDSKE AKTIER OG OBLIGATIONER, NETTO



Anm.: Seneste observation er marts 2006. Institutionelle investorer omfatter sektorerne andre finansielle formidlere mv. (herunder investeringsforeninger) og forsikringselskaber og pensionskasser (herunder ATP fra januar 2005). Sektoren offentlig forvaltning og service – sociale kasser og fonde er medtaget indtil december 2004, fordi ATP tidligere lå i denne sektor.

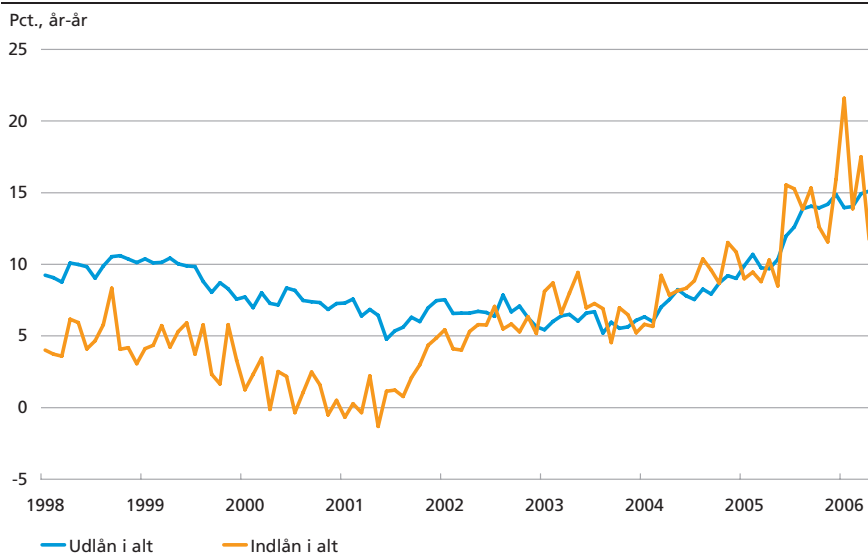
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Konsekvenserne af de institutionelle investorers køb af udenlandske værdipapirer for kronevalutamarkedet afhænger af, i hvilken grad valutakursrisikoen afdækkes. Der foreligger ikke umiddelbart tilgængelig statistik om investorernes afdækning af valutakursrisiko ved udenlandske porteføljeinvesteringer. Men tidligere empiriske analyser har fundet tegn på, at køb af udenlandske aktier påvirker kronekursen mere end køb af obligationer.¹ En mulig årsag er, at valutakursrisikoen ved aktiekøb afdækkes i mindre grad end ved obligationskøb.

¹ Se Jakob Lage Hansen og Peter Ejler Storgaard, Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2005.

UD- OG INDLÅN I ALT FRA PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 8



Anm.: Pengeinstitutternes ud- og indlån er inkl. ud- og indlån fra de udenlandske enheder.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Investeringerne i boligbyggeri var omkring 12 pct. højere i 4. kvartal 2005 sammenlignet med året før. Den stærke udvikling i byggeriet er fortsat i 2006 og kommer bl.a. til udtryk i form af stigende produktionsforventninger og arbejdskraftmangel i mange virksomheder.

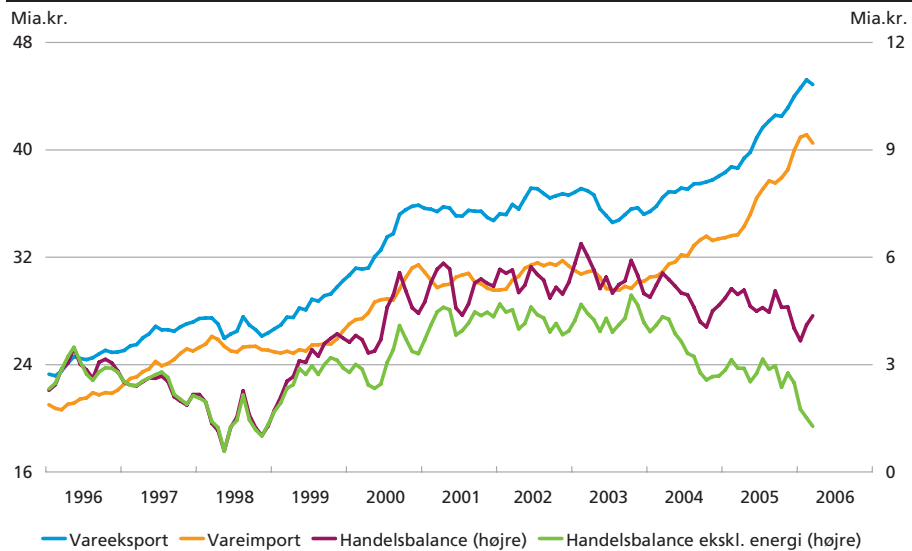
Også industriproduktionen voksede i de første tre måneder af 2006. Samtidig steg eksportordrerne, mens ordrerne fra hjemmemarkedet var lavere end i 4. kvartal 2005. Konjunkturbarometeret for april viste en lille afdæmpning i industriens forventninger, men også at flere virksomheder har mangel på arbejdskraft.

Den stærke vækst i forbrug og investeringer afspejlede sig i penge- og realkreditinstitutternes virksomhed. Udlånene steg fortsat kraftigt i de fire første måneder af 2006, jf. figur 8. Andelen af afdragsfri realkreditlån voksede og ligger nu på omkring en tredjedel af det samlede realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse. Andelen af lån med renteloft har ligeledes været stigende. Den kraftige udlånsvækst var sammenfaldende med en øget vækst i indlånene.

Betalingsbalancen viste et underskud på knap 6 mia.kr. i 1. kvartal 2006 mod et overskud på 2,4 mia.kr. i samme kvartal sidste år. Handelsoverskuddet voksede en smule i de første måneder af 2006, men hvis der ses bort fra energi, faldt overskuddet, jf. figur 9. Udviklingen afspejler især den stærke vækst i den indenlandske efterspørgsel, som førte til en stigende import af råvarer, investeringsgoder samt varer og tjenester til forbrug. Den svækkede betalingsbalance afspejler herudover nogle sær-

DANMARKS UDENRIGSHANDEL

Figur 9



Anm.: Sæsonkorrigeret, 3-måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik.

lige forhold. Således steg importen tilknyttet eksporten af søfragt kraftigt, men stigningen kan ikke anses for permanent. Eksportudviklingen har generelt været positiv som følge af stærkere vækst i mange europæiske lande.

Nationalbanken offentliggjorde i marts 2006 en revideret opgørelse af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet¹. Ultimo 4. kvartal 2005 var nettoformuen 36 mia.kr. Danmarks mellemværender med udlandet kom i balance i 2. kvartal 2005. Det er første gang i perioden efter 2. verdenskrig, at Danmark ikke har nettogæld til udlandet, jf. figur 10.

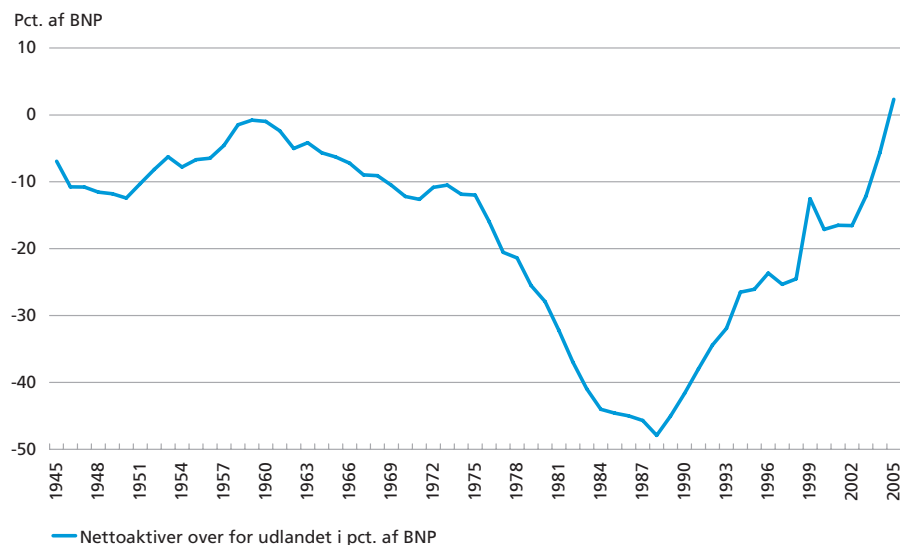
Inflation og arbejdsmarked

Trods det stærke økonomiske opsving og et stadigt strammere arbejdsmarked, jf. nedenfor, har både løn- og prisstigninger indtil nu været moderate. Der foreligger endnu ikke lønstatistik, som rækker ind i 2006, men i 4. kvartal 2005 var lønstigningerne i den private sektor 2,9 pct. sammenlignet med året før, dog lidt højere i byggefagene, hvor manglen på arbejdskraft er størst. Vurderingen af lønstigningerne er dog be- hæftet med en vis usikkerhed. Dansk Arbejdsgiverforenings detaljerede strukturstatistik for hele 2005 viser lidt højere stigninger end den nævn- te konjunkturstatistik, 3,6 pct. mod 2,8 pct. En af årsagerne til forskellen

¹ Publikationen *Finansiell statistik, Nyt*, Danmarks aktiver og passiver over for udlandet, 4. kvartal 2005 beskriver det nye kilde- og opgørelsesgrundlag.

DANMARKS NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 10



Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

er såkaldte uregelmæssige betalinger, som kan afspejle den gode konjunktursituation.

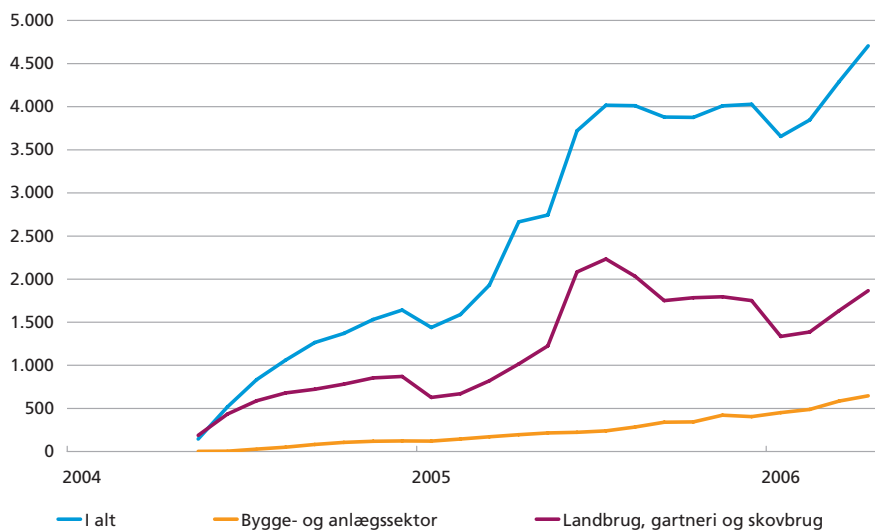
Der kan registreres et stigende antal arbejdstilladelser til arbejdstagere fra de østeuropæiske lande, der i maj 2004 blev optaget i EU, jf. figur 11. Den største gruppe er ansat inden for landbrug, gartneri og skovbrug. Gruppen af ansatte i bygge- og anlægssektoren er mindre, men klart stigende. Set i forhold til, at der er omkring 150.000 ansatte i bygge- og anlægssektoren, udgør ansatte fra de nye EU-lande dog fortsat en lille andel. Ud over de arbejdstagere, der er ansat i danske byggefirmaer, findes der omkring 1.700 personer, som er udstationeret fra østeuropæiske bygge- og anlægsfirmaer¹. Den politiske aftale, som fastlægger rammerne for anvendelse af arbejdskraft fra de nye EU-lande er blevet revideret i april 2006. Der er lavet en række ændringer, som gør det smidigere at rekruttere arbejdskraft fra disse lande.

Forbrugerpriserne er fortsat med at stige i underkanten af 2 pct. trods de høje oliepriser. Det harmoniserede forbrugerprisindeks var i april 2006 1,8 pct. højere end året før. Inflationen var således noget lavere end i euroområdet, hvor det tilsvarende indeks steg 2,4 pct. Også kerneinflationen, opgjort som stigningen i forbrugerpriserne, fraregnet energi og uforarbejdede fødevarer, er fortsat lavere end i euroområdet. I april var den danske kerneinflation 1,0 pct. ved sammenligning med året før. Den

¹ Jf. Analyse af EU-udvidelsens betydning for det danske arbejdsmarked, Arbejdsmarkedsstyrelsen, 22. november 2005. I analysen betones usikkerheden ved skønnet.

AKTIVE ARBEJDSSTILADELSER, NYE EU-LANDE

Figur 11



Anm.: I alt omfatter samtlige brancher. Det er ikke muligt at korrigere for sæson.

Kilde: Arbejdsmarkedsstyrelsen.

indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, som afspejler udviklingen i danske lønomkostninger og avancer for varer og tjenester til privatforbrug er svagt negativ¹. Det afspejler antageligt, at de stigende energi- og råvarepriser ikke er slået fuldt igennem over for forbrugerne svarende til, at virksomhederne umiddelbart har ladet stigende råvarepriser slå ud i faldende stykavancer. Som følge af den stærke aktivitet og den deraf følgende høje kapacitetsudnyttelse er det foreneligt med, at erhvervenes indtjening generelt er god.

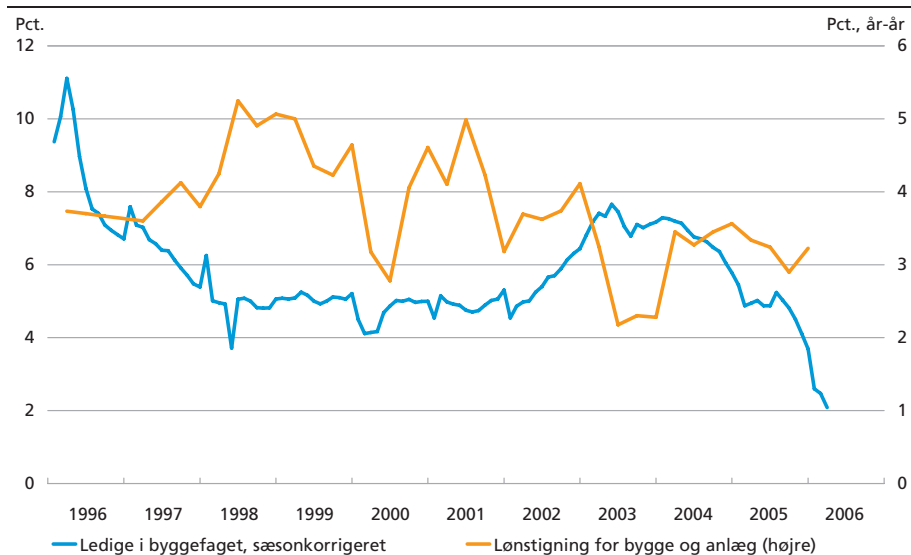
Pristigningerne på boligmarkedet fortsatte med stor styrke i 1. kvartal 2006. Således var priserne på parcel- og rækkehuse 24 pct. højere end året før. De senere års stigende realindkomster, den stærkt faldende ledighed, den lave inflation og de fortsat lave renter kan i hovedtræk forklare de stærke prisstigninger. Hertil kommer en påvirkning fra nye låneformer og fra skattestoppet, idet ejendomsværdiskatterne nominelt er fastfrosset, så stigende boligpriser ikke slår ud i højere ejendomsværdiskat. Fremadrettet vil rentestigningerne siden nytår dæmpe prisudviklingen.

Der er ikke tegn på, at kapitalgevinsterne på boligmarkedet i noget stort omfang er omsat i forbrug. Udviklingen i det private forbrug har ikke været meget stærkere end udviklingen i de disponible realindkomster. Kapitalgevinsterne på boligmarkedet har især aflejret sig som en stigende formue.

¹ For en mere udtømmende beskrivelse af IMI henvises til Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

LEDIGHED OG LØNSTIGNINGER FOR BYGGE- OG ANLÆG

Figur 12



Anm.: Opgørelsen omfatter medlemmer af følgende a-kasser inden for byggefagene: Blik og Rør, El-faget, Malersvende, Træ-Industri-Byg.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Arbejdsløsheden er den laveste i en meget lang årrække. Det lave niveau er i sig selv et stort gode, som har været muligt takket være arbejdsmarkedsreformer i de forudgående år. Udviklingen gør det realistisk at få nogle af de hidtidige marginalgrupper på arbejdsmarkedet i beskæftigelse. Den lave arbejdsløshed er dog ikke uden risikoelementer. Virksomhederne er begyndt at konkurrere om arbejdskraften ved at byde lønnen op, og der er tegn på generelle flaskehalsproblemer i den finansielle sektor og ikke mindst i bygge- og anlægssektoren, hvor ledigheden er blevet usædvanlig lav i 2006, jf. figur 12. Hvis disse tendenser forstærkes, og breder sig, til andre brancher, er der en reel risiko for, at de danske virksomheders konkurrenceevne forringes. Hvis det sker, kan det få alvorlige konsekvenser for produktion og beskæftigelse i de konkurrenceudsatte erhverv og dermed bredt forringe udsigterne for den fremtidige velstand.

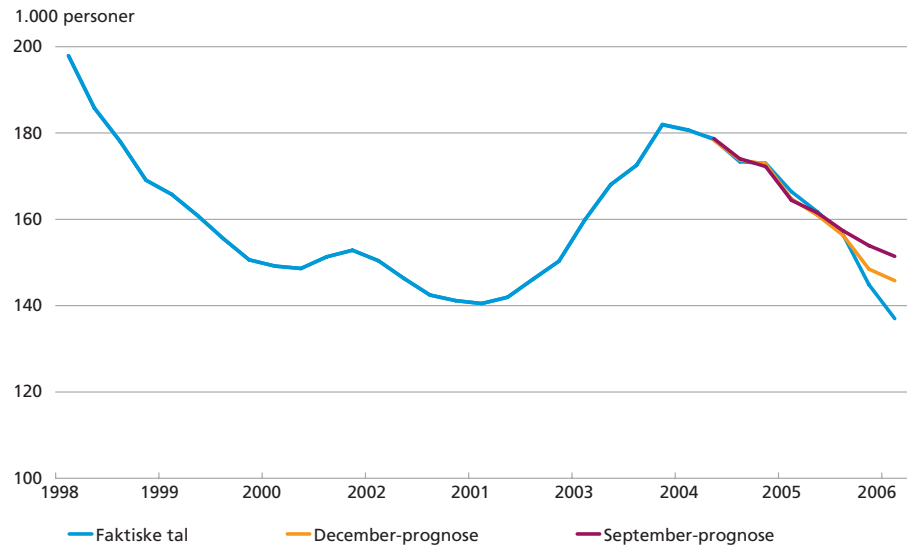
Faldet i arbejdsløsheden i de seneste måneder har været overraskende stærkt, jf. figur 13, som viser skøn fra Nationalbankens interne konjunkturanalyser fra september og december 2005 sammenholdt med den faktiske udvikling. I marts kom ledigheden ned på 4,8 pct. af arbejdsstyrken¹.

Risikoen for, at Danmark vil se et opadgående pres på lønninger og priser, er efter alt at dømme voksende. Kravene til den økonomiske poli-

¹ Efter EU-harmoniseret definition var ledigheden i marts 4,3 pct. af arbejdsstyrken.

FAKTISK OG TIDLIGERE SKØNNET ARBEJDSLØSHED

Figur 13



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

tik bør ses i dette perspektiv. Det er i den sammenhæng vigtigt at være opmærksom på, at den danske korte rente bestemmes af hensynet til valutakurspolitikken, og at skattestoppet begrænser de økonomisk-politiske instrumenter i øvrigt. Der stilles således ekstraordinært store krav om tilbageholdenhed med de offentlige udgifter i den aktuelle situation.

Holdbarheden af de lave lange renter

Allan Bødskov Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen, Jacob Wellendorph Ejsing, Handelsafdelingen og Michael Sand, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSION

Som opfølgning på Andersen, Hydeskov og Sand (2005), hvori årsagerne til de lave lange amerikanske renter blev beskrevet, gives i denne artikel en vurdering af holdbarheden af de lave lange renter. Siden offentliggørelsen af den forrige artikel er de lange renter steget, men niveauet er dog stadig lavt set i et længere perspektiv. Ud over faktorerne i den tidligere artikel diskuterer denne artikel også betydningen af stigende indtjening i de olieeksporterende lande.

I vurderingen af holdbarheden af det lave renteniveau skelnes mellem konjunkturrelle og strukturelle faktorer. Under den første gruppe henføres investerings- og opsparingsbeslutninger samt tidsvarierende risikopræmier. Den anden gruppe vedrører pensionsselskabers, asiatiske centralbankers og olieeksportørers køb af lange obligationer. Det vurderes overvejende sandsynligt, at de konjunkturmæssige faktorer samlet set vil trække i retning af lidt højere lange renter. Heroverfor står de strukturelle faktorer, herunder genvunden inflationsstabilitet, som har medvirket til at holde renterne på et lavt niveau.

KONJUNKTURELLE FAKTORER

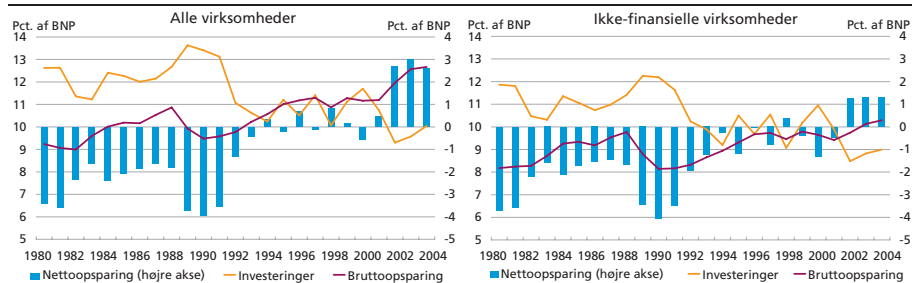
De lange renter påvirkes af en række konjunkturrelle/midlertidige og strukturelle/længerevarende faktorer. Under de konjunkturrelle faktorer kan henregnes investeringer i realkapital og en del af risikopræmien ved køb af lange nominelle fordringer.

Investeringer

I henhold til Andersen, Hydeskov og Sand (2005) ligger den globale investeringskvote lavt i betragtning af den globale BNP-vækst, hvorimod niveauet for den globale opsparing er mere normalt. Den relativt svage investeringslyst vurderes at have medført et fald i realrenten for dermed at skabe ligevægt mellem realiseret global opsparing og investering.

INVESTERINGSKVOTE, BRUTTOOPSPARING OG NETTOOPSPARING I G7-LANDE

Figur 1



Anm.: Tallene dækker Canada, Frankrig, Italien, Japan, Storbritannien og USA (ekskl. Tyskland da kun tal fra 1991). Bruttoopsparing er indtjening efter skat, nettorenter og dividender. Nettoopsparing er bruttoopsparing fratrukket investeringer. De finansielle virksomheder har siden begyndelsen af 1990'erne udvist et generelt tiltagende nettoopsparingsoverskud, som senest endte på 1,3 pct. af BNP i 2004. Alle tal er nominelle størrelser.
Kilde: IMF (2006).

Nye data fra IMF (2006) kan yderligere kvalificere dette argument. I løbet af de seneste år har virksomhederne i G7-landene opbygget et usædvanligt stort nettoopsparingsoverskud, jf. figur 1 (venstre). Opbygningen er drevet af ikke-finansielle virksomheder, som traditionelt overvejende har haft en negativ nettoopsparing, jf. figur 1 (højre).

Opsparingsoverskuddet i de ikke-finansielle virksomheder har flere forklaringer. IMF (2006) konkluderer, at overskuddet steg med 3 pct. i forhold til BNP i perioden 2000-2004. Heraf kan tre fjerdedele henføres til et fald i den nominelle investeringskvote bl.a. som følge af en tilpasning efter massive investeringer, fx i telesektoren. Faldet skal også ses i lyset af en langsigtet tendens til lavere priser på kapitalgoder – især IT – i forhold til et bredere prisindeks. Dermed kræves en mindre nominel investering for at opnå et givent reelt niveau. Det relative prisfald resulterer i, at den nominelle investeringskvote er faldet betydeligt mere end den reale, men også den reale investeringskvote er ifølge IMF faldet mere siden 2000 end forventet ud fra de faktorer, der normalt antages at drive investeringerne.

Den sidste fjerdedel af det øgede opsparingsoverskud skyldes, at overskuddene målt som indtjening efter skat og nettorenter er steget. Den generelt øgede profit i de ikke-finansielle virksomheder skyldes primært lavere skatter og renteudgifter og i mindre omfang øget bruttoindtjening. Fremgangen i bruttoopsparingen, som følge af stigende overskud, reduceres af vækst i udbetalingen af dividender.

Fremadrettet vurderes det overvejende sandsynligt, at den massive nettoopsparing i G7-landenes virksomheder ikke vil blive fastholdt. Fortsat gunstige globale konjunkturer skønnes at medføre et stigende kapacitetspres og deraf følgende øgede investeringer i virksomhederne. Da der samtidig ventes en næsten uændret opsparingslyst, er der udsigt til et

opadgående pres på de lange renter, desuagtet at flere forhold taler for en begrænset vækst i investeringerne. Teknologiske fremskridt ventes således at medføre fortsat lavere relative priser på kapitalgoder, hvilket vil dæmpe stigningen i den nominelle investeringskvote. I samme retning trækker en stadig udbygning af den mindre kapitalintensive servicesektor samt yderligere pengepolitiske stramninger i de største økonomier. Stigningen i renteudgifterne begrænses dog af, at de ikke-finansielle virksomheder har benyttet det lave renteniveau til at forlænge varigheden af deres gæld, og af, at gældsandelen samtidig er nedbragt.¹

Risikopræmier

Der er både en strukturel og konjunktuel komponent i risikopræmier. I Andersen, Hydeskov og Sand (2005) argumenteredes for, at den strukturelle komponent i risikopræmien på lange nominelle fordringer som fx 10-årige obligationer er faldet de senere år som følge af, at inflationsrisikoen er faldet. Således er langsigtede inflationsforventninger på et lavt og stabilt niveau, ligesom volatiliteten i faktiske inflationsrater de senere år har været noget lavere end i højinflationsperioden i 1970'erne og 1980'erne.

Den lave inflation og inflationsrisikopræmie medvirker til at forklare det generelt lave renteniveau og vurderes at være en faktor af mere permanent karakter, rodfæstet i den høje prioritet af inflationsbekæmpelse i de økonomiske politikker. Hertil kommer globaliseringseffekter, der medvirker til at begrænse inflationen – både direkte gennem billige importvarer og indirekte gennem øget international konkurrence.

Den lavere inflationsrisiko bidrager også til gennemsnitligt fladere rentekurver, da investorer ikke i samme grad som tidligere søger kompensation for inflationsusikkerhed ved investering i nominelle obligationer med lang løbetid, fx 10 år.

Selv om meget således taler for, at risikopræmien fremover er mindre, vil den dog sandsynligvis stadig variere en del over tid. Som illustration af tidsvarierende risikopræmie ses i boks 1 nærmere på kreditspænd, som er renteforskellen mellem en virksomhedsobligation med kreditrisiko, dvs. risiko for, at virksomheden ikke overholder sine forpligtelser, og en statsobligation uden kreditrisiko.

Konklusionen på analysen i boksen er, at de lange renter også fremover vil afhænge af konjunkturen gennem en konjunkturafhængig risikopræmie, men konjunkturpåvirkningen vil formentlig være reduceret, fordi den faktiske og forventede inflation varierer mindre end tidligere.

¹ En årsag til virksomhedernes store opbygning af kontantreserver kan være usikkerhed om effekten af ofte betydelige udækkede pensionsforpligtelser. Da sådanne forpligtelser ikke fremgår af regnskaberne, kan gældsandelen være kraftigt undervurderet (IMF, 2006).

KONJUNKTURAFHÆNGIGE RISIKOPRÆMIER

Boks 1

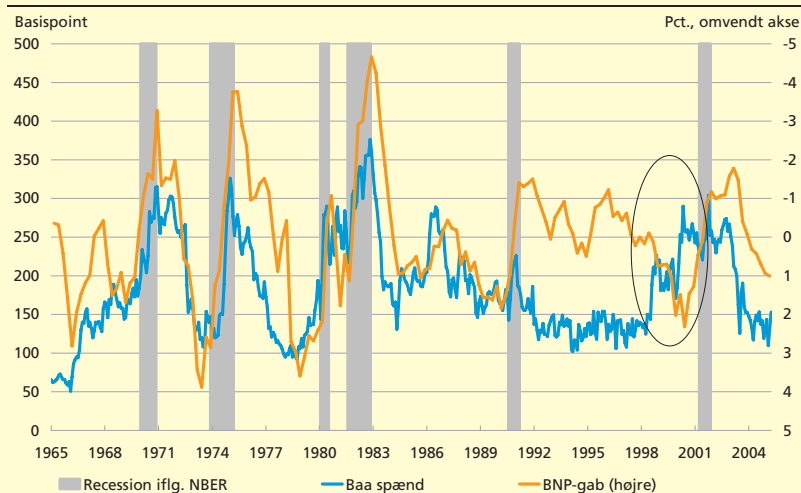
Hvordan risikopræmier varierer over tid træder tydeligt frem ved at betragte kreditspændet, dvs. forskellen mellem en virksomhedsobligation med kreditrisiko og en statsobligation uden kreditrisiko. Kreditspændet udtrykker dels et forventet tab ved at investere i en obligation med kreditrisiko, dels en kompensation for at påtage sig tabsrisikoen.

Figur 2 viser kreditspændet for et indeks for virksomhedsobligationer for en given kreditvurdering. Det betyder, at obligationerne i indekset kan antages at have en nogenlunde konstant tabsrisiko. Der kan dog forekomme mindre variationer i tabsrisikoen selv for en given rating, men undersøgelser viser, at udsvingene i kreditspændene er alt for store til at kunne forklares af ændret tabsrisiko (fx Berndt, Douglas, Duffie, Ferguson og Schranz, 2005).

Størstedelen af udsvingene i kreditspændet afspejler i stedet, at prisen på risiko varierer, dvs. den kompensation investorer kræver for at købe obligationer med en given kreditrisiko ændres over tid. Som det fremgår af figur 2, afhænger prisen på risiko i høj grad af konjunkturerne. Når det amerikanske BNP-gab stiger svarende til højere BNP-vækst end den potentielle indsnævres kreditspændene og omvendt. Sammenhængen er kun for alvor brudt i slutningen af 1990'erne og i begyndelsen af 2000'erne, men det tilskrives den russiske gældskrise og erhvervsskandalerne i USA. Sammenhængen afspejler, at investorernes risikovillighed er større under højkonjunktur, et forhold, der bekræftes i et nyt, grundigt studie af kreditspænd, jf. Amato og Luisi (2006).

KONJUNKTUR OG KREDITSPÆND

Figur 2



Anm.: BNP-gab er amerikansk BNP i forhold til trend (HP-filter).

Kilde: Moody's, EcoWin, NBER og egne beregninger.

Den konjunkturaafhængige risikopræmie trækker isoleret set i retning af lavere lange renter i en højkonjunktur, men til gengæld trækker højere pengepolitiske renter som følge af centralbankens normale reaktion på højkonjunktureren i retning af højere lange renter.

Den samlede konjunkturmæssige påvirkning af de lange renter er ikke entydig, men det vurderes, at udsigten til fortsat gunstige globale konjunkturer sandsynliggør et let opadgående pres på de lange renter som følge af stigende investeringslyst de næste par år.

STRUKTURELLE FAKTORER

Ud over de konjunkturbetingede faktorer bidrager ændrede strukturelle forhold også til overordnet set lave lange renter. Den vigtigste strukturelle ændring vurderes at være vedvarende lavere inflation med lavere risikopræmier til følge, jf. ovenfor.

Andre forhold af betydning vurderes at være:

- Den demografiske udvikling med stigende andel af ældre, kombineret med overgang til opsparingsbaserede pensionssystemer og ændret tilsynspraksis og nye regnskabsstandards for pensionsselskaber.
- Integrationen af Kina og det øvrige Sydøstasien i den globale verdenshandel har bidraget til globalt lavere inflation. Man kan tillade sig her at fokusere på Kina som den største økonomi i regionen (ekskl. Japan). Integrationen understøttes af den kinesiske fastkurspolitik, hvis udmøntning indirekte bidrager til det lave renteniveau.
- Højere oliepriser som følge af stigende global efterspørgsel efter energi. Det giver de olieproducerende lande et stort placeringsbehov.

Pensionsselskaber

Den demografiske udvikling med en stigende andel af ældre øger umiddelbart opsparingsincitamentet, og en øget udbredelse af fondsbaserede pensionssystemer får pensionsformuerne til at vokse i de vestlige lande i disse år. Da pensionsselskabernes forpligtelser har lang varighed, har pensionsselskaberne incitament til at investere i obligationer med lang varighed, og ændret tilsynspraksis og regnskabsregler øger dette incitament yderligere.

De nordeuropæiske lande især England, Holland og Danmark, og til dels også USA er relativt langt i processen både med hensyn til at få indført passende tilsynsregler og regnskabsstandards samt med hensyn til at opbygge pensionsformuerne, jf. tabel 1. Hvis det antages, at det tager omkring en generation at opbygge pensionsfondene, så pensionsindbetalingerne omtrent matcher pensionsudbetalingerne, så vil pensionsformuerne vokse i en årrække endnu. Dertil kommer, at nogle lande, fx i Sydeuropa, endnu har relativt små pensionsfonde. De kan forventes at vokse de kommende år.

Voksende pensionsformuer vil i mange tilfælde træde i stedet for anden opsparing. Derfor er effekten på den samlede opsparing mindre

PENSIONS- OG LIVSFORSIKRINGSSKABERS STØRRELSE I UDVALGTE LANDE

Tabel 1

2003-tal	Mia.dollar	Pct. af BNP
Belgien	90	37
Canada	501	69
Danmark	163	95
Storbritannien	2.004	128
Finland	33	25
Frankrig	813	57
Holland	539	129
Italien	258	22
Norge.....	58	31
Schweiz.....	497	186
USA	8.451	81
Total OECD	15.933	88

Anm.: Målt på deres totale aktiver i forhold til BNP. Da selskaberne kan have grænseoverskridende aktiviteter, er den nationale opdeling ikke nødvendigvis fuldstændig retvisende.

Kilde: OECD (2005).

end bruttobeløbene. Men under alle omstændigheder bidrager den del af opsparingen, der flyttes over i pensionsselskaber og dermed kommer under disses tilsyn og regnskabsregler, til at lægge et nedadgående pres på de lange renter, fordi selskaberne har behov for at afdække de lange pensionsforpligtelser ved køb af aktiver med lang varighed, herunder lange obligationer. De, der sparer op til pension uden om pensionsselskaberne, bidrager formentligt også til efterspørgslen efter varighed, fordi private også har interesse i at afdække deres renterisiko. Effekten er dog mere usikker, da der næppe er samme systematik i afdækningen fra private som fra pensionsselskaberne.

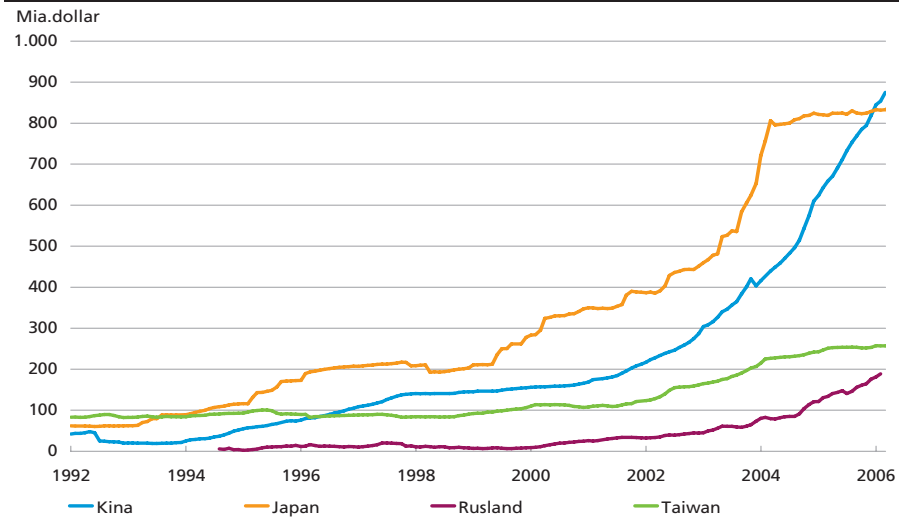
Kina

Som omtalt i Andersen, Hydeskov og Sand (2005) bidrager den massive reserveakkumulering i de asiatiske centralbanker – især den kinesiske – til de lave lange amerikanske renter, idet reserveerne i vid udstrækning bliver placeret i amerikanske statsobligationer. Reserveakkumuleringen har baggrund i flere forhold. De vigtigste er store betalingsbalanceoverskud kombineret med ønsket om en fast valutakurs over for dollar for at understøtte fortsat eksportdrevet vækst og som forsikring imod valuta-kriser efter den asiatiske valutakrise i 1997-98. Fastkurspolitikken udføres ved hjælp af interventioner på valutamarkedet, dvs. køb af især dollar mod kinesisk renminbi. Oven i kapitalinflowet fra handelsoverskuddet oplever især Kina meget store inflows som følge af store direkte udenlandske investeringer samt spekulative inflows på grund af en udbredt opfattelse af, at Kinas valuta er undervurderet.¹

¹ Roubini og Setser (2005) estimerer, at kun ca. 25 pct. af valutainflowet i 2004 vedrørte handelsoverskuddet, mod næsten halvdelen i andre, herunder spekulative, inflows.

UDVALGTE LANDES VALUTARESERVER

Figur 3



Kilde: EcoWin.

Kinas valutareserve er nu verdens største, jf. figur 3. Det giver anledning til at spørge, om der er grænser for, hvor stor Kinas valutareserve kan blive.

Interventionerne vil oftest forøge den indenlandske pengemængde, og det kan på længere sigt skabe inflation. Derfor opsuger den kinesiske centralbank en del af den skabte likviditet ved at sælge indskudsbeviser. Teknikken i såkaldt steriliseret intervention er beskrevet i boks 2.¹

De direkte omkostninger ved steriliseret intervention består i, at den kinesiske centralbank betaler den indenlandske kinesiske rente på de udstedte indskudsbeviser. Til gengæld modtager centralbanken den amerikanske rente på sine dollarinvesteringer. Da de kinesiske renter i øjeblikket er noget lavere end de amerikanske, bl.a. som følge af de meget store kapitalinflow, tjener den kinesiske centralbank på at have en stor valutareserve. Dermed adskiller den aktuelle situation i Kina sig noget fra den typiske situation i fx mange europæiske lande i 1980'erne, hvor renten i Tyskland var lavere end i de lande, der førte fastkurspolitik mod D-marken, fx Danmark.

Green (2005) har estimeret, at nettoindtjeningen på den kinesiske valutareserve i 2004 var i intervallet 11 til 18 mia. dollar, samt at kun omkring halvdelen af interventionerne i 2004 blev steriliseret. Når Kina ikke steriliserer alle interventioner, skyldes det, at en voksende pengemængde er med til at understøtte væksten i Kina, og at Kina har meget store uudnyttede arbejdskraftressurser, hvilket mindsker risikoen for, at den kinesiske inflation kommer ud af kontrol.

¹ jf. også Abildgren (2005).

STERILISERET INTERVENTION

Boks 2

I nedenstående tabel vises ændringerne i Kinas centralbanks balance ved steriliseret intervention.

Ved selve interventionen køber centralbanken 100 dollar fra fx en kinesisk eksportør mod renminbi, CNY, til en kurs på 8 CNY pr. dollar. Herved stiger valutareserven med 100 dollar, fx i form af et anfordringsindskud i en amerikansk investeringsbank. Efterfølgende bruges de 100 dollar til køb af en amerikansk statsobligation. Effekten af interventionen er, at eksportørens bank forøger sin nettostilling over for centralbanken med 800 CNY. Med andre ord stiger den indenlandske pengebase med 800 CNY ved interventionen.

Sterilisering foretages efterfølgende, idet centralbanken sælger indskudsbeviser til de pengepolitiske modparter for samme 800 CNY. Dette ophæver netop likviditetseffekten af interventionen, da likviditeten bindes i indskudsbeviser i stedet for at stå til rådighed for udlån gennem den pengepolitiske modpart.

PEOPLE'S BANK OF CHINA

Aktiver					Passiver				
	Interven- tion	Investe- ring	Sterilise- ring	I alt		Interven- tion	Investe- ring	Sterilise- ring	I alt
Valutareserven					Nettostilling				
USD indskud	+100 USD	-100 USD		0 USD	CNY indskud	+800 CNY		-800 CNY	0 CNY
USD statsobl.		+100 USD		+100 USD	Indskudsbeviser			+800 CNY	+800 CNY

Med de voksende beholdninger af dollaraktiver eksponerer Kina sig over for ændringer i kursen på renminbi vis-à-vis dollar samt over for amerikanske renteændringer, der påvirker kursværdien af amerikanske obligationer. Ved en større depreciering af dollar og/eller stigning i de amerikanske renter, lider den kinesiske centralbank et kapitaltab af anseelig størrelse, men det er dog næppe noget, der kan påvirke den samlede kinesiske økonomi.

Der er ikke umiddelbare tegn på, at den kinesiske valutakurspolitik er under stress ud fra rent økonomiske betragtninger. Inflationen er under kontrol og synes ikke at være truet, selv om den kinesiske økonomi vokser hurtigt. Desuden er der en direkte rentegevinst i disse år på den kinesiske valutareserve. På sigt kan det dog vise sig at være steriliseringsmulighederne, der sætter grænsen for, hvor længe Kina kan intervenere kraftigt uden at skabe risiko for indenlandsk inflation.

Presset på den kinesiske fastkurspolitik er i højere grad politisk. USA ser Kinas handelsoverskud som en konsekvens af en undervurderet renminbi. Derfor presser USA til stadighed på, for at få Kina til at mindske sit handelsoverskud vis-à-vis USA gennem en revaluering af renminbien. Kina ændrede i sommeren 2005 rammerne for fastkurssystemet, så der

tillades en gradvis revaluering af renminbi over for dollar. Siden ændringen er renminbien apprecieret omkring 3 pct. Med forbehold for den betydelige usikkerhed, der er knyttet til sådanne vurderinger, venter markedsdeltagere, at apprecieringen vil vare ved i ca. samme tempo. Desuden mener nogle observatører, at den kinesiske centralbank i højere grad vil diversificere sin valutakursrisiko ved øgede investeringer i værdipapirer denomineret i andre valutaer end dollar, herunder euro. Der kan allerede konstateres en tendens til, at de asiatiske centralbanker aftager en mindre andel af de udbudte papirer ved auktioner over amerikanske statsobligationer.

Alt i alt vurderes situationen med voksende valutareserver i ikke mindst Kina at være holdbar i den forstand, at sandsynligheden for et pludseligt bortfald af den kinesiske efterspørgsel efter amerikanske statsobligationer vurderes at være lille.

Olieeksportører

I takt med de seneste års kraftige olieprisstigning har olieeksportørerne opbygget betydelige betalingsbalanceoverskud, jf. figur 4 (venstre og højre). Eksempelvis var olieeksportørernes samlede betalingsbalanceoverskud i 2002 på niveau med udviklingslandene i Asien inkl. Kina og Indien.¹ IMF (2006) venter, at olielandenes overskud i 2006 bliver godt tre gange de asiatiske udviklingslandes.

Da opsparingstilbøjeligheden er højere i de olieeksporterende lande end i de olieimporterende lande, giver olieeksportørernes voksende placeringsbehov anledning til et nedadrettet pres på renterne. IMF vurderer, at den samlede effekt af placeringsbehovet på de lange amerikanske renter var 30-35 basispoint i 2005, et skøn der dog er behæftet med stor usikkerhed.

For at vurdere effekten på det globale renteniveau er det specielt olieeksportørernes placeringer i udenlandske finansielle aktiver, som er af interesse. Der er som udgangspunkt grund til at formode, at specielt OPEC-landene efterspørger dollardenominerede aktiver, idet hovedparten af disse fører fastkurspolitik over for dollar.²

Med undtagelse af den norske stats pensionsfond, hvis beholdninger er veldokumenterede, er data for olieeksportørernes porteføljer ganske sparsomme.³ De officielle tal for OPECs beholdning af amerikanske stats-

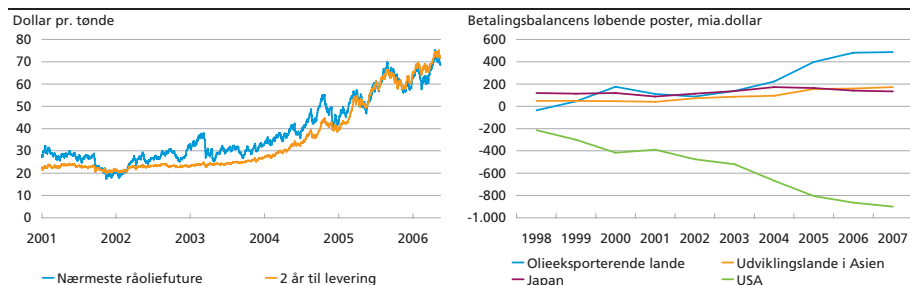
¹ De olieeksporterende lande defineres her som OPEC-landene (ekskl. Indonesien, som medregnes under udviklingslande i Asien), Norge og Rusland samt følgende lande, hvis vigtigste eksportvare er brændstof, jf. IMF (2006): Angola, Aserbajdsjan, Bahrain, Congo, Ecuador, Gabon, Oman, Sudan, Syrien, Trinidad og Tobago, Turkmenistan, Yemen og Ækvatorialguinea.

² Hertil kommer Rusland, som placerer hovedparten af sin valutareserve i dollar. Rusland annoncerede dog i 2005 en gradvis forøgelse af andelen af eurodenominerede aktiver.

³ Det tidligere *Statens petroleumsfond* skiftede i 2006 navn til *Statens pensionsfond – Utland* og forvaltes af Norges Bank. Fonden holder 20 pct. af sine aktiver i amerikanske obligationer, jf. Forvaltning av Statens petroleumsfond, 3. kvartal 2005.

OLIEPRIS OG EKSTERNE BALANCER FOR UDVALGTE LANDE

Figur 4



Anm.: Venstre: Oliepriser refererer til amerikansk WTI råolie handlet på NYMEX-børsen i New York. Højre: Tallene for 2006 og 2007 er IMF's skøn. Olieeksporterende lande inkluderer Rusland og Norge. Gruppen af udviklingslande i Asien er identisk med IMF's klassificering "Developing Asia", jf. IMF (2006), Statistical Appendix, s. 173, og inkluderer Kina og Indien.

Kilde: Bloomberg og IMF (2006).

obligationer er steget væsentligt mindre, end hvad et umiddelbart skøn tilsiger, jf. boks 3. Det kan bl.a. skyldes køb af andre aktiver end statsobligationer, samt at en vis del af købene sker indirekte gennem finansielle institutioner i fortrinsvis Storbritannien. En årsag hertil er, jf. IMF (2006), skærpede rapporteringskrav som følge af den amerikanske antiterrorlov.¹

En fortsat høj oliepris kombineret med en videreførsel af olielandenes hidtidige fastkurspolitik over for dollar taler i sig selv for betydelige fortsatte porteføljeinvesteringer i dollardenominerede finansielle aktiver. På den anden side betyder et investeringsefterslæb i de olieeksporterende lande og en befolkning, specielt i Mellemøsten, som er ung sammenlignet med OECD-landene, et pres for massive offentlige lokale realinvesteringer, jf. Cordesman (2005). Samlet vurderes det dog, at placeringsbehovet fortsat vil være stort, idet olieprisstigningen i høj grad er drevet af permanente faktorer, jf. artiklen s. 47ff, hvorfor renteeffekten forventes at vare ved.

De strukturelle, og dermed længerevarende, ændringer i den globale økonomi, der har præget udviklingen de senere år, bidrager alle grundlæggende til det lave renteniveau. Genvunden inflationsstabilitet kombineret med stor efterspørgsel efter lange fordringer fra såvel pensionskasser, centralbanker og olieproducerende lande sandsynliggør, at de lange renter vil forblive på et lavt niveau. Det betyder naturligvis ikke, at renterne vil være fuldstændigt stabile, og ikke mindst kan de lange renter sagtens fortsætte det seneste halve års stigende tendens trukket af den konjunkturmæssige udvikling, jf. ovenfor. Men større rentestigninger, fx i form af en tilbagevenden til niveauerne i 1970'erne og 1980'erne, anses for usandsynligt. Årsagen hertil er, at globaliseringen medvirker til at holde inflationen i skak, og at et sådan højrentescenarie

¹ Den såkaldte "USA Patriot Act", som blev forlænget i marts 2006.

HVOR BLIVER OLIEBILLIARDERNE AF?

Boks 3

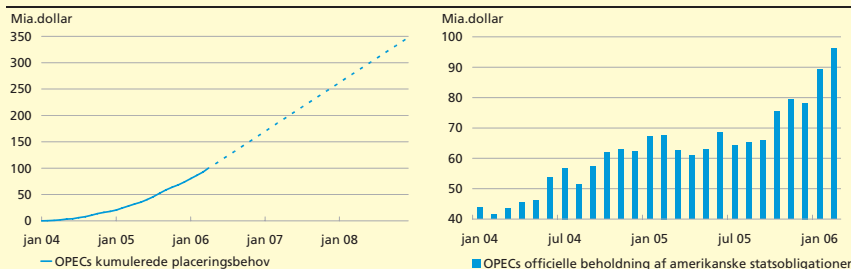
Trods de sparsomme data for omfanget af genplaceringen af olieindtægterne på de internationale kapitalmarkeder er det muligt under visse antagelser at lave et groft overslag over olieeksportørernes placeringsbehov. IMF (2006) anslår, at OPEC-landene holder omkring 60 pct. af deres reserver i dollardenominerede aktiver, og at denne andel ikke har ændret sig nævneværdigt i de seneste år. Hvis det endvidere lægges til grund, at olieprisen forbliver på det nuværende niveau omkring 70 dollar pr. tønde i de næste 2 år, samt at landene opsparer 50 pct. af merindtjeningen ved olieeksporten, kan der gives et overslag over olielandenes placeringsbehov i fremtiden.¹ I beregningen fastholdes OPECs eksport på det nuværende niveau omkring 22 millioner tønder pr. dag, svarende til knap 8 milliarder tønder pr. år.

Figur 5 (venstre) viser, at under disse forudsætninger vil OPEC-landene akkumulere dollaraktiver for i størrelsesordenen 95 mia.dollar pr. år, eller over 40 pct. af den anslåede årlige vækst i Kinas samlede valutareserve de seneste 2 år.² Hertil kommer indtægter fra salg af gas, som ikke indgår i beregningerne samt yderligere akkumulering i primært Rusland og Norge.

OPEC-landenes officielle beholdning af amerikanske statsobligationer er kun steget med godt 50 mia.dollar fra januar 2004 til februar 2006, jf. figur 5 (højre), mens den anslåede stigning i placeringsbehovet i samme periode har været omkring 85 mia.dollar. Ud over indirekte køb af værdipapirer gennem fx Storbritannien og upræcise forudsætninger kan forskellen mellem skønnet og det faktiske tal skyldes direkte investeringer, bankindsud eller køb af amerikanske erhvervsobligationer og aktier.³

OPECs AKKUMULEREDE PLACERINGSBEHOV SAMT BEHOLDNING AF AMERIKANSKE STATSobligationer

Figur 5



Anm.: Den anvendte oliepris er et simpelt gennemsnit af prisen på olietyperne WTI, Brent og Dubai Fateh. Tallene omfatter OPEC.

Kilde: Bloomberg, OPEC (2004) samt U.S. Treasury International Capital System og egne beregninger.

¹ Dette er på linje med markedsforventningerne, jf. artiklen s. 47ff.

² Tallet fremkommer som $7,88 \text{ mia. tønder pr. år} \cdot (70-30) \text{ dollar pr. tønde} \cdot 0,6 \cdot 0,5 = 95 \text{ mia.dollar pr. år}$, hvor 30 dollar pr. tønde er prisniveauet inden olieprisstigningen satte ind.

³ Storbritanniens officielle beholdning af amerikanske statsobligationer er steget knap 160 mia.kr. i perioden januar 2004 til februar 2006. Stigningen for Norge i perioden er 38 mia.kr.

fordrer tab af troværdighed hos de vigtigste centralbanker efterfulgt af en periode med løbsk inflation.

LITTERATUR

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

Amato, Jeffery D., og Maurizio Luisi (2006), Macro Factors in the Term Structure of Credit Spreads, *BIS Working Paper*, No. 203.

Andersen, A., Hydeskov, J. og M. Sand (2005), Hvorfor er de lange amerikanske renter lave?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Berndt, A., Douglas, R., Duffie, D., Ferguson, M. og D. Schranz (2005), Measuring Default Risk Premia from Default Swap Rates and EDFs, *Working Paper*, Stanford University.

Cordesman, A. H. (2005), Saudi Economics and Saudi Stability, *Research report*, August, Center for Strategic and International Studies, Washington DC.

Ejsing, J., Hydeskov, J. og P. Mindested (2006), Hvorfor er olieprisen steget?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Green, S. (2005), Making Monetary Policy Work in China: A Report from the Money Market Front Line, Stanford Center for International Development, *Working Paper*, No. 245.

IMF (2006), *World Economic Outlook*, April.

OECD (2005), *Pension Markets in Focus*, Issue 1, June.

OPEC (2004), *Annual Statistical Bulletin*.

Roubini, N. og B. Setser (2005), Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The risk of Hard Landing in 2005-2006, Artikel til symposiet "Revived Bretton Woods System: A new paradigm for Asian Development?", Federal Reserve of San Francisco og UC Berkeley, San Francisco.

Hollands økonomi det sidste årti

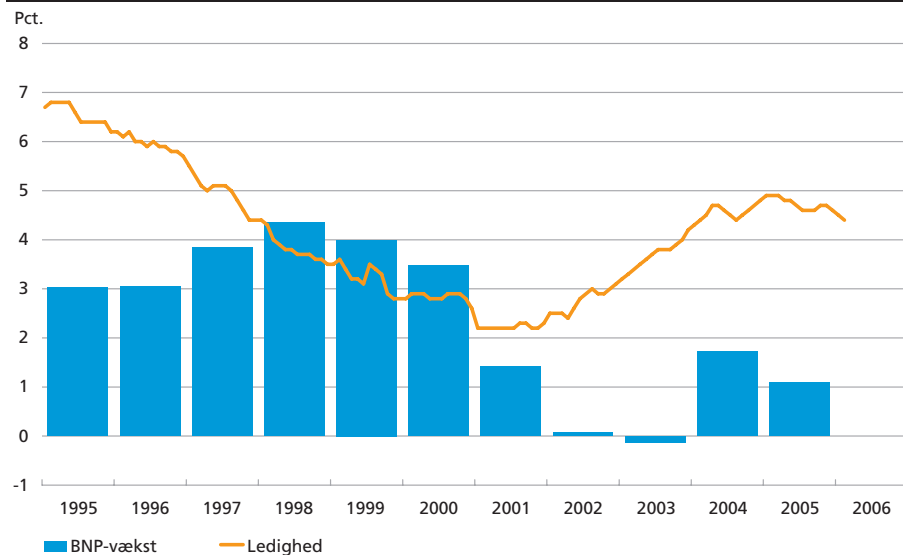
Niels C. Beier, Økonomisk Afdeling

Holland løb i begyndelsen af 2000'erne ind i økonomiske problemer. Væksten dykkede, de offentlige finanser blev drastisk forværret, og ledigheden steg, jf. figur 1. Problemerne opstod efter en stærk højkonjunktur i 1990'erne, hvor økonomien til sidst overophedede. Først for nyligt synes økonomien på vej op igen. Denne artikel forsøger at besvare to spørgsmål: 1) Hvorfor gik det galt?; 2) Hvilke erfaringer kan man drage?

Hollands erfaringer er relevante for Danmark, da de to lande på en række områder ligner hinanden. Inden eurosamarbejdets start førte Holland i mange år en succesrig fastkurspolitik. Begge lande er små økonomier med stor samhandel med udlandet og en stor offentlig sektor. Derudover er der løbende i begge lande blevet gennemført en række reformer, der især har styrket arbejdsmarkedet. I 1990'erne talte man om "den hollandske model" som særlig god til at skabe stabil vækst og høj beskæftigelse og på samme tid social sammenhængskraft. Det er en betegnelse, som i dag også bruges om dansk økonomi.

BNP-VÆKST OG LEDIGHED I HOLLAND

Figur 1



Anm.: EU-harmoniseret arbejdsløshedsprocent. Sidste observation for ledigheden er februar 2006.

Kilde: Eurostat og OECD *Economic Outlook* 78 database.

En af de væsentlige erfaringer vedrører finanspolitikken. Stik imod intentionerne forstærkede den *boom-bust*-forløbet. På toppen af højkonjunkturen gav man skattelettelser, fordi indtægterne var større end ventet. Da konjunkturerne vendte, blev den offentlige saldo efterfølgende voldsomt forværret. EU-traktatens 3-pct. grænse blev overskredet, og man måtte midt under nedturen stramme op. Styrken af opsvinget og de offentlige finanser blev fejl vurderet. Merindtægterne burde være brugt til at reducere gælden, så man havde bevaret et vist råderum.

Artiklen er kronologisk bygget op: Først gennemgås *boom*-perioden i 1990'erne. Dernæst betragtes *bust*-perioden i 2000'erne. Inden den aktuelle situation kort skitseres, diskuteres finanspolitikken mere grundigt. Til sidst afsluttes og konkluderes.

HØJKONJUNKTUR I ANDEN HALVDEL AF 1990'ERNE

Det langvarige opsving var ikke kun et resultat af favorable kortsigtede konjunkturf forhold. Man høstede også frugten af et langt, sejt træk fra 1982 og frem. Her omlagde man den økonomiske politik.

Det seje træk fra 1982 og frem – "den hollandske model"

Som en række andre lande var Holland i begyndelsen af 1980'erne i krise. Ledigheden var tårnhøj, konkurrenceevnen elendig, og de offentlige finanser samt betalingsbalancen var i rødt. Krisen nødvendiggjorde et skifte i den økonomiske politik.

Omdrejningspunkterne for den ny politik var stabilitet, reformer og løntilbageholdenhed. Stabilitetsorienteringen udmøntede sig bl.a. i en styrkelse af fastkursregimet fra 1983 over for den største samhandelspartner, Tyskland. Regimet viste sig yderst troværdigt og holdbart. Reformerne sigtede mod et mere fleksibelt arbejdsmarked og en genopretning af de offentlige finanser. Det skete via stramninger af arbejdsmarkeds- og velfærdsordninger, der styrkede incitamenterne til beskæftigelse. Derudover ønskede man at nedbringe størrelsen af den offentlige sektor. Både de offentlige udgifter og indtægter skulle nedbringes, sidstnævnte gennem skattelettelser og reduktion af virksomhedernes sociale bidrag. Det bidrog også til accept af den lønmoderation, der i første omgang blev aftalt af arbejdsmarkedets parter i 1982.¹ På den ene side gik fagforeningerne med til øget brug af deltidsansatte og løntilbageholdenhed, mens arbejdsgiverne på den anden side gik med til nedsættelse af arbejdstiden.

¹ Wassenaar-aftalen, opkaldt efter byen, hvor arbejdsgiverforeningens formand boede.

Det skal understreges, at reformerne fortsatte i de følgende år, også gennem 1990'erne. Overordnet set skete det med bred tilslutning i samfundet.

Resultaterne udeblev ikke. Beskæftigelsen og erhvervsdeltagelsen steg i takt med øget fleksibilitet på arbejdsmarkedet og genopretning af konkurrenceevnen, jf. figur 2. Et samtidigt markant fald i arbejdsløsheden betød, at man begyndte at omtale den førte politik som "den hollandske model" – ikke mindst i 1990'erne, hvor høj vækst tilsyneladende gik hånd i hånd med lav inflation og arbejdsløshed, jf. bl.a. figur 1.

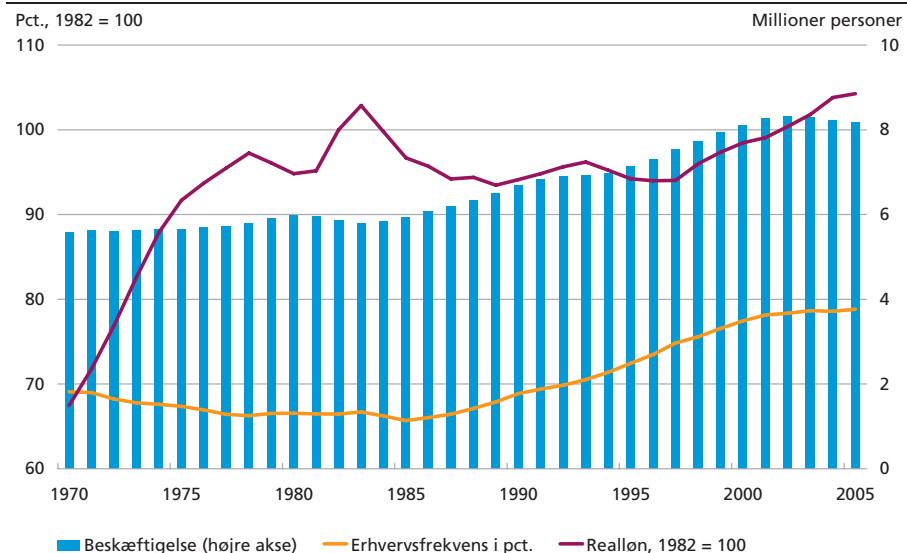
Stort set alle kortsigtede konjunkturforhold var ekspansive i 1995-2000

Efter flere års moderat lønudvikling var konkurrenceevnen i top i midten af 1990'erne. Det blev forstærket af en svækkelse af først D-mark, siden euro over for dollar, og hollandske virksomheder vandt markedsandele. Samtidigt var udlandets efterspørgsel generelt høj. Især den amerikanske økonomi havde en række gyldne år, hvilket trak den globale økonomi frem. I 1999-2000 var der desuden et kort opsving i euroområdet. Det styrkede yderligere udlandets efterspørgsel efter hollandske varer.

Samlet set udviklede eksporten sig stærkt i perioden 1995-2000. Det medvirkede til at sætte en god spiral i gang. Virksomhederne investerede og øgede beskæftigelsen, hvilket smittede af på forbrugernes indkomster, deres tillid til fremtiden – og dermed deres efterspørgsel.

BESKÆFTIGELSE, ERHVERVSFREKVENNS OG REALE LØNOMKOSTNINGER

Figur 2



Anm.: Reale lønomkostning er *gross hourly earning in the business sector* deflateret med forbrugsdeflatoren. 2005 er OECDs skøn. Den danske erhvervsfrekvens har i en række år ligget stabilt i underkanten af 82 pct.

Kilde: OECD *Economic Outlook* 78 database.

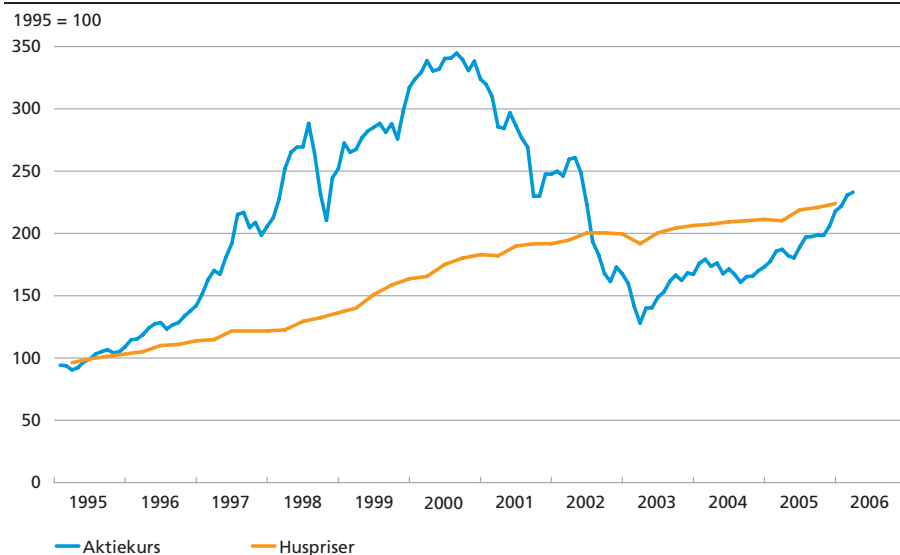
Til trods for den gunstige udvikling i eksporten var det især en ganske kraftig udvikling i investeringerne og det private forbrug, der lå til grund for det langvarige opsving. Ud over fremgang i beskæftigelsen og solide stigninger i de reale disponible indkomster blev det private forbrug stimuleret af ekstraordinært store formuegevinster.

Boligmarkedet boomed, jf. figur 3. Huspriserne steg i løbet af en 7-årig periode med 100 pct. Baggrunden var, ud over de stigende indkomster, lempelige finansielle forhold og innovation på markedet for boligfinansiering. I europæisk sammenhæng er dette marked velfungerende. Der udbydes en række forskellige produkter, herunder mulighed for belåning af friværdis. I 1990'erne skete der en udvidelse af produktpaletten, ligesom der skete ændringer i beregningsgrundlaget. Før indgik kun den primære indkomst i husholdningen, men i løbet af 1990'erne begyndte man at tage hensyn til den anden indkomst. Derved voksede beregningsgrundlaget. Virkningen af de gunstige fundamentale forhold var kraftige prisstigninger, der i 1999 nåede 20 pct. Boligejerne udnyttede den voksende friværdi, og forbruget gik langt hurtigere i vejret end de disponible indkomster i denne periode.

Aktiemarkedet blev mere end tredoblet fra 1995 til 2000, jf. figur 3. Forbrugernes finansielle formue (inkl. pensionsopsparing) steg fra 181 pct. af BNP i 1995 til 225 pct. i 1999. Ud over den direkte formueeffekt betød høje afkast, at pensionselskaberne satte indskydernes pensions-

AKTIEKURS OG HUSPRISER I HOLLAND 1995-2006

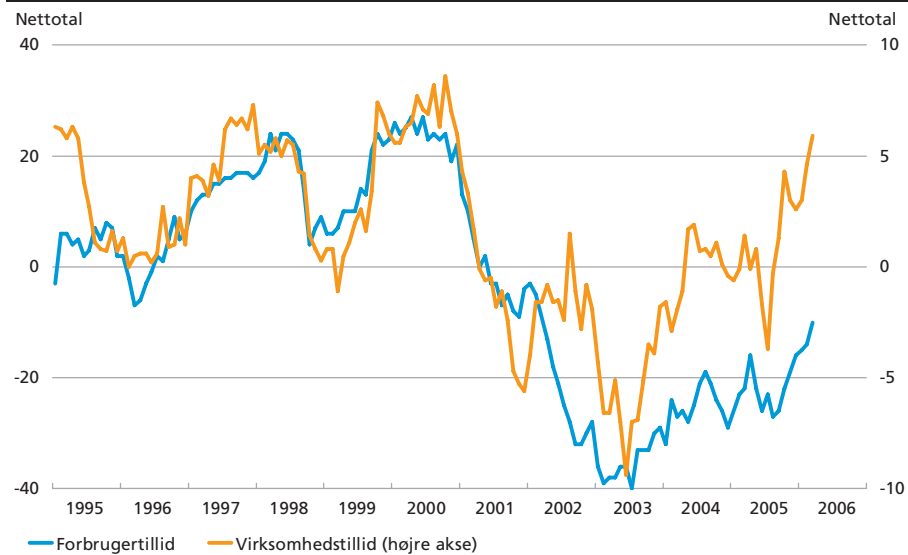
Figur 3



Anm.: Sidste observation er marts 2006 for aktiekursen og 4. kvartal 2005 for huspriserne.
Kilde: EcoWin.

FORBRUGER- OG VIRKSOMHEDSTILLID

Figur 4



Anm.: Sidste observation er marts 2006.
Kilde: EcoWin.

bidrag ned. Det løftede de disponible indkomster yderligere og forstærkede konjunktoren.

De finansielle forhold var lempelige. Med en fast valutakurs over for D-mark afspejlede renteniveauet i 1995-98 i højere grad den afdæmpede udvikling i Tyskland efter genforeningsboomet. Under euroområdet opsving i 1999-2000 satte ECB renten i vejret. Med den forsinkelse pengepolitikken normalt virker, blev den fulde effekt af dette først følt, da økonomien var på vej ned, jf. nedenfor, mens den direkte effekt af øget europæisk efterspørgsel slog igennem med det samme. I lyset af de lempelige finansielle forhold var det vigtigt, at finanspolitikken ikke stimulerede økonomien. Efterfølgende blev det dog klart, at finanspolitikken ikke havde været stram nok. Dens rolle behandles særskilt nedenfor.

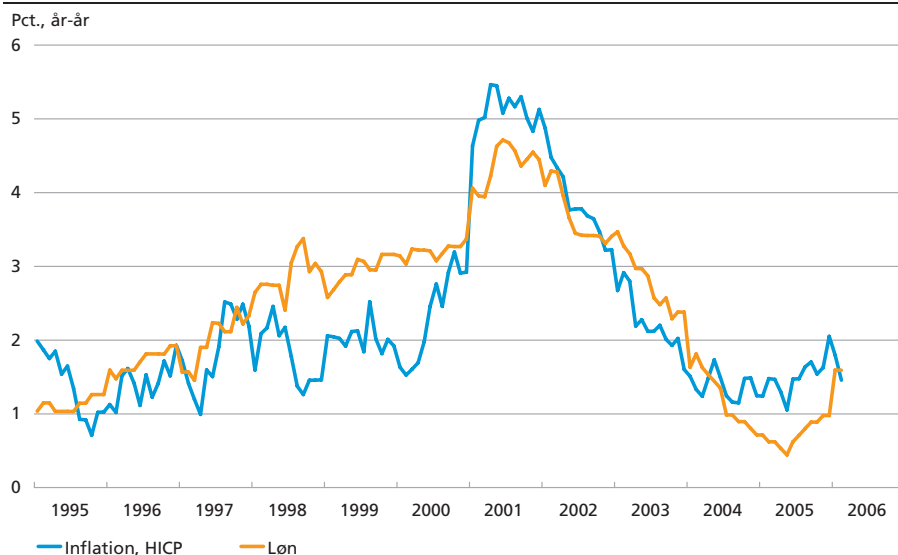
Alt i alt blev 1990'ernes opsving særdeles kraftigt og langvarigt, da stort set alle konjunkturforsvar var ekspansive på samme tid. Især privatforbruget voksede under indflydelse af ekstraordinære formuegevinster. Såvel forbrugernes som virksomhedernes tillid var i top, jf. figur 4, og ledigheden faldt til et lavt niveau. Opsvinget blev selvforstærkende, indtil inflationen endelig tiltog, og de globale konjunkturer vendte.

ØKONOMISK NEDTUR I 2000'ERNE

Efter de gyldne år bød 2000'erne på overophedning og en hård landing. Stort set alle de faktorer, der havde trukket økonomien op, ramte nu på

PRIS- OG LØNUDVIKLING

Figur 5



Anm.: Der er anvendt den i EcoWin tilgængelige serie for lønningerne, hvor der er data ind i 2006. Andre mål for virksomhedernes lønomkostninger, fx de tilgængelige data i OECDs *Economic Outlook 78* database eller opgørelsen i De Nederlandsche Banks Årsberetning for 2004, viser samme kvalitative forløb. Kvantitativt er lønstigningstakterne højere i disse andre serier. Sidste observationer er februar 2006.

Kilde: EcoWin og Eurostat.

samme tid med modsat fortegn. Først og fremmest blev konkurrenceevnen kraftigt forværret. Det stramme arbejdsmarked udløste en accelererende løn- og prisudvikling i 2001-02, jf. figur 5 og 6. Det blev forstærket af en generel dollarsvækkelse – og dermed eurostyrkelse – der fulgte den økonomiske afmatning i USA i 2001-02. Afmatningen var et globalt fænomen, og kombineret med forværringen af konkurrenceevnen gik det hårdt ud over eksporten og virksomhedernes indtjening.

Samtidigt raslede de globale aktiemarkeder ned, og de hollandske huspriser fladede ud, jf. figur 3. Dermed forsvandt en betydelig vækstimpuls til det private forbrug. Forbrugernes finansielle formue skrumpede ind fra 225 pct. af BNP i 1999 til 167 pct. i 2003. Faldet blev afbødet af den bløde landing på boligmarkedet – der utvivlsomt blev hjulpet godt på vej af rentefaldet i 2002-04.

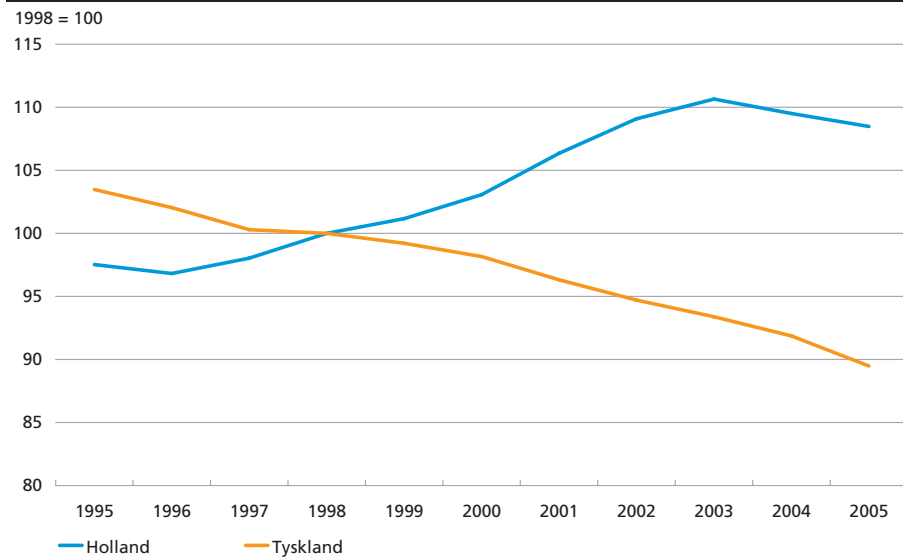
Aktie- og rentefaldene bidrog til, at de hollandske pensionselskaber kom i solvensproblemer. Selskaberne måtte sætte bidragene i vejret – et forhold der påvirkede forbrugernes disponible indkomster negativt og igen forstærkede nedturen.¹

Facit blev en kraftig opbremsning i det private forbrug og et fald i virksomhedernes investeringer. Tilliden dykkede, arbejdsløsheden steg, og en negativ spiral blev sat i gang.

¹ Bidraget blev sat i vejret i størrelsesorden 4 pct. – fra ca. 10 pct. af lønindkomsten til ca. 14 pct.

ENHEDSLØNOMKOSTNINGER I FORHOLD TIL EUROOMRÅDET

Figur 6



Anm.: En stigning angiver, at enhedslønomkostningerne er vokset hurtigere end i euroområdet (konkurrenceevneforværring) og vice versa. 2005 er OECDs skøn.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* 78 database.

Den høje inflation i 2001-02 skyldtes især accelererende lønninger, men engangseffekter bidrog også. I 2001 blev momsen sat op fra 17½ til 19 pct. Ifølge den hollandske centralbank, De Nederlandsche Bank, løftede det inflationen med ca. 3/4 pct. Ligeledes blev eurosedler og -mønter indført i 2002. Hollandske virksomheder benyttede overgangen til at justere priserne op for en række varer og tjenesteydelser. Effekten på inflationen var i størrelsesorden 0,6 pct.¹ Som det fremgår af figur 5, var pris- og lønudviklingen dog klart tiltagende allerede inden årsskiftet 2000-01. Det demonstrerer blot den velkendte pointe, at et inflationært pres viser sig med forsinkelse, hvis efterspørgslen bliver stærk nok. Og som længden af nedturen viser, kan det tage lang tid at arbejde ud.

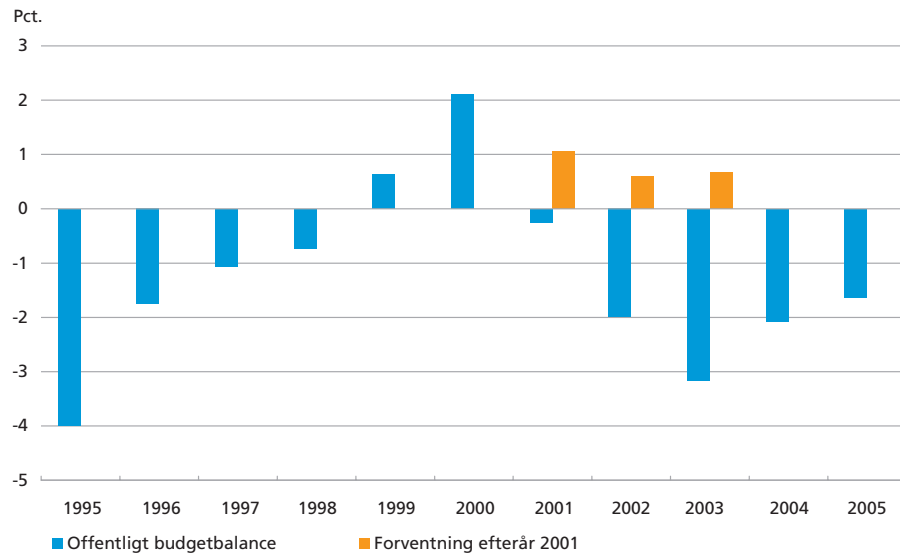
FINANSPOLITIKKEN FORSTÆRKEDE BOOM-BUST FORLØBET

Finanspolitikken spillede en uheldig rolle i boom-bust forløbet. Såvel opturen som nedturen blev forstærket. Helt overordnet begik man to fejl under opsvinget. For det første blev styrken af de offentlige finanser overvurderet. For det andet lod man ikke de automatiske stabilisatorer virke fuldt ud. Efterfølgende skete der et dramatisk omsving i den offentlige budgetsaldo, jf. figur 7. Underskuddet i 2003 oversteg 3-pct.

¹ Effekten på forbrugerpriserne (CPI) vurderet af De Nederlandsche Bank (2002a).

OFFENTLIG BUDGETSALDO I HOLLAND

Figur 7



Anm.: Forventningen angiver OECDs forventninger til den offentlige budgetsaldo i efteråret 2001. Tallene er inkl. indtægter fra salg af mobiltelefonlicenser i 2000. 2005 er OECDs skøn.

Kilde: OECD *Economic Outlook* 70 og 78 databaser.

grænsen, og der måtte strammes betydeligt op midt under lavkonjunkturen.¹

På papiret var de finanspolitiske spilleregler forsigtige og stabilitetsorienterede. Udgangspunktet var 4-årige aftaler, der blev indgået af regeringen efter parlamentsvalg. De mellemfristede regler sigtede imod konsolidering af de offentlige finanser. Man opererede med en klar adskillelse mellem indtægter og udgifter. På den måde ville man undgå udgiftsglidning, når der i gode tider var høje skatteindtægter. Konsolideringen skulle bl.a. ske gennem kontrol med udgifterne. Der var i den 4-årige periode indlagt loft over, hvor meget udgifterne måtte stige. Som et sidste element baserede man budgettet på "forsigtige" vækstan-tagelser for økonomien.

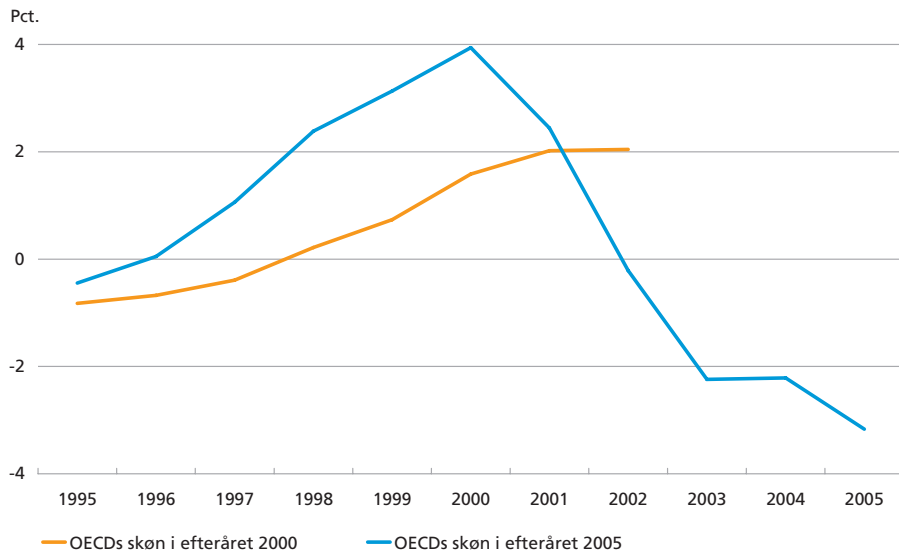
Det er vigtigt, at man skønner økonomiens cykliske position rigtigt, når de offentlige finanser, skal vurderes. På den måde kan man adskille, hvor stor en del af udviklingen, der udelukkende skyldes konjunkturf- hold, og hvor stor en del, der skyldes underliggende, strukturelle for- hold.

Under højkonjunktoren fejlvurderede man økonomiens underliggende styrke. Fx skønnede OECD i 2000, at produktionsgabet i samme år var

¹ Det skal bemærkes, at regeringen prompte greb ind, da grænsen blev overskredet. Siden er under- skuddet blevet formindsket anseeligt – i modsætning til i en række andre EU-lande, jf. artiklen side 59ff.

OECDs SKØN PÅ DET HOLLANDSKE PRODUKTIONSGAB

Figur 8



Anm.: Forskel mellem økonomiens faktiske og potentielle BNP som andel af potentiel BNP. 2005 er OECDs skøn.
 Kilde: OECD *Economic Outlook* 68 og 78 databaser.

omkring 1,5 pct. Det aktuelle skøn er 4 pct., jf. figur 8.¹ Derfor overvurderede man styrken af de underliggende offentlige finanser. Et forhold der blev forstærket af en række midlertidige indtægter som følge af de ekstraordinært store stigninger i aktivpriserne. Det efterfølgende omsving fra overskud til underskud kom således meget overraskende, jf. figur 7. Omsvingets størrelse tyder klart på, at hovedparten af 1990'ernes budgetforbedring var et resultat af højkonjunktoren.

Når finanspolitikken ikke var stram nok under højkonjunktoren, skyldtes det indbyggede konjunkturmedløbende mekanismer. På indtægtssiden kunne indtægter ud over det budgetterede fordeles ligeligt mellem skattelettelser og gældsreduktion – i praksis blev trefjerdedele brugt til gældsreduktion. På udgiftssiden blev besparelser – bl.a. på dagpenge på grund af faldende ledighed – ligeledes fordelt på nye udgifter. Set i bakspejlet er det klart, at de automatiske stabilisatorer skulle have haft lov af virke fuldt ud. Det kunne have skabt større råderum under nedturen. I stedet pustede skattelettelser til en økonomi, der allerede var på fuld blus.²

¹ Figur 8 illustrerer tydeligt de store cykliske udsving, den hollandske økonomi har været ude for. Til sammenligning skønner Finansministeriet, at det danske produktionsgab under opsvinget i 1990'erne nåede godt 2 pct. i 1998-99. Den seneste bund blev nået i 2003 på -1 pct.

² Ud over skattelettelserne, der var indbygget i de finanspolitiske regler, gennemførte man også en skattereform i 2001. Her reducerede man indkomstskatterne og satte i stedet moms og visse grønne afgifter op, jf. ovenfor om inflationsudviklingen. Skattereformen var ikke fuldt finansieret. Det er spørgsmålet, om man havde gennemført reformen, hvis man havde været klar over, hvor tæt man var på en overophedning?

HOLLANDSK ØKONOMI ANNO 2006 – PÅ VEJ OP IGEN

Der er tegn på, at økonomien er på vej op igen. Det offentlige budgetunderskud er reduceret betydeligt, og ubalancerne i pensionsselskaberne er næsten væk. Eksporten og virksomhederne har i 2004-05 nydt godt af det globale opsving, uden det for alvor har slået igennem på den indenlandske efterspørgsel. Der tabes stadig markedsandele. Lønudviklingen er beskeden, og konkurrenceevnen ser ud til langsomt at blive genvundet. Arbejdsmarkedet er så småt i bedring, og forbrugernes tillid er nu tydeligt på vej op. Fundamentet for en fornyet opgang i det private forbrug og økonomien generelt synes til stede. Europa-Kommissionens seneste skøn for BNP-væksten i 2006 er 2,6 pct.

Selv om det sidste årti har været præget af en boom-bust konjunkturcyklus, er de seneste 25 års reformstrategi løbende blevet fortsat. De finanspolitiske regler er blevet justeret, så merindtægter i fremtiden fuldt ud går til gældsreduktion. Tilsvarende er reglerne på udgiftssiden blevet strammet op. Desuden har man i de seneste år ændret på en række velfærdsordninger, herunder gennemført en sundhedsreform. I 2006 planlægges reformer af dagpengesystem, ansættelsesbeskyttelse mv. Som i mange andre lande sker de aktuelle ændringer i lyset af befolkningens aldring og behovet for at øge arbejdsudbuddet. De løbende reformer har i vid udstrækning været en succes. Det illustreres af, at arbejdsløsheden – trods den hårde nedtur – ikke er krøbet meget over 5 pct.¹ – et niveau langt under gennemsnittet i euroområdet.

AFSLUTNING – RELEVANTE ERFARINGER FOR DANMARK

Selv om Holland har fleksible økonomiske strukturer sammenlignet med andre europæiske lande, undgik man ikke en økonomisk nedtur i 2000'erne efter de gyldne år. God strukturpolitik er nødvendigt, men ikke tilstrækkeligt for at opnå en stabil økonomisk udvikling.

Danmark har i mange år haft en stabil udvikling, men økonomien er p.t. inde i en højkonjunktur med meget lav og faldende arbejdsløshed. I den situation er det naturligt at uddrage relevant erfaring fra det hollandske forløb. Derfor har Nationalbanken også i tidligere tilfælde skullet til den hollandske udvikling, jf. Andersen (2003), Bernstein (2005) og Danmarks Nationalbank (2005, 2006).

En væsentlig grund til den hollandske nedtur var erosionen af konkurrenceevnen. Arbejdsmarkedet strammede til, og det gav sig til sidst ud-

¹ Standardiseret arbejdsløshedsprocent, jf. figur 1. Opgjort efter den nationale definition er arbejdsløsheden p.t. ca. 6 pct. og er faldet fra et toppunkt på omkring 6½ pct.

slag i lønudviklingen. Udslaget kom dog med betydelig forsinkelse, hvor det var for sent at reagere. Set i retrospekt burde den lave arbejdsløshed have givet anledning til en endnu større indsats for at få tappet ledige resurser i økonomien. På toppen af højkonjunktoren havde Holland stadig en stor befolkningsgruppe på passiv forsørgelse uden for arbejdsmarkedet.¹ Desuden var, og er, den årlige arbejdstid blandt de laveste i OECD. Nu fik man ikke reageret tilstrækkeligt og i tide, og konkurrenceevnen genvindes kun langsomt.

Formueeffekter forstærkede konjunktoren. Der var særlige hollandske omstændigheder omkring pensionssektoren, men det er værd at bemærke, at økonomien gik igennem en langvarig nedtur på trods af en blød landing på boligmarkedet. Forbrugerne var velkonsoliderede på toppen af højkonjunktoren, men en stor del af formueforøgelsen skyldtes stigninger i aktiekurser, der forsvandt, da kurserne gik modsat.

Et særkende ved perioden fra 1995 og frem i Holland var, at stort set alle økonomiske faktorer virkede i samme retning på én gang, først ekspansivt siden kontraktivt. Sammenfaldet var naturligvis uheldigt, men det er en del af vilkårene for en lille, åben økonomi. Den vil altid blive påvirket af udefrakommende globale begivenheder på finansmarkederne og i realøkonomien. Under sådanne vilkår er det alfa og omega, at den økonomiske politik, som man kan påvirke, føres fornuftigt. Med pengepolitikken dedikeret til at føre fastkurspolitik, eller under deltagelse i en monetær union, påhviler det finans- og strukturpolitikken at sikre en stabil udvikling.

Den måske væsentligste erfaring vedrører finanspolitikken: De automatiske stabilisatorer skal have lov at virke fuldt ud. I særdeleshed skal et overskud på statens finanser under en højkonjunktur ikke kanaliseres til ufinansierede skattelettelser. Det vil bare forstærke konjunktoren og skabe problemer senere. Det største råderum og stabilitet bevares ved at afdrage på den offentlige gæld. Den nuværende danske finanspolitik sigter netop mod en sådan konsolideringsstrategi.²

¹ Bl.a. var der næsten 1 million på invalidepension eller ca. 9 pct. af befolkningen i den arbejdsdygtige alder, jf. OECD (2004).

² De væsentlige kilder til artiklen er OECDs *Country Surveys*, IMF's *Artikel IV Surveys* (www.imf.org) og De Nederlandsche Bank's kvartalsoversigter og årsberetninger (www.dnb.nl). Se desuden Andersen og Svarer (2006) (www.econ.au.dk/vip_html/msn/papers.html), van Ours (2003) (www.ifo.de), Finansministeriet (2004) (www.fm.dk), Erhvervs- og Økonomiministeriet (2006) (www.oem.dk), Velfærdskommissionen (2005) (www.velfaerd.dk) samt Watson et al (1999).

LITTERATUR

Andersen, Bodil Nyboe, 2003, Tale på Finansrådets årsmøde den 3. december.

Andersen, Torben M. og Michael Svarer, 2006, Flexicurity – den danske arbejdsmarknadsmodellen, *Økonomisk Debatt* 1, side 17-29

Bernstein, Nils, 2005, Tale på Finansrådets årsmøde den 30. november.

Danmarks Nationalbank, 2005, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, side 1-22.

Danmarks Nationalbank, 2006, Dansk økonomi, *Beretning og regnskab* 2005, marts, side 16-28.

De Nederlandsche Bank, 2001, *Annual Report*.

De Nederlandsche Bank, 2002a, *Quarterly Bulletin*, September.

De Nederlandsche Bank, 2002b, *Annual Report*.

De Nederlandsche Bank, 2003, *Annual Report*.

De Nederlandsche Bank, 2004, *Annual Report*.

De Nederlandsche Bank, 2005, *Annual Report*.

Finansministeriet, 2004, Ledighed og beskæftigelsespolitik i EU, Kapitel 5 i *Finansredegørelse* 2004, juni.

IMF, 2001a, Staff report for the 2001 Article IV consultation.

IMF, 2001b, Netherlands: Selected issues.

IMF, 2002a, Staff report for the 2002 Article IV consultation.

IMF, 2002b, Netherlands: Selected issues.

IMF, 2003a, Staff report for the 2003 Article IV consultation.

IMF, 2003b, Netherlands: Selected issues.

IMF, 2004a, Staff report for the 2004 Article IV consultation.

IMF, 2004b, Netherlands: Selected issues.

IMF, 2005a, Staff report for the 2005 Article IV consultation.

IMF, 2005b, Netherlands: Selected issues

OECD, 1996, Netherlands, *OECD Economic Surveys*.

OECD, 1998, Netherlands, *OECD Economic Surveys*.

OECD, 2000, Netherlands, *OECD Economic Surveys*.

OECD, 2002, Netherlands, *OECD Economic Surveys*.

OECD, 2004, Netherlands, *OECD Economic Surveys*.

OECD, 2006, Netherlands, *OECD Economic Surveys*.

van Ours, Jan C., 2003, Has the Dutch miracle come to an end? CESIFO *Working Paper* No. 917.

Velfærdskommissionen, 2005, Arbejdsmarked, Kapitel 3 i Fremtidens velfærd – sådan gør andre lande, *Analyserapport*, marts, side 75-172.

Watson C. M., B.B. Bakker, J.K. Martijn og I. Halikias, 1999, The Netherlands. Transforming a market economy, *IMF Occasional Paper* 181.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2006, Kapacitetspres i byggeriet, *Økonomisk Tema* Nr. 3, marts.

Hvorfor er olieprisen steget?

*Jacob Wellendorph Ejning, John Hydeskov og Palle Bach Mindested,
Handelsafdelingen*

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Olieprisen er steget kraftigt de seneste 2 år og følges tæt af de fleste, herunder også deltagerne på de finansielle markeder og de pengepolitiske myndigheder. Således har både aktie- og obligationsmarkederne i perioder reageret på udsving i olieprisen og Den Europæiske Centralbank, ECB, har omtalt olieprisen i samtlige af de seneste 24 "introductory statements"¹. Dette afspejler, at ændringer i olieprisen har haft betydelig effekt på både inflation og økonomisk vækst.

Siden begyndelsen af 2004 er olieprisen mere end fordoblet fra godt 30 dollar pr. tønde til over 70 dollar pr. tønde og har nået det højeste nominelle niveau nogensinde. I reale termer er olien dog fortsat under det hidtil højeste niveau i 1981, jf. figur 1, men den seneste stigning i den reale oliepris er i absolutte værdier på linje med hvert af de to olieprischoks i 1970'erne.² Disse var dog netop chok, hvorimod udviklingen siden 2004 mere har haft karakter af en gradvis stigning.

Hovedårsagen til prisstigningen er væksten i den globale olieefterspørgsel, drevet primært af Kina og USA. Udviklingen i USA har overordnet været som ventet af internationale organisationer, investeringsbanker mfl., mens efterspørgslen i Kina har været overraskende høj.

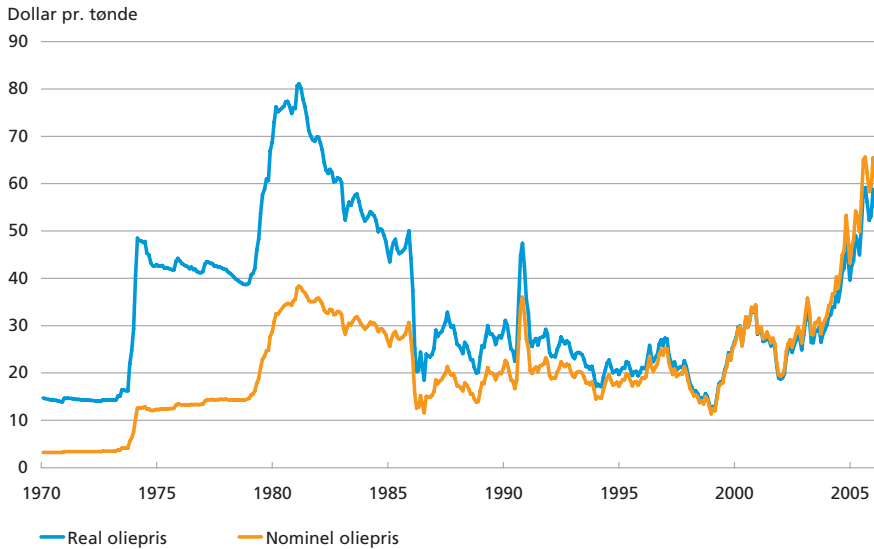
En vis global produktionsstigning har forhindret, at den umiddelbare tilpasning på oliemarkedet er sket alene gennem højere priser. Yderligere vækst i produktionen fra det nuværende niveau vil dog kræve omfattende investeringer, idet produktionen er tæt på kapacitetsgrænsen. De kraftige prisstigninger afspejler således en træghed i udbygningen af udvindingskapaciteten mere end en egentlig mangel på olie i undergrunden.

¹ ECB udsender i forbindelse med Styrelsesrådets første møde i hver måned en pressemeddelelse vedrørende de pengepolitiske beslutninger.

² Dette er dog afhængigt af valget af deflator. Såfremt der anvendes en producentprisdeflator (ekskl. fødevarer og energi) er den nuværende pris i reale termer på linje med niveauet i starten af 1980'erne.

OLIEPRISEN 1970-2006

Figur 1



Anm.: Den viste oliepris er for WTI Light Sweet Crude handlet på NYMEX-børsen i New York. Som deflator er benyttet OECD US CPI (ekskl. fødevarer og energi) 2000 = 100.

Kilde: Bloomberg.

UDSIGT TIL PERMANENT HØJE OLIEPRISER

Midlertidige påvirkninger såsom forværrede vejrforhold eller krige har tidligere afstedkommet store stigninger i olieprisen. Det har dog oftest været spotprisen, som blev påvirket, mens priserne for olie til levering flere år frem (futures) var relativt upåvirkede. I den nuværende situation er den langsigtede oliepris derimod steget endnu mere end spotprisen, hvilket er et udtryk for, at markedsdeltagerne venter, at det nuværende niveau for olieprisen varer ved, jf. boks 1.

MARKEDSFORVENTNINGER TIL DEN FREMTIDIGE OLIEPRISUDVIKLING

Futureskurvens nuværende forløb indikerer, at olieprisen fremover forbliver høj, jf. figur 2 i boks 1. Imidlertid påvirkes futurespriserne ikke alene af markedsdeltagernes forventninger til den fremtidige oliepris, men også af en risikopræmie, jf. boks 2. Dette indebærer, at der ofte er betydelig forskel på futuresprisen og de forventninger, som eksperter og markedsdeltagere giver udtryk for.¹ Således var futuresprisen for olie til levering i 2010 i april 2006 over 20 dollar pr. tønde højere end Reuters' olieprissurvey. Dette tyder på, at der for tiden er indregnet en

¹ De eksplicitte forventninger, som offentliggøres månedsvist af bl.a. Consensus Economics og Reuters, er et gennemsnit af en lang række eksperter og markedsdeltageres bud på den fremtidige oliepris.

FORTOLKNING AF BEVÆGELSER I FUTURESURVEN FOR RÅOLIE

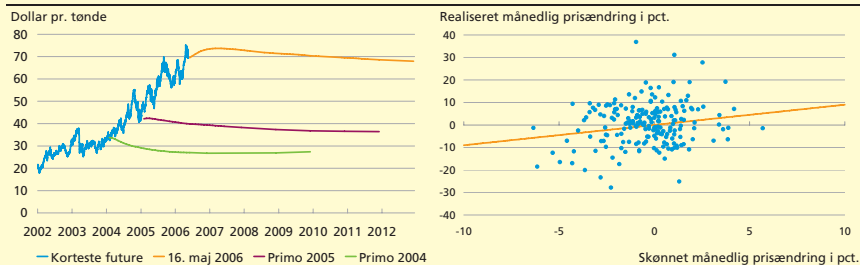
Boks 1

Handel med olie til levering i fremtiden (futures) foregår på specialiserede børser i bl.a. New York og London. Kontrakterne er standardiserede og handles med leveringshorisonter på helt op til omkring 7 år, om end omsætningen er størst i kontrakterne med restløbetider på under 1 år.

I figur 2 (venstre) ses futureskurven for den amerikanske referenceråolie West Texas Intermediate. Figuren viser sammenhængen mellem aftaleprisen og antallet af måneder til levering. Futureskurven siden primo 2004 er blevet forskudt betydeligt opad for alle leveringshorisonter. I figur 2 (højre) ses, at der er vis sammenhæng mellem den skønnede ændring i olieprisen én måned frem (defineret som forskellen mellem prisen på den næstnærmeste og nærmeste futureskontrakt) og den faktisk realiserede prisændring. Figuren er baseret på 195 månedlige observationer fra februar 1990 til og med april 2006. Hældningen på den viste regressionslinje er signifikant forskellig fra nul, men ikke signifikant forskellig fra 1. Det indebærer, at skøn på kortsigtede (en måned), fremtidige prisændringer udledt fra futureskurven i gennemsnit har vist sig korrekte. Figuren illustrerer dog også den betydelige usikkerhed skønnet er behæftet med.

FUTURESURVENS UDVIKLING OG INFORMATIONSINDHOLD

Figur 2



Anm.: De viste oliepriser er for WTI Light Sweet Crude handlet på NYMEX-børsen i New York.

Højre figur: t-statistikken for regressionslinjens hældning (robust over for heteroskedasticitet) er 2,5.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

Selv om antallet af udestående futureskontrakter er beskedent i forhold til såvel værdien af den samlede olieproduktion som omsætningen på det ikke-standardiserede OTC-marked, er futureskurven den bedste realtidsindikator for udviklingen på olie-markedet. Kurvens forløb indeholder information om bl.a. investorernes forventninger til den fremtidige oliepris. Ændringer i futureskurven kan derfor anvendes til at vurdere, om en given prisudvikling er midlertidig eller permanent.

Hvis oliemarkedet rammes af midlertidige chok, som fx usædvanligt koldt vintervejr, vil spotprisen reagere mere voldsomt end prisen på olie til levering flere år ude i fremtiden. Det skyldes hovedsagligt, at efterspørgslen efter råolie er meget uelastisk på kort sigt, idet virksomhederne og forbrugerne fortsat vil efterspørge olie selv i perioder, hvor der er udsigt til prisfald.

Figur 3 viser to eksempler på midlertidige påvirkninger af futureskurven. Figuren til venstre illustrerer effekten af orkanen Katrina, som hærgede området omkring Den Mexicanske Golf i sensommeren 2005. Der indtraf en betydelig stigning i den korte ende af kurven, mens prisen på olie til levering om 2 år var upåvirket. I figuren til højre ses futureskurvens bevægelser i forbindelse med Irakkrigen i 2003. Bevægelserne i

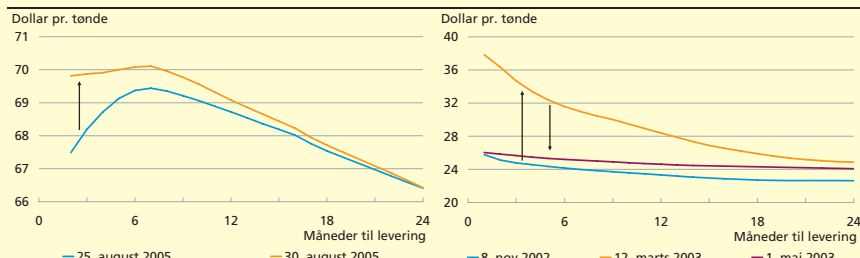
FORTSAT

Boks 1

kurven var her endnu kraftigere, idet den korte ende steg 50 pct. op mod tidspunktet for krigshandlingernes begyndelse. Her var prisen på olie til levering 2 år ude i fremtiden ligeledes næsten upåvirket. Markedsdeltagernes vurdering af, at prisstigningen ville være kortvarig, viste sig korrekt, idet futureskurven ved invasionens afslutning 1. maj 2003 var faldet tilbage til niveauet fra før krigens begyndelse.

ÆNDRINGER I FUTURESKURVEN FOR RÅOLIE I FORBINDELSE MED ORKANEN KATRINA I 2005 OG IRAKKRIGEN I 2003

Figur 3



Anm.: De viste oliepriser er for WTI Light Sweet Crude handlet på NYMEX-børsen i New York. Vedrørende højre figur er 8. november 2002 dagen for FNs Sikkerhedsråds vedtagelse af resolution 1441 om Irak, 12. marts 2003 er den dag, hvor olieprisen toppede (en uge før begyndelsen af angrebet på Irak), og 1. maj 2003 er dagen, hvor George W. Bush erklærede de egentlige krigshandlinger i Irak for afsluttede.

Kilde: U.S. Department of State, CNN, Bloomberg.

I tilfælde af chok, som forventes at være permanente, vil hele futureskurven forskydes. Sådanne chok kunne fx være teknologiske innovationer eller et permanent skift i efterspørgslen. De kraftige prisstigninger de seneste år, som omfatter alle leveringshorisonter, er netop et eksempel herpå, jf. figur 2 (venstre).

¹ I det såkaldte OTC-marked (Over-The-Counter) indgås kontrakter med individuelt fastsatte betingelser, typisk formidlet af store investeringsbanker. Udestående på de standardiserede markeder (futuresmarkedet) i New York og London er betydeligt mindre end på OTC-markedet og udgør ca. 4 pct. af værdien af den globale olieproduktion. Se Campbell, Orskaug og Williams (2006) for en yderligere diskussion.

betydelig risikopræmie i futurespriserne, om end langt fra hele forskellen kan forklares med risikopræmien.

Der er betydelig usikkerhed knyttet til forventningerne til den fremtidige oliepris, og ECB (2006b) angiver således, at olieprisen ved udgangen af 2006 med 90 pct. sandsynlighed vil ligge i intervallet 40-90 dollars pr. tønde.¹

EFTERSPØRGSELSFORHOLD

Den vigtigste årsag til olieprisstigningen de senere år har været den øgede globale olieefterspørgsel, som afspejler den høje globale vækst. Verdensøkonomien voksede 5,3 pct. i 2004 og 4,8 pct. i 2005.² Den ame-

¹ Konfidensintervallet er konstrueret på baggrund af priser på olieoptioner.

² Jf. IMF(2006), side 177 og 183.

IMPLICITTE OG EKSPPLICITTE FORVENTNINGER TIL OLIEPRISEN

Boks 2

Futureskurven for råolie indeholder information om markedsdeltagernes forventninger til den fremtidige oliepris, jf. boks 1. Fra et teoretisk synspunkt påvirkes prisen på olie til fremtidig levering også af en risikopræmie, såfremt investorerne forventer, at udviklingen i olieprisen fremover vil samvariare med værdien af deres øvrige beholdninger af reale og finansielle aktiver.

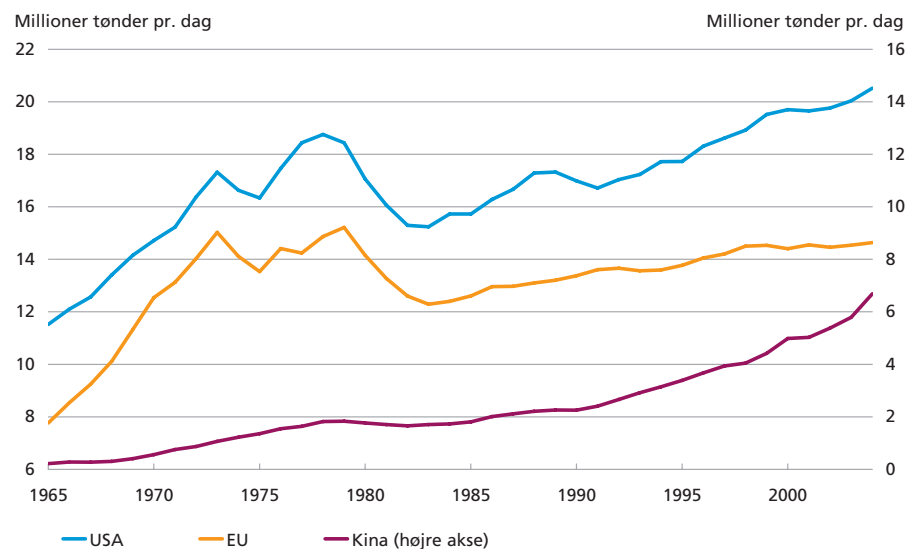
Hvis markedsdeltagerne eksempelvis forventer, at en yderligere stigning i olieprisen med stor sandsynlighed tidsmæssigt vil falde sammen med et kursfald på aktiemærkerne, vil oliekontrakten i en vis udstrækning kunne fungere som en gardering mod sådanne kursfald. Ud fra dette forsikringsmotiv ("hedge") kan investorerne være villige til at indgå en kontrakt om olie til levering i fremtiden til en pris, som er højere end den faktisk forventede fremtidige oliepris. Et alternativt mål for markedsforventningerne, som i princippet ikke indeholder risikopræmier, er markedsdeltageres og eksperters eksplicitte skøn på den fremtidige oliepris.

rikanske vækst var i 2004 og 2005 henholdsvis 4,2 pct. og 3,5 pct., mens økonomien i euroområdet voksede med mere moderate vækstrater på henholdsvis 2,1 og 1,3 pct. Den kinesiske økonomi udviste fortsat meget høj vækst med henholdsvis 10,1 pct. og 9,9 pct.

Det globale olieforbrug er i perioden 1970 til 2004 steget fra ca. 45 millioner tønder dagligt til over 80 millioner tønder dagligt. USA og EU-landene er de største forbrugere af olie med henholdsvis ca. 20 og ca. 15 millioner tønder dagligt, mens Kina forbruger ca. 7 millioner tønder

UDVALGTE LANDE OG REGIONERS FORBRUG AF OLIE

Figur 4



Anm.: EU dækker EU25 for hele perioden.

Kilde: BP Statistical Review of World Energy.

DAGLIG PRODUKTION MARTS 2006

Tabel 1

	Produktion millioner tønder dagligt	Pct. af total produktion
OPEC	34,0	40,2
- heraf Saudi Arabien	9,2	10,9
Ikke-OPEC-lande	50,6	59,8
- heraf Rusland.....	9,6	11,4
- heraf USA.....	7,1	8,4
Total produktion i verden	84,5	100,0

Anm.: OPEC er inkl. såkaldt Natural Gas Liquids (NGL).

Kilde: IEA.

dagligt.¹ Set over de sidste 10 år er forbruget i USA steget moderat, det europæiske forbrug er steget svagt, mens det kinesiske olieforbrug er mere end fordoblet, jf. figur 4. Mens væksten i olieforbruget i relative termer har været kraftigst i Kina, er forbrugsstigningen målt i tønder ligeså kraftig i USA.

Udviklingen i USA og Europa har overordnet fulgt forventningerne i markedet, mens efterspørgslen fra Kina har været overraskende høj.²

UDBUDSFORHOLD

Olieproduktion

OPEC har i en lang periode forsøgt at styre prisudviklingen gennem aftaler medlemslandene imellem om deres produktion. Gennem de seneste par år har prisen ofte ligget over det prisinterval, OPEC officielt har angivet som sin målsætning.

OPECs andel af den globale produktion har været svagt stigende gennem de seneste år og udgør nu ca. 40 pct. Saudi Arabien, Rusland og USA er i dag verdens største producenter af olie, jf. tabel 1, men grundet fordelingen af oliereserverne, jf. nedenfor, vil USAs produktion med stor sandsynlighed være faldende i årene fremover. På trods af, at USA er en af de største producenter, er landet samtidig den største nettoimportør af olie.

Produktionskapacitet

Den ledige produktionskapacitet befinder sig i dag altovervejende i OPEC-landene.³ Overskudskapaciteten er dog reduceret væsentligt gen-

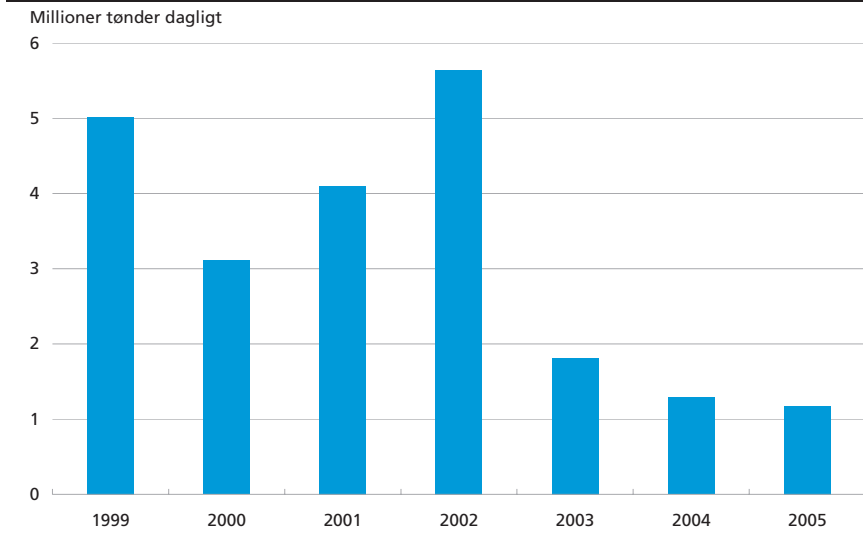
¹ Naturgas er til dels en substitut for olie, og forbruget af naturgas er i USA steget fra et årligt forbrug på 480 mia. kubikmeter i 1965 til 647 mia. kubikmeter i 2004. I EU25 er forbruget steget fra 24 mia. kubikmeter i 1965 til 467 mia. kubikmeter i 2004. Naturgasforbruget i Kina er steget fra 1 mia. kubikmeter i 1965 til 39 mia. kubikmeter i 2004.

² Således har Det Internationale Energiagentur, IEA, flere gange måtte opjustere sit skøn for det kinesiske olieforbrug.

³ Energy Information Administration.

LEDIG GLOBAL PRODUKTIONSKAPACITET

Figur 5

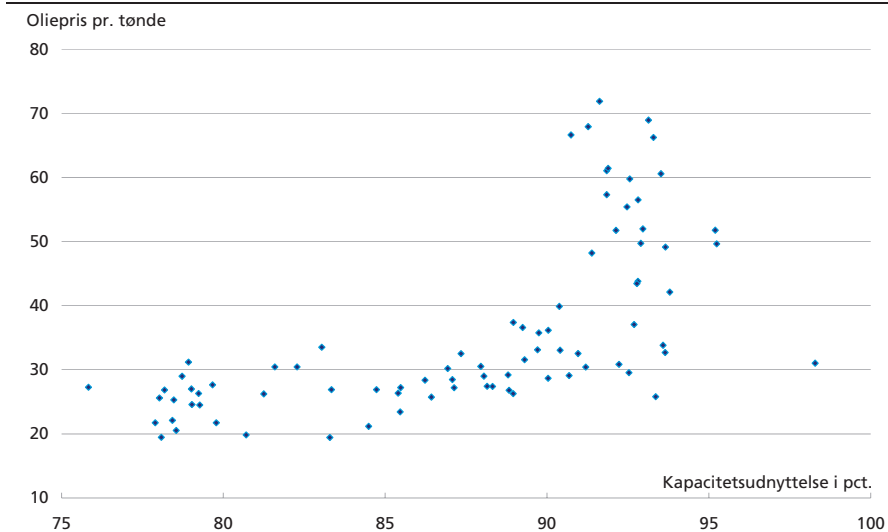


Kilde: EIA.

nem de seneste år, jf. figur 5, som følge af stigningen i den globale efterspørgsel. Udbudsforholdene må karakteriseres som stramme, og selv mindre og midlertidige forstyrrelser af olieproduktionen påvirker priserne betydeligt. Gennem de sidste par år har fx orkaner, strejker og mindre konflikter således givet anledning til store prisstigninger.

OPECs KAPACITETSUDNYTTELSE OG OLIEPRISEN

Figur 6

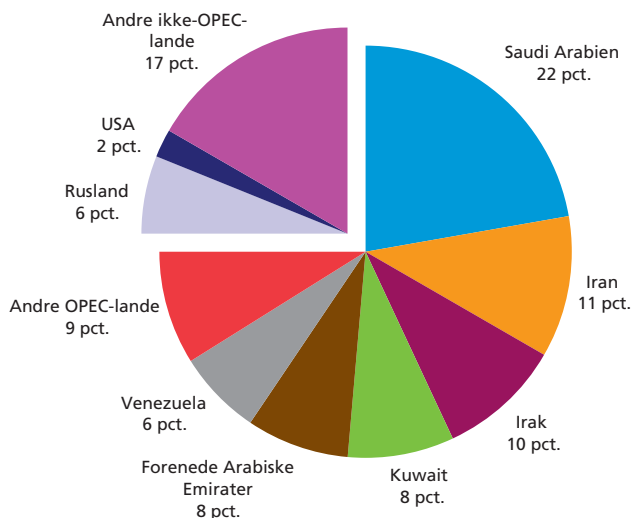


Anm.: Der er anvendt månedssdata siden juli 1999. Punktet længst til højre er fra marts 2003, hvor OPECs produktionskapacitet blev påvirket af angrebet på Irak.

Kilde: Bloomberg.

FORDELING AF DE GLOBALE OLIERESERVER

Figur 7



Anm.: Tallene er opgjort pr. ultimo 2004.

Kilde: BP.

Produktionskapaciteten i OPEC-landene er forøget en smule de seneste år, hvilket indikerer, at det primært er ændringer i efterspørgselsforholdene, der har drevet de seneste par års prisstigninger. Figur 6 viser sammenhængen mellem høj kapacitetsudnyttelse i OPEC og olieprisen.

I forsøget på at dæmpe stigningen i olieprisen har OPEC øget produktionen gennem de seneste år. Til trods herfor er prisen ikke faldet, hvilket indikerer, at OPECs mulighed for at dæmpe priserne er reduceret.¹

Oliereserver

Størstedelen af de påviste globale reserver ligger i OPEC-landene, jf. figur 7. OPEC-landene råder således over ca. 75 pct. af reserverne, hvoraf Saudi Arabien – som har den største andel – har ca. 22 pct. af verdens oliereserver. Samlet set rækker reserverne til omkring 40 år ved det nuværende forbrug.

Verdens påviste oliereserver er ca. fordoblet over de seneste 35 år, men der er stor usikkerhed forbundet med opgørelsen af oliereserverne. Reserverne udtrykker den mængde olie, der med stor sandsynlighed kan

¹ En anden årsag til, at OPEC har sværere ved at kontrollere priserne er, at den olietype, der kan produceres som den marginale tønde er en kvalitet, som er vanskeligere at raffinere. Olie opdeles primært efter tre karakteristika (1) produktionssted (2) vægt – let eller tung, hvor let er nemmest at raffinere, og (3) svovlindhold – sød eller sur, hvor sidstnævnte indeholder mest svovl. Det er dog muligt, at olieprisen ville have været endnu højere uden OPECs tiltag.

udvindes, og ikke den totale mængde i undergrunden.¹ Opgørelsen indeholder bl.a. ikke olieforekomster i form af tjæresand, selv om en del af disse er rentable at udvinde allerede ved de nuværende oliepriser. Medregning af tjæresand, som især findes i Canada vil øge de samlede reserver med mere end 10 pct. En forbedring af udvindingsteknologien kan også forøge reserverne markant. Hvis fx udvindingsprocenten fra et oliefelt øges fra de nuværende i gennemsnit 35 pct. til i stedet 40 pct., vil de globale reserver stige betydeligt.²

Investeringer

De nuværende prisstigninger skyldes ikke en akut mangel på olie, men en stærk efterspørgselsvækst kombineret med, at investeringer i udvinding af olie gennem en lang periode har været lave. Dette har ført til lavere ledig produktionskapacitet. Der er bred enighed blandt internationale institutioner og markedsdeltagere om, at der skal anvendes store beløb årligt til investering i olieudvinding for at imødegå den fremtidige efterspørgsel uden massive prisstigninger. De lave investeringer skyldes flere faktorer, bl.a. at investeringerne er meget langsigtede, og der derfor er en væsentlig usikkerhed om den fremtidige oliepris. Denne prisusikkerhed er vanskelig at afdække i derivatmarkedet, hvilket bl.a. skyldes, at der ikke findes kontrakter med løbetid over ca. 7 år, og samtidig er likviditeten lav i disse lange kontrakter, jf. Campbell mfl. (2006). Endvidere er der formentlig flere olieselskaber, der har dårlige erfaringer fra investeringer i begyndelsen af 1980'erne, hvor olieprisen efterfølgende faldt drastisk, og investeringerne blev tabsgivende.

Hertil kommer, at store dele af de påviste oliereserver ikke er tilgængelige på markedsvilkår, da mange OPEC-lande kun i meget begrænset omfang har givet adgang til internationale olieselskaber. En del af oliereserverne er også placeret i politisk ustabile lande. Det har medført, at de seneste års kraftige efterspørgselsstigning i høj grad er slået ud i olieprisen, snarere end i markant højere udbud.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Fremadrettet tegner der sig to centrale spørgsmål.

For det første om den kraftige vækst i den globale olieefterspørgsel vil fortsætte. En begrænsning af efterspørgselsvæksten i USA og Kina for-

¹ BP og OPEC benytter følgende definition for påviste reserver: "The estimated quantities of oil which geological and engineering data demonstrate with reasonable certainty to be recoverable in future years from known reservoirs under current economic and operating conditions." Yderligere uddybning findes bl.a. på BP og OPECs hjemmesider.

² Det skyldes bl.a., at en del felter er helt eller delvist tomte, hvorfor en mindre stigning i udvindingsprocenten, kan øge de påviste reserver væsentligt. IEA skønner, at en stigning i udvindingsprocenten fra 35 til 40 pct. ville øge reserverne med mere end Saudi Arabiens nuværende reserver.

drer enten en opbremsning af den økonomiske vækst, gennemførelse af energibesparende tiltag eller omlægning til alternative energikilder.

For det andet om OPEC-landene formår at fremme investeringer i øget produktionskapacitet. I forbindelse med investering i ny udvindingskapacitet er der udover den finansielle risiko andre væsentlige risici, som knytter sig til fortsatte geopolitiske spændinger i Mellemøsten, hvor hovedparten af verdens påviste oliereserver findes.

Både prisen på olie til levering i fremtiden og eksplicitte forventninger fra markedsdeltagere peger på fortsat høje oliepriser i årene fremover. Da den globale produktion foregår tæt på kapacitetsgrænsen, er skønnene dog behæftet med stor usikkerhed og derfor vil forstyrrelser forårsaget af eksempelvis naturkatastrofer eller militære konflikter kunne få kraftige pris effekter i de kommende år.

LITTERATUR

BP Statistical Review of Global Energy, diverse udgaver.

BPs hjemmeside: <http://www.bp.com>.

Campbell, P., B. Orskaug og R. Williams (2006), The forward market for oil, Bank of England *Quarterly Review*, forår.

ECB (2006a), Factors accounting for the rise in oil prices, *Monthly Bulletin*, januar .

ECB (2006b), *Monthly Bulletin*, marts 2006, side 16.

Energistyrelsen (2005), Analyse vedrørende olie og naturgasressourcer, maj 2005.

Energy Information Administration, U.S. Department of Energy (2006), Short-Term Energy Outlook, marts.

IMF (2006), *World Economic Outlook*, april.

IMF (2005), Oil Market Developments and Issues, marts.

IEA (2006a), Key Energy Market Statistics 2005.

IEA (2006b) Oil and Gas Technologies for the Energy Markets of the Future indlæg ved konferencen Oil and Gas Innovation in the Fossil Fuel Future, den 22. februar 2006.

IEA (2006c), Oil Market Report, diverse udgaver i 2005 og 2006.

OPECs hjemmeside: <http://www.opec.org>.

Stabilitets- og vækstpagten – status 2006

Borka Babic, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Siden reformen af stabilitets- og vækstpagten i foråret 2005 er en række lande, som overskrider traktatens 3-pct. grænse for det offentlige budgetunderskud, blevet vurderet i henhold til proceduren om uforholdsmæssigt store underskud. Et af de lande er Tyskland, hvis frist for korrektion af uforholdsmæssigt store underskud udløb i 2005, uden at det lykkedes at bringe underskuddet under grænsen på 3 pct. af BNP. Desuden opdaterede alle EU-landene omkring årsskiftet 2005/06 deres stabilitets- og konvergensprogrammer, og disse er blevet vurderet af Europa-Kommissionen og Ecofin-Rådet. I artiklen vurderes det på basis af disse erfaringer, hvordan pagten har fungeret siden ændringen i regelsættet, og hvad reformen har betydet for implementeringen af pagtens regler i praksis.

Behovet for stabilitets- og vækstpagtens regler og deres effektive gennemførelse bekræftes af et fortsat højt offentligt budgetunderskud samt overskridelser af traktatens 3-pct. grænse i mange EU-lande. Budgetsituationen blev dog forbedret i 2005 sammenlignet med 2004.

DEN AKTUELLE BUDGETSITUATION I EU

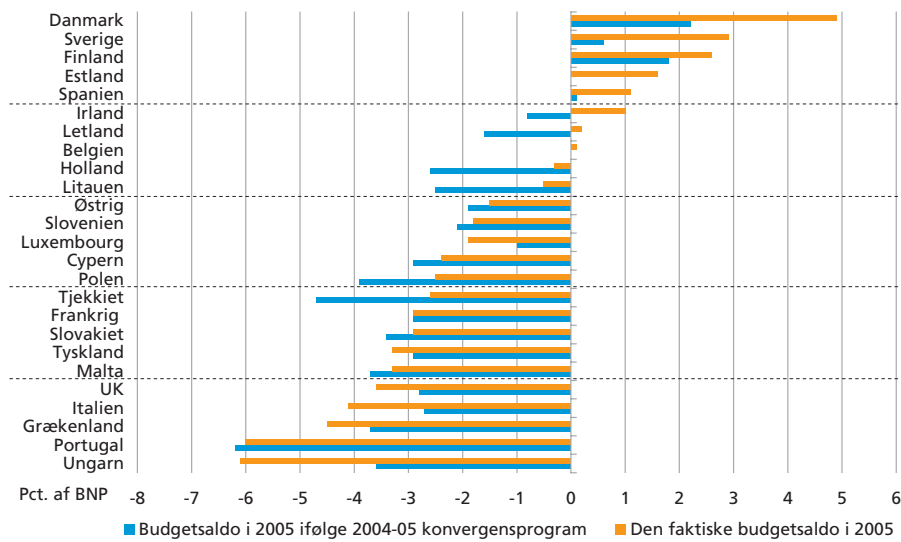
Det offentlige budgetunderskud i EU og euroområdet blev reduceret fra henholdsvis 2,6 og 2,8 pct. af BNP i 2004 til 2,3 og 2,4 pct. i 2005. Reduktionen af underskuddet afspejler, at finanspolitikken blev strammet i de fleste EU-lande, bl.a. i Tyskland og Frankrig. Den strukturelle saldo¹ er således blevet forbedret med 0,8 pct. af BNP i både EU og euroområdet. BNP-væksten i 2005 var forholdsvis svag og har ikke bidraget til reduktionen i budgetunderskuddet.

De fleste landes budgetsaldi i 2005 var bedre end planlagt ved opdateringen af stabilitets- og konvergensprogrammerne omkring årsskiftet 2004/05, jf. figur 1. Ungarns, Italiens, Grækenlands, UKs og Luxembourgs underskud har dog vist sig at være væsentligt større end skønnet. Det

¹ Den strukturelle budgetsaldo er den nominelle budgetsaldo ekskl. konjunkturer og engangsindtægter.

DEN FORVENTEDE OG FAKTISKE BUDGETSALDO I 2005

Figur 1



Kilde: 2004/05 opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammer; European Commission, Spring Forecast 2006.

græske budgetunderskud for perioden 1997-2004 er blevet oprevideret, hvilket har bidraget til højere underskud i 2005 end planlagt. I Italien har både den lavere end forventede vækst og den finanspolitiske lempelse medvirket til det høje faktiske underskud. Finanspolitikken i Ungarn er også blevet lempet, og underskuddet i 2005 var med 6,1 pct. af BNP det højeste i EU. Tysklands budgetunderskud i 2005 afveg kun lidt fra tidligere skøn, men det havde stor betydning, da det medførte, at landets underskud endte på den forkerte side af 3-pct. grænsen.

Kommissionen forventer i sin forårsprognose fra maj 2006, at budgetunderskuddet i både EU og euroområdet vil forblive stort set uændret i 2006 og i 2007, jf. tabel 1. Finanspolitikken ventes kun at blive strammet en smule i denne periode.

LANDE I BUDGETUNDERSKUDSPROCEDUREN

Tolv lande er som følge af overskridelser af 3-pct. grænsen inde i proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud,¹ herunder fem eurolande, jf. tabel 2.

I 2005 var budgetunderskuddet kommet under 3-pct. grænsen i fem af de tolv lande.² De franske og tjekkiske offentlige finanser ventes dog

¹ Pr. medio maj 2006. Boks 1 gennemgår stabilitets- og vækstpaktens regler.

² Det tjekkiske budgetunderskud faldt faktisk under 3-pct. grænsen allerede i 2004. Dette er dog først kommet frem efter offentliggørelsen af budgettal for 2005.

EUROPA-KOMMISSIONENS FORÅRSSKØN FOR DET OFFENTLIGE BUDGET I EU-LANDENE 2006-07

Tabel 1

Pct. af BNP	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Eurolandene</i>						
Belgien	-0,0	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,9
Finland	4,1	2,5	2,3	2,6	2,8	2,5
Frankrig	-3,2	-4,2	-3,7	-2,9	-3,0	-3,1
Grækenland	-4,9	-5,8	-6,9	-4,5	-3,0	-3,6
Holland	-2,0	-3,1	-1,9	-0,3	-1,2	-0,7
Irland	-0,4	0,2	1,5	1,0	0,1	-0,4
Italien	-2,9	-3,4	-3,4	-4,1	-4,1	-4,5
Luxembourg	2,0	0,2	-1,1	-1,9	-1,8	-1,5
Portugal	-2,9	-2,9	-3,2	-6,0	-5,0	-4,9
Spanien	-0,3	-0,0	-0,1	1,1	0,9	0,4
Tyskland	-3,7	-4,0	-3,7	-3,3	-3,1	-2,5
Østrig	-0,5	-1,5	-1,1	-1,5	-1,9	-1,4
Euro 12	-2,5	-3,0	-2,8	-2,4	-2,4	-2,3
<i>Udlandene</i>						
Cypern	-4,5	-6,3	-4,1	-2,4	-2,1	-2,0
Danmark	1,2	1,0	2,7	4,9	3,9	4,0
Estland	1,0	2,4	1,5	1,6	1,4	0,8
Letland	-2,3	-1,2	-0,9	0,2	-1,0	-1,0
Litauen	-1,4	-1,2	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Malta	-5,6	-10,2	-5,1	-3,3	-2,9	-3,2
Polen	-3,2	-4,7	-3,9	-2,5	-3,0	-3,0
Slovakiet	-7,7	-3,7	-3,0	-2,9	-2,7	-2,1
Slovenien	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-1,9	-1,6
Storbritannien	-1,6	-3,3	-3,3	-3,5	-3,0	-2,8
Sverige	-0,2	0,1	1,8	2,9	2,2	2,3
Tjekkiet	-6,8	-6,6	-2,9	-2,6	-3,2	-3,4
Ungarn	-8,4	-6,4	-5,4	-6,1	-6,7	-7,0
EU-25	-2,3	-3,0	-2,6	-2,3	-2,3	-2,2

Kilde: European Commission, Spring forecast 2006.

ifølge Kommissionens prognose at blive forværret igen, og budgetunderskuddet forudses at overstige 3 pct. af BNP i 2007, jf. tabel 1. Derudover vil "fundede" pensionsordninger ikke kunne inkluderes i opgørelsen af budgetunderskuddet fra 2007, hvilket vil betyde, at Slovakiet og Polens underskud vil overskride 3-pct. grænsen i 2007, jf. figur 2.¹ Cyperns underskud forventes derimod at blive yderligere reduceret i de kommende år.²

¹ Jf. Eurostats beslutning fra 2. marts og 23. september 2004. Beslutningen indebærer, at fondsbaserede pensionsordninger ikke kan medregnes i saldoen på de offentlige finanser. Ungarn, Polen, Slovakiet, Sverige og Danmark har overgangsordninger, som indebærer, at sådanne pensionsordninger kan medregnes i saldoen (for Danmarks vedkommende ATP) indtil primo 2007.

² Det kræver en formel beslutning i Ecofin-Rådet om, at budgetunderskuddet er "korrigeret", før et land kan udgå af budgetunderskudsproceduren.

LANDE I BUDGETUNDERSKUDSPROCEDUREN

Tabel 2

Lande	Uforholdsmæssigt stort underskud konstateret af Rådet	Skridt i proceduren (artikel ifølge traktaten)	Frist for korrektion af underskuddet
Eurolande			
Tyskland	2003	Pålæg om at korrigere underskud (104.9)	2007
Frankrig	2003	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2005
Grækenland	2004	Pålæg om at korrigere underskud (104.9)	2006
Italien	2005	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2007
Portugal	2005	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2008
Udelande			
Cypern	2004	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2005
Malta	2004	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2006
Polen	2004	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2007
Slovakiet	2004	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2007
Tjekkiet	2004	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2008
Ungarn	2004	Beslutning om, at der ikke er truffet tilstrækkelige foranstaltninger med henblik på korrektion af underskuddet (104.8)	2008
UK	2006	Anbefaling om at korrigere underskud (104.7)	2006/07

UK vil ifølge Kommissionens skøn nedbringe sit budgetunderskud til 3 pct. af BNP i år, og i 2007 ventes Tysklands underskud at ligge klart under 3-pct. grænsen, jf. figur 2.

Tyskland er blevet pålagt at korrigere underskuddet

Det tyske budgetunderskud har overskredet 3-pct. grænsen siden 2002, og proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud blev iværksat i begyndelsen af 2003. I januar 2005 blev fristen for korrektion af underskuddet forlænget fra 2004 til 2005. Underskuddet var i 2005 3,3 pct. af BNP og dermed fortsat over 3-pct. grænsen.

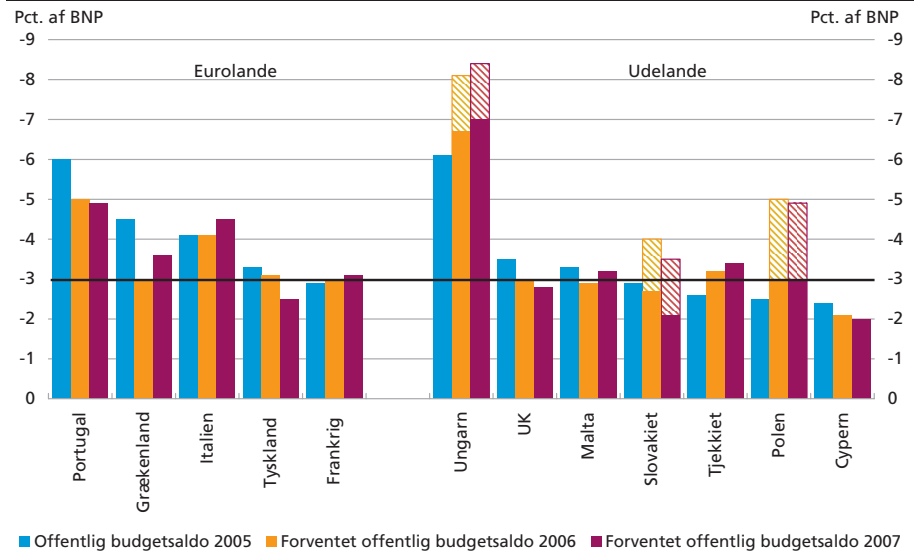
Ecofin-Rådet har derfor på anbefaling fra Kommissionen i marts 2006 besluttet at tage næste skridt i proceduren om uforholdsmæssigt store underskud, dvs. efter Traktatens artikel 104.9 at pålægge Tyskland at korrigere underskuddet senest i 2007.¹ Dette er sidste skridt før eventu-

¹ Kommissionens henstilling om et pålæg henviser til Pagtens forordning 1467/97, artikel 10.3. Ifølge denne regel skal Rådet vedtage et pålæg, hvis faktiske budgettal viser manglende efterlevelse af en henstilling.

Pagten giver også mulighed for at gentage henstillingen i henhold til artikel 104.7 og forlænge fristen for korrektion af underskuddet, hvis landet har gennemført de anbefalede tiltag, men på grund af uforudsete hændelser uden for egen kontrol ikke har været i stand til at bringe underskuddet under 3-pct. grænsen. Det ville imidlertid have krævet en behandling af Tysklands underskudsprocedure for offentliggørelsen af budgettal for 2005, hvilket Tyskland ikke har bedt om. Set i lyset af Kommissionens prognose fra maj, som viste, at den strukturelle saldo i 2005 blev forbedret med mindre end anbefalet, har gentagelse af henstillingen i henhold til artikel 104.7 formentlig ikke været en realistisk mulighed.

OFFENTLIGT BUDGETUNDERSKUD FOR LANDE I PROCEDURER FOR UFORHOLDSMÆSSIGT STORE UNDERSKUD

Figur 2



Anm.: UKs underskud i finansårene 2005/06, 2006/07 og 2007/08, som løber fra 1. april til 31. marts, er henholdsvis 3,1, 3,0, 2,7 pct. af BNP. Den vandrette linje angiver traktatens referenceværdi for budgetunderskud på 3 pct. af BNP. "Fundede" pensionsordninger er relevante for Ungarn (henholdsvis 1,3, 1,4 og 1,4 pct. af BNP i 2005, 2006 og 2007), Slovakiet (henholdsvis 0,8, 1,3 og 1,4 pct. af BNP i 2005, 2006 og 2007) og Polen (henholdsvis 1,8, 2,0 og 1,9 pct. af BNP i 2005, 2006 og 2007). Den stribede del af søjlerne viser, hvor stor andel af BNP disse ordninger kommer til at udgøre i 2006 og 2007.

Kilde: European Commission, Spring forecast 2006.

elle sanktioner, og kun Grækenland er tidligere blevet pålagt at korrigere underskuddet.

Dermed har Tyskland fået et pålæg, dvs. den type af henstilling, som landet ligesom Frankrig undgik i 2003. Dette blev dengang foreslået af Kommissionen, men der var ikke det fornødne flertal i Rådet til at vedtage beslutningen, og proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud for disse to lande blev derfor sat i bero. Dette førte til Kommissionens sagsanlæg ved EF-domstolen i 2004¹ og efterfølgende til reformen af pagten.

Kommissionen har i sin vurdering af Tyskland i forbindelse med underskudsproceduren lagt vægt på, at den tyske regering har fremlagt en økonomisk-politisk strategi, hvor en korrektion af det uforholdsmæssigt store budgetunderskud i 2007 er et af de centrale elementer, samt at implementeringen af strategien er i gang. I 2007 forhøjes den generelle momssats fra 16 til 19 pct., og det strukturelle budgetunderskud planlægges forbedret med 1,1 pct. af BNP. I 2006 ventes den strukturelle

¹ Jf. Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpagten – status 2005, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2005.

saldo derimod at forblive stort set uændret. Kommissionen har her valgt at tolke pagtens regler fleksibelt og acceptere en reduktion i det strukturelle budgetunderskud, som kun i gennemsnit svarer til "benchmarkkravet" om årlig forbedring på mindst 0,5 pct., og som ligger i slutningen af perioden. Den planlagte stramning er af Kommissionen vurderet som tilstrækkelig til at sikre en holdbar korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud senest i 2007.

Andre lande i budgetunderskudsproceduren

Frankrig havde indtil slutningen af 2005 stort set samme forløb i proceduren om uforholdsmæssigt store underskud som Tyskland og havde ligeledes frist for korrektionen i 2005. Til forskel fra Tyskland faldt det franske budgetunderskud under 3-pct. grænsen i 2005, jf. tabel 1. Reduktionen i underskuddet i 2005 i forhold til 2004 skyldes i høj grad engangsindtægter, som bidrog med 0,6 pct. af BNP, og kan dermed ikke anses som varig. Underskuddet ventes igen at stige en smule i løbet af 2006, og i 2007 ventes det at overskride 3-pct. grænsen, jf. figur 2. Derfor er det muligt, at proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud ikke vil blive ophævet, men kun de facto sat i bero, indtil man med større sikkerhed kan sige, hvor stort underskuddet i 2006 bliver, og hvordan budgettet for 2007 ser ud.

I juli 2005 blev budgetunderskudsproceduren iværksat for Italien og senere på året for Portugal. Tidsfristen for korrektion af underskuddet blev for Italien fastsat til 2007 og for Portugal til 2008. Kommissionens seneste prognose, jf. figur 2, indikerer, at væsentlige yderligere stramninger er nødvendige, hvis disse to lande skal nå at korrigere deres uforholdsmæssigt store underskud inden for de fastsatte frister. På Ecofin-mødet i marts 2006 blev det vedtaget foreløbig ikke at tage yderligere skridt i forhold til budgetunderskudsproceduren for Italien.¹

I begyndelsen af 2005 blev Grækenland som det første land pålagt at træffe visse foranstaltninger med henblik på at korrigere budgetunderskuddet i 2006. Grækenland har kun fået et ekstra år til at rette op på budgetsituationen trods et forholdsvis højt underskud. Ifølge 2005/06 stabilitetsprogrammet vil det strukturelle budgetunderskud blive reduceret med 1,1 pct. af BNP i år, og den planlagte finanspolitiske konsolidering er ifølge Kommissionens vurdering af programmet konsistent med korrektion af underskuddet i 2006.

UK har haft et budgetunderskud på over 3 pct. af BNP siden finansåret 2003/04, men dengang var vurderingen, at underskuddet var midlertidigt. Underskuddet i de efterfølgende år forblev over 3 pct., og da

¹ Portugal vil formentlig blive behandlet senere på året.

Kommissionens efterårsprognose i 2005 viste, at underskuddet heller ikke i finansåret 2006/07¹ ville falde under 3-pct. grænsen, blev proceduren om uforholdsmæssigt store underskud iværksat igen. I januar 2006 vedtog Rådet derfor en henstilling om korrektion af underskuddet senest i finansåret 2006/07. Siden er budgetsituationen blevet forbedret, og ifølge Kommissionens prognose fra maj 2006 ventes budgetunderskuddet i finansåret 2006/07 at være ca. 3 pct. af BNP.

Flere nye EU-lande nedbragte underskuddet under 3-pct. grænsen i 2005. Blandt de lande er Cypern, hvis underskud faldt til 2,4 pct. af BNP, og proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud ventes derfor at blive ophævet. Budgetunderskuddet i Tjekkiet, Slovakiet og Polen faldt også under 3-pct. grænsen. Det tjekkiske underskud ventes at stige over 3 pct. igen i år, men de planlagte finanspolitiske tiltag er ifølge Kommissionens vurdering af det tjekkiske stabilitetsprogram tilstrækkelige til at bringe underskuddet under 3-pct. grænsen inden 2008. Polens og Slovaquiets budgetsituation vil blive påvirket af, at det fra 2007 ikke længere vil være muligt at inkludere "fundede" pensionsordninger i opgørelsen af underskuddet, jf. figur 2. Til forskel fra det polske underskud ventes det slovakiske budgetunderskud, også efter tilpasning til de nye regler, at ligge forholdsvis tæt på 3-pct. grænsen.

Malta reducerede også budgetunderskuddet kraftigt i 2005, og underskuddet var kun en anelse over 3-pct. grænsen, jf. tabel 1. De planlagte finanspolitiske tiltag er af Kommissionen vurderet som tilstrækkelige til at sikre, at underskuddet bliver mindre end 3 pct. i 2006. I kontrast hertil blev de offentlige finanser i Ungarn kraftigt forværret i løbet af 2005. Det betød, at Rådet i slutningen af 2005 for anden gang i løbet af året traf beslutning om, at Ungarn ikke har planlagt tilstrækkelige foranstaltninger med henblik på korrektion af budgetunderskuddet i 2008. Dette bekræftes af Kommissionens prognose fra maj 2006, der viser et stigende underskud. Ekskluderer man "fundede" pensionsordninger, ventes underskuddet i 2007 at ligge på 8,4 pct. af BNP, jf. figur 2. Rådet har heller ikke været tilfreds med Ungarns 2005/06 stabilitetsprogram, som forudså nedbringelse af underskuddet under 3-pct. grænsen i 2008, uden at det var nærmere specificeret, hvordan det skulle opnås. Ungarn er derfor af Rådet blevet opfordret til at udarbejde et justeret stabilitetsprogram inden 1. september 2006.

¹ Fra 1. april 2006 til 31. marts 2007.

PAGTENS REGELSÆT EFTER 2005-REFORMEN

Boks 1

Stabilitets- og vækstpagten er en samlet betegnelse for de tekster, der præciserer og udbygger EU-traktatens regelsæt om medlemslandenes offentlige finanser. Det centrale udgangspunkt for hele regelsættet er EU-traktatens forbud mod "uforholdsmæssigt store underskud", der er bestemt som et underskud på over 3 pct. af BNP. Alle lande er omfattet af forbuddet, men kun eurolande kan pålægges at træffe foranstaltninger til at nedbringe underskuddet, eller sanktioner.

EU-traktatens bestemmelser om uforholdsmæssigt store budgetunderskud uddybes og præciseres i nogle supplerende retsakter og rapporter. Efter reformen af pagten i marts 2005 består pagtens regelsæt af en rapport fra Ecofin-Rådet fra marts 2005, en resolution fra Det Europæiske Råd, pagtens to oprindelige rådsforordninger fra 1997 samt to rådsforordninger om ændringer af disse forordninger vedtaget i 2005 som udmøntning af Ecofin-Rådets rapport¹.

Pagten kan inddeles i en "korrigerende del" og en "forebyggende del". Den korrigerende del fastlægger de nærmere regler og procedurer for behandlingen af lande, som overskrider 3-pct. grænsen for det offentlige budget. Den forebyggende del udstikker regler og procedurer for udarbejdelsen af EU-landenes årlige stabilitets- og konvergensprogrammer og forpligtelsen til, at det offentlige budget på mellemlangt sigt skal være tæt på balance eller i overskud.

For pagtens *korrigerende del* er udgangspunktet, at en overskridelse af 3-pct. grænsen kun kan tillades, såfremt overskridelsen er exceptionel og midlertidig, og underskuddet fortsat ligger tæt på 3 pct. af BNP. I den reviderede pagt fra 2005 betragtes en overskridelse som exceptionel, hvis den skyldes negativ BNP-vækst eller en længere periode med svag vækst. Dette er en lempelse fra tidligere, hvor der skulle være tale om en negativ vækst på mindst 0,75 pct., før en overskridelse kunne betragtes som exceptionel. Overskridelsen skal fortsat være midlertidig og tæt på 3-pct. grænsen, såfremt landet skal kunne undtages fra proceduren om uforholdsmæssigt store underskud på grund af exceptionelle forhold.

Det nye regelsæt nævner også en række "relevante faktorer", som skal tages i betragtning i en helhedsvurdering af, om der for et land med underskud på over 3 pct. skal indledes en budgetunderskudsprocedure, eller om den skal fortsættes med henstillinger, pålæg og – i sidste ende – mulige sanktioner. Blandt disse relevante faktorer nævnes eksempelvis "budgetmæssig indsats ... med henblik på at fremme international solidaritet og nå europæiske mål, navnlig Europas forening". Desuden skal der tages hensyn til omkostninger ved pensionsreformer. Inddragelse af de "relevante faktorer" i vurderingerne kræver dog, at underskuddet fortsat er tæt på 3 pct. af BNP, og at overskridelsen er midlertidig.

Fristen for korrektion af en overskridelse af 3-pct. grænsen er året efter, at overskridelsen er konstateret, med mindre der foreligger særlige omstændigheder. Ecofin-Rådet skal efter 2005-reformen som udgangspunkt minimum kræve, at der gennemføres en årlig konsolidering af den strukturelle budgetsaldo² på 0,5 pct. af BNP. Hvis en balanceret vurdering af "alle andre relevante forhold" viser, at der foreligger særlige omstændigheder, vil fristen kunne forlænges til to år. Fristen kan også forlænges, hvis 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. inden for den fastsatte frist.

FORTSAT

Boks 1

Det centrale i stabilitets- og vækstpagtens *forebyggende del* er, at det offentlige budget på mellemlangt sigt skal være tæt på balance eller i overskud. I 2005-reformen er der blevet indført en differentiering af denne mellemfristede målsætning (Medium Term Objective – MTO) mellem landene.³ For eurolande og ERM2-lande⁴ skal MTO være inden for visse rammer. Lande, der i udgangspunktet har en lav offentlig gæld eller en høj potentiel vækst tillades at have et budgetunderskud på mellemlangt sigt på op til 1 pct. af BNP. Lande med høj gæld eller lav potentiel vækst skal sigte på "balance eller overskud". Lande, som endnu ikke har opnået sin MTO, skal nedbringe det strukturelle underskud med mindst 0,5 pct. af BNP om året. Dette betyder 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. Engangsforanstaltninger kan, efter 2005-reformen, ikke længere indregnes, når opfyldelse af den mellemfristede målsætning og tilpasning hertil vurderes. Et land kan dog afvige fra sin mellemfristede målsætning eller tilpasning hertil i det omfang landet gennemfører strukturreformer, der styrker de offentlige finanser på langt sigt. Ud over verbal kritik fra Ecofin-Rådet er der ikke knyttet sanktioner til en overtrædelse af pagtens forebyggende del.

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

En detaljeret gennemgang af 2005-reformen findes i Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpagten – status 2005, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2005.

² Den strukturelle budgetsaldo er den nominelle budgetsaldo ekskl. konjunkturreflekter og engangsindtægter.

³ Tidligere har man kun differentieret imellem lande med hensyn til variabilitet af budgettets cykliske komponent således, at økonomier med højere volatilitet i outputtet, og som har større automatiske stabilisatorer, skulle have større cyklisk sikkerhedsmargin for at undgå overskridelse af 3-pct. grænsen under "normale" konjunkturforløb. Alle EU-lande har pligt til at have en sikkerhedsmargin i forhold til 3-pct. grænsen.

⁴ 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.

ØGET FOKUS PÅ FORBYGGENDE ELEMENTER I STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

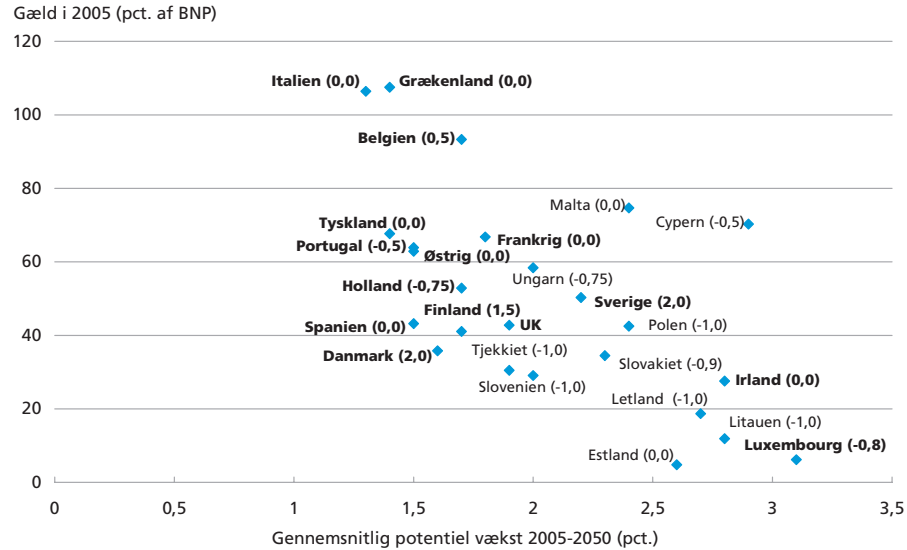
De seneste års problemer med store budgetunderskud i mange EU-lande skyldes i høj grad manglende konsolidering af de offentlige finanser i gode tider, dvs. mens der var høj vækst. Derfor ønskede man med 2005-reformen at styrke den forebyggende del af pagten, bl.a. ved at indføre en differentiering af de mellemfristede mål ("Medium Term Objective" – MTO) mellem landene, jf. boks 1.

Opdateringerne af stabilitets- og konvergensprogrammerne i begyndelsen af 2006 afspejler denne ændring, idet alle lande på nær UK har fastsat deres MTO.¹ De gamle EU-landes MTO'er er for de flestes ved-

¹ Dette er af UK begrundet med, at landet allerede har et mål om, at finanspolitikken skal opfylde en såkaldt "Golden rule". Det kræver, at de løbende indtægter i gennemsnit over konjunkturcyklen skal overstige de løbende udgifter fraregnet udgifter til de offentlige nettoinvesteringer.

POTENTIEL VÆKST, OFFENTLIG GÆLD OG MELLEMFRISTEDE MÅLSÆTNINGER

Figur 3



Anm.: I parenteserne er landenes mellemfristede målsætninger, som er den strukturelle saldo som andel af BNP, angivet. UK har ikke fastsat deres MTO. I de tilfælde, hvor MTO er defineret som et interval, viser figuren gennemsnittet. Dansk MTO er således defineret som det strukturelle budgetunderskud mellem 1,5 og 2,5 pct. af BNP, hollandsk og ungarsk som underskud mellem 0,5 pct. og 1 pct. Finland har defineret sit MTO som overskud på omkring 1,5 pct., Tjekkiet og Letland som underskud på omkring 1 pct., Litauen som et underskud på 1 pct. eller lavere og Portugal som et underskud på mindst 0,5 pct. Irlands MTO er budgetsaldo tæt på balance. Gamle lande er fremhævet med fed.

Kilde: European Commission, Spring Forecast 2006; European Commission: The 2005 EPC projection of age-related public expenditure: Agreed underlying assumptions and projection methodologies, Occasional Paper no. 19, November 2005; Rådets udtalelser om stabilitets- og konvergensprogrammer 2005/06, jf. http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/year/year20052006_en.htm.

kommende tæt på balance,¹ mens de nye landes MTO i gennemsnit er lidt mindre ambitiøse, hvilket skal ses i sammenhæng med disse landes større vækstopotentialer samt lavere offentlig gæld, jf. figur 3.² Opfyldelse af målsætningerne skulle sikre landene mod overskridelse af 3-pct. grænsen.³

Der er forskelle landene imellem med hensyn til, hvor langt de er fra at opfylde deres MTO, men i de fleste tilfælde vil opnåelse af MTO kræve stor tilpasning, jf. figur 4. Otte lande opfylder allerede deres MTO.

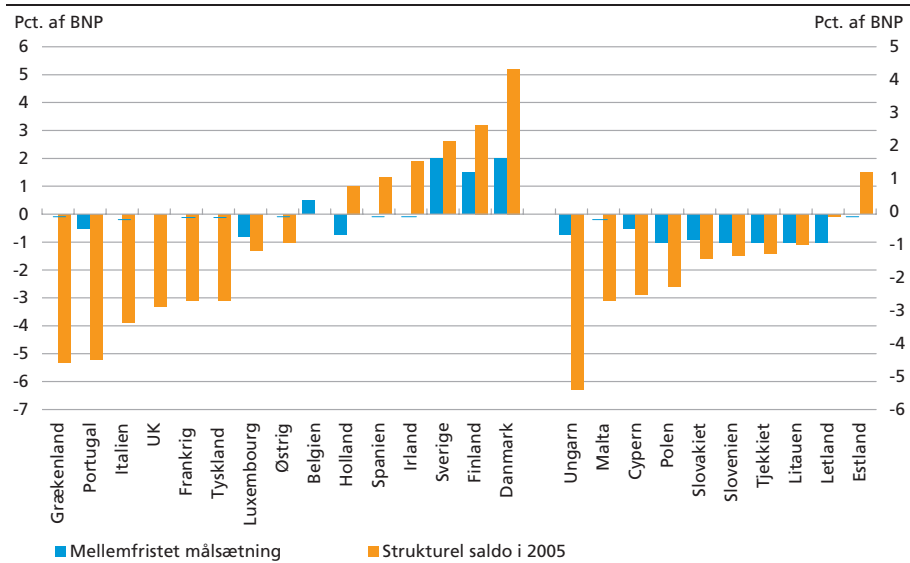
¹ Skandinaviske lande skiller sig ud med meget ambitiøse målsætninger samt med hensyn til opfyldelse af målsætninger – Danmark og Finland opfylder allerede deres MTO, og det svenske strukturelle budgetunderskud ligger kun lidt under MTO'en.

² De nye landes kortsigtede vækstopotentialer er endnu større, men ventes at blive kraftigt reduceret i de kommende årtier. Vækstpotentialet vil falde fra nuværende 4,2 til 0,9 pct. i perioden 2030-50, mens EU-15s vækstopotentialer i samme periode ventes at blive reduceret fra 2,2 til 1,3 pct. Det kraftige fald i den potentielle vækst i de nye lande kan henføres til befolkningsaldring og negativ beskæftigelsesvækst i perioden 2030-50. Economic Policy Committee and the European Commission: The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long term care, education and unemployment transfers (2004-2050).

³ Kommissionen har på basis af output volatilitet og budgettets følsomhed over for volatiliteten i outputtet beregnet minimum benchmarks for budgetunderskud for hvert land. Alle landes MTO er væsentligt mere ambitiøse end disse benchmarks.

MELLEMFRISTEDE BUDGETMÅLSÆTNINGER OG STRUKTUREL SALDO I 2005

Figur 4



Anm.: De mellemløstede målsætninger er i flere lande defineret som intervaller, jf. anmærkning til figur 3.
 Kilde: European Commission, Spring Forecast 2006; 2005/06 stabilitets- og konvergensprogrammerne.

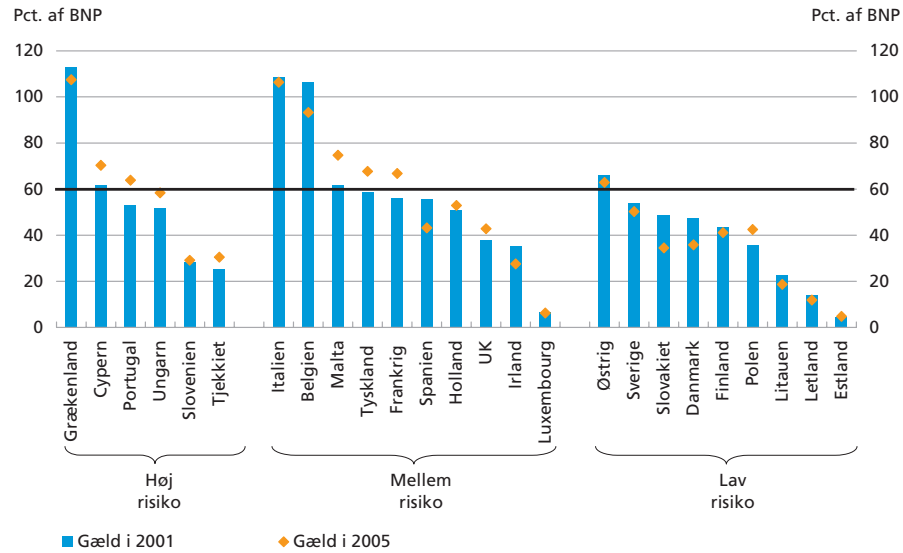
Blandt de resterende lande forventer de fleste, herunder de tre store eurolande, Tyskland, Frankrig og Italien, ikke at nå deres MTO i programperioden, dvs. inden udgangen af 2008.

Reglen om tilpasning af det strukturelle budgetunderskud på mindst 0,5 pct. af BNP om året, jf. boks 1, er generelt respekteret, dog ikke uden undtagelser. De planlagte stramninger i de lande som oplever en gunstig konjunkturudvikling er i gennemsnit lidt mindre end de krævede 0,5 pct. af BNP og dermed ikke fuldt i overensstemmelse med stabilitetspagtens krav om en øget konsolidering i gode tider.

Fokuseringen på MTO i pagtens forebyggende del efter 2005-reformen er i realiteten kun en mindre modificering i forhold til tidligere. Før reformen skulle landenes budgetunderskud være "tæt på balance eller i overskud", hvilket er blevet tolket som en cyklisk korrigeret budgetsaldo på -0,5 pct. af BNP eller bedre. Tidligere opdateringer af stabilitets- og konvergensprogrammerne har overordnet set afspejlet dette, men målsætningerne blev ofte ikke opfyldt. Gentagende overvurderinger af udviklingen i budgetsaldoen i programmerne, især i de tre største lande, har netop været medvirkende til tab af troværdighed for den forebyggende del af pagten. Det positive ved den nye fremgangsmåde vedrørende fastsættelsen af MTO'er er, at landene selv har fastsat egne målsætninger, som afspejler deres økonomiske forhold. Dette kan være medvirkende til, at landene i højere grad følger sig for-

OFFENTLIG GÆLD OG RÅDETS VURDERING AF RISIKO FOR LANGSIGTSHOLDBARHED

Figur 5



Anm.: Den vandrette linje angiver traktatens referenceværdi for den offentlige gæld på 60 pct.

Kilde: European Commission, Spring Forecast 2006; Rådets udtalelser om stabilitets- og konvergensprogrammer 2005/06, jf. http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/year/year20052006_en.htm.

pligtede til at opfylde målsætningerne. Ud over verbal kritik er der dog fortsat ikke knyttet sanktioner til en overtrædelse af pagtens forebyggende del.

LANGSIGTSHOLDBARHED AF DE OFFENTLIGE FINANSER

Pensions- og sundhedsudgifter i EU vil stige i takt med, at befolkningen bliver ældre. I perioden frem til 2050 forventes disse udgifter at stige med henholdsvis 2,2 og 1,6 pct. af BNP. Der er store forskelle mellem landene. Mens udgifterne i nogle lande ventes at blive forøget med over 10 pct. af BNP, vil andre lande opleve et fald i de aldringsrelaterede udgifter.¹

Den store offentlige gæld i mange lande udgør en yderligere byrde for langsigtholdbarheden af de offentlige finanser, jf. figur 5. I 2005 steg gælden med 1 pct. af BNP i både EU og euroområdet til henholdsvis 63,4 og 70,8 pct. af BNP.

Kommissionens og Rådets vurdering af 2006-konvergensprogrammerne indeholder, som noget nyt, en vurdering af risikoen for langsigts-

¹ Jf. Economic Policy Committee and the European Commission: The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long term care, education and unemployment transfers (2004-50).

holdbarheden af de offentlige finanser for hvert land som enten lav, medium eller høj, jf. figur 5. Den offentlige gæld i Grækenland er den højeste i EU, hvilket sammen med et højt budgetunderskud og stigende fremtidige pensionsudgifter giver en høj risiko for holdbarheden. Italien har næsten lige så høj gæld, men på grund af vedtagelsen af pensionsreformer er det vurderet, at Italien, ligesom Tyskland og Frankrig, befinder sig i mellemrisiko-kategorien.

Danmark er blandt de lande, som har lavest risiko med hensyn til langtidsholdbarhed af de offentlige finanser. Rådet har vurderet risikoen som lav som følge af de sunde offentlige finanser under forudsætning af, at der opnås den planlagte beskæftigelsesforøgelse og lav vækst i offentligt forbrug, hvilket kræver yderligere arbejdsmarkedsreformer samt en stram udgiftsstyring.

OPSUMMERING OG KONKLUSION

Det har været frygtet, at ændringen i 2005 af stabilitets- og vækstpagten ville betyde, at den overordnede finanspolitiske målsætning ville blive svækket, og en gennemførelse af budgetunderskudsproceduren ville blive vanskeliggjort. Tilpasningen af reglerne har dog indtil videre ikke haft stor betydning. Trods udvidede muligheder for undtagelser har der ikke været lande, hvor forholdene kunne betegnes som exceptionelle, og ingen lande har opfyldt forudsætningerne for, at "andre relevante forhold" kunne inddrages i vurderingen af overskridelsen af 3-pct. grænsen. Ved fastsættelsen af betingelserne og fristen for korrektion af det tyske budgetunderskud er reglerne dog på nogle punkter tolket fleksibelt, bl.a. da man accepterede, at finanspolitikken ikke bliver strammet i 2006 samt ved fastsættelsen af en længere tidsfrist for korrektionen.

Den mindre strenge tilgang har til gengæld nok været medvirkende til, at Tyskland accepterede at blive pålagt at rette underskuddet inden 2007. Tysklands accept afspejler, at den politiske og økonomiske situation i Tyskland har ændret sig i forhold til 2003, hvor Tyskland ikke var villig til at acceptere et lignende pålæg om underskudskorrektion. Samtidig er den et udtryk for et genoprettet tysk politisk medejerskab af pagten. De store landes politiske støtte er vigtig for en funktionsduelig pagt. Rådets beslutning om Tyskland vil have betydning for vurderingen af andre lande i proceduren om uforholdsmæssigt store underskud.

Den forbyggende del af pagten har fungeret efter hensigten, i hvert fald når det gælder landenes fastsættelse af individuelle mellemfristede målsætninger. Tiden vil vise, om målsætningerne vil blive realiseret, eller om landene vil falde tilbage i det gamle spor med store afvigelser mel-

lem planlagte og faktiske tal. Landene har selv fastsat egne målsætninger i overensstemmelse med deres økonomiske forhold, hvilket kan være medvirkende til, at landene i højere grad mener, at de er forpligtede til at gennemføre dem. Der synes at være en stigende bevidsthed om, at det er i landenes egen langsigtede interesse at have orden i de offentlige finanser, ikke mindst for at undgå at skulle stramme finanspolitikken i dårlige tider.

Nils Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 27. april 2006

Dansk økonomi er i god gænge. Det er resultatet af mange års indsats og vel først og fremmest en meget bred politisk enighed om de fundamentale rammer for samfundsøkonomien. Man behøver ikke kigge langt uden for landets grænser for at finde eksempler på det modsatte.

Den store udfordring på kort sigt er at fastholde de gode tider og undgå, at økonomien koger over. Og på langt sigt at bevare balancen mellem arbejdsstyrken og resten af befolkningen.

De store overskud på de offentlige finanser afspejler i høj grad den stærke vækst, men også ekstraordinært store indtægter fra pensionsafkastbeskatning og selskabsskat, herunder fra Nordsøen. Denne type indtægter kan ikke finansiere permanente udgiftsforøgelser eller skattelettelser. Den sunde økonomi skal bevares, og det kan i sig selv blive en udfordring, når vi ved, at antallet af 25-60 årige, kernen i dagens arbejdsstyrke, falder med knap 20.000 personer om året i de kommende 10 år.

Lad mig fortsætte med en gentagelse: I Danmark fører vi fastkurspolitik i forhold til euroen. Dermed deltager vi i euroområdetets bestræbelser på, at holde inflationen tæt ved – men ikke over 2 pct. Fastkurspolitikken har været et af instrumenterne til at opnå og fastholde den gode danske økonomi. Den har sikret rolig fremgang i reallønnen for lønmodtagere og pensionister og fremmet en langsigtet planlægning i landets virksomheder.

Man kan som bekendt ikke både blæse og have mel i munden – i alt fald ikke med godt resultat. Fastkurspolitikken indebærer derfor også, at Nationalbanken ikke kan tage hensyn til boligernes renteudgifter, boligpriserne for den sags skyld eller konjunktursituationen mere generelt, når Nationalbankens udlånsrente fastlægges. Det er udelukkende valutaforholdene, som bestemmer renteforskellen mellem den danske udlånsrente og den toneangivende rente i euroområdet. Er der en vedvarende tendens til udstrømning af valuta, hæver vi udlånsrenten uden at tage hensyn til hverken dagen i ugen eller tidspunktet på dagen. Det er tydeligt forklaret i beskrivelser af den danske pengepolitik gennem årene. Ikke desto mindre kom det som en overraskelse for nogle i markedet, da Nationalbanken medio februar hævede sin udlånsrente med

10 basispunkter. Nationalbanken reagerede på en betydelig valutaudstrømning, og renteforhøjelsen betød, at valutabevægelserne igen kom i balance. Muligheden for at handle, når det er nødvendigt, vil også blive brugt i fremtiden, hvis valutaforholdene tilsiger det.

Realkreditinstitutterne og den øvrige finansielle sektor er i god form og tjener mange penge. Det er bl.a. et resultat af stor aktivitet på boligmarkedet, hvor den lave rente sammen med andre forhold har drevet priserne opad og sat gang i nybyggeriet. Priserne på parcel- og rækkehuse er det seneste år steget med 24 pct. Ejerlejligheder er steget endnu mere. Prisstigningerne har været ujævnt fordelt over landet med særligt store stigninger i hovedstadsområdet og i de større provinsbyer.

Er de stærke prisstigninger så tegn på en prisboble, der er ved at sprænges? Næppe generelt. Med udsigt til fortsat høj beskæftigelse er der ingen grund til at vente, at boligpriserne vil styrtdykke. Ud over den gunstige udvikling i beskæftigelse og realindkomster kan prisstigningerne indtil nu i hovedtræk forklares med den lave rente, nye låneformer, herunder lån med afdragsfrihed og rentetilpasning samt stærke ønsker om at bo i bestemte områder, hvor udbuddet af boliger er begrænset. Endelig er der fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, som især har haft betydning for priserne de særligt attraktive steder, hvor den progressive ejendomsværdiskat har eller ville få betydning.

Trods den seneste stigning er renten, både nominelt og realt, fortsat meget lav. Med udsigt til bedre konjunkturer i Europa og fortsat høje energipriser, er det en udbredt forventning i kapitalmarkedet, at renten vil stige yderligere i den kommende tid. Det vil betyde lavere huspriser end ellers, måske også let faldende priser, men så længe den gunstige konjunktursituation varer ved, er der ikke udsigt til betydelige generelle prisfald.

Men som med så meget andet her i verden kan vi ikke være sikre. En kombination af væsentligt højere rente og arbejdsløshed kan få boligpriserne til at falde mere dramatisk. Men det er i dag ikke det mest sandsynlige forløb.

De voldsomme prisstigninger på fast ejendom har skabt nogle meget store kapitalgevinster. Hvis en stor del af disse gevinster omsættes i forbrug, øges risikoen for, at økonomien koger over. Muligheden er der. I 2005 steg værdien af de boliger, som husholdningerne ejer, med ca. 500 mia.kr. Til sammenligning var det samlede private forbrug ca. 750 mia.kr. Så for mange husstande har værdistigningen på deres faste ejendom været en del større end arbejdsindkomsten efter skat. Husholdningerne har heldigvis generelt forvaltet de stigende boligværdier forsigtigt. Stigningen i boligværdierne kan formentlig kun forklare et "merforbrug" på 7-8 mia.kr.

Prisstigningerne er i stedet slået ud i stigende formue. Selv frearegnet værdien af boligerne steg formuen faktisk i 2005. Der var en stor låntagning i bl.a. realkreditinstitutter, men lånene blev i stor udstrækning anvendt til at købe finansielle fordringer, herunder til pensionsopsparing.

Husholdningerne har taget de nye udlånstyper til sig. Set under ét giver anvendelsen heraf ikke anledning til bekymring. Stiger renten på rentetilpasningslån med 1 procentpoint, vil husholdningernes renteudgifter til realkreditlån i gennemsnit stige med 1,2 pct. af bruttoindkomsten. For en husstandsindkomst på 500.000 kr. svarer det til 6.000 kr. om året før skat. Der vil dog altid være udsatte grupper, som har spændt buen for hårdt. Men det har ikke et omfang, så det kan true den finansielle stabilitet. Der er imidlertid god grund til i den nuværende situation at tænke sig omhyggeligt om, så man ikke ender i den udsatte gruppe.

Historien har vist, at dansk realkredit er et godt system. Det har været muligt at foretage en betydelig produktudvikling inden for systemets rammer. Realkreditrådets årsmøde er en god anledning til at nævne nogle af de gode egenskaber ved det danske realkreditsystem. De lovgivningsmæssige rammer så som lånegrænser og balanceprincip gør det til et meget sikkert system, hvilket ratingbureauerne lægger vægt på i deres vurdering. Systemet har også skabt et stort og likvidt obligationsmarked. Ikke mindst giver det den enkelte dansker adgang til at finansiere boligen på en meget gennemsigtig facon baseret på kapitalmarkedsrenten på de udstedte obligationer plus bidrag.

Produktudviklingen inden for boligfinansiering vil utvivlsomt fortsætte. Inden for det kommende år vil vi sandsynligvis få en nydannelse på obligationsområdet. Danmark skal have tilpasset de lovgivningsmæssige rammer for særligt sikre obligationer – såkaldte "covered bonds". På grund af særlige sikkerhedskrav, der er knyttet til "covered bonds", kan disse obligationer være særligt attraktive for investorer, og kan dermed også være til fordel for låntagere. De særlige sikkerhedskrav i EU-lovgivningen vil pengeinstitutterne umiddelbart have nemmere ved at imødekomme, mens det vil være betydeligt vanskeligere for realkreditinstitutterne, medmindre de sænker lånegrænserne.

Det siger sig selv, at dette kan ændre konkurrenceforholdene mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter.

Det er Nationalbankens opfattelse, at eventuelle prismæssige fordele ved "covered bonds" bør komme låntagerne til gode. Det sker bedst ved, at både pengeinstitutter og realkreditinstitutter i lovgivningen får rammer til at udstede "covered bonds", så der er mange – og heriblandt store – formidlere af boligfinansiering, og ved at denne produktudvik-

ling sker inden for rammer, som fortsat skaber sikker og gennemsigtig boligfinansiering på kapitalmarkedsvilkår. Det er derfor vigtigt med en grundig gennemarbejdning af de kommende regler, herunder konsekvenserne heraf, således at der etableres et lovgrundlag for "covered bonds", som skaber den nødvendige ramme for et sikkert boligfinansieringssystem på basis af guldrandede obligationer.

Konkurrence er godt. Det er tydeligt, at der er intens konkurrence om udvikling af nye produkter i det finansielle system. Fra tid til anden kommer der også succeshistorier om priskonkurrence, eksempelvis på gebyrerne for elektronisk aktiehandel. Her blev det nemmere for brugerne at gennemskue markedet og stemme med fødderne. Når man ser på indtjeningen i det finansielle system, er jeg sikker på, at der er plads til flere af den slags succeshistorier.

Med denne venligt mente opmuntring vil jeg gerne slutte af med at takke for det gode samarbejde mellem Realkreditrådet, sektorens virksomheder og Nationalbanken.

Pressemeddelelser

DEN 2. MARTS 2006: RENTEFORHØJELSE

Diskontoen og foliorenten forhøjes med 0,25 pct. til 2,50 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 pct. til 2,75 pct. Forhøjelsen har virkning fra 3. marts 2006.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet minimumsbudrenten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 pct. til 2,50 pct.

DEN 5. APRIL 2006: "SKYGGEN" – ET EVENTYR I GULD OG SØLV

Kunstneren Bjørn Nørgaard har fortolket H.C. Andersens eventyr "Skyggen". Resultatet er en flot og spændende mønt, som bliver udsendt 24. april 2006. Forsiden af mønten viser Dronningens portræt i profil.

Mønten udsendes i tre versioner: Guld, sølv og en almindelig 10-krone. Guld-mønten udsendes i maksimalt 5.000 eksemplarer, mens sølv-mønten udsendes i maksimalt 50.000 eksemplarer. Den almindelige 10-krone udsendes i 1,2 mio. eksemplarer.

Den tredje eventyrmønt

"Skyggen" er den tredje mønt i en serie på i alt fem eventyrmønter, hvor de første to mønter var inspireret af eventyrene "Den Grimme Ælling" og "Den Lille Havfrue". Den næste eventyrmønt udsendes i efteråret 2006.

Kan købes fra 24. april 2006

Eventyrmønten kan købes i pengeinstitutter, hos mønthandlere og i Nationalbanken fra 24. april 2006. Nogle pengeinstitutter og mønthandlere tager allerede nu mod bestilling.

Vejledende udsalgspris er 2.000 kr. for guldmønten og 200 kr. for sølv-mønten (inkl. moms).

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

Pressebilleder

Pressebilleder af mønten kan downloades på www.nationalbanken.dk – under Presse.

Tabelafsnit

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

Kilde- og signaturforklaring

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

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

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 26. maj 2006.

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

RENTER OG AKTIEKURSIDEKX

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente		Penge- markeds- rente, 3 mæne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100
2001	3,25	3,60	3,25	2001	3,54	5,15	6,55	272,45
2002	2,75	2,95	2,75	2002	3,00	4,45	5,47	199,49
2003	2,00	2,15	2,00	2003	2,16	4,46	5,45	244,35
2004	2,00	2,15	2,00	2004	2,16	3,87	5,07	286,66
2005	2,25	2,40	2,25	2005	2,46	3,30	4,39	393,52
2005 2. dec ...	2,25	2,40	2,25	okt 05	2,22	3,39	4,46	356,82
				nov 05	2,40	3,43	4,50	368,37
2006 17. feb ...	2,25	2,50	2,25	dec 05	2,46	3,30	4,39	393,52
3. mar ..	2,50	2,75	2,50	jan 06	2,46	3,45	4,48	389,06
				feb 06	2,74	3,54	4,54	390,64
				mar 06	2,90	3,84	4,76	395,12
26. maj ..	2,50	2,75	2,50	apr 06	2,92	4,04	4,92	396,71

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
2001	148,4	47,3	43,5	113,6	3,7	63,4	53,9
2002	193,2	47,7	50,3	160,7	10,1	81,2	89,6
2003	224,2	49,7	44,0	157,3	12,9	48,0	122,2
2004	217,6	52,0	60,8	160,4	6,9	72,6	94,6
2005	212,3	56,2	56,4	207,6	12,8	135,3	85,1
nov 05	205,0	53,8	40,5	201,6	20,3	124,9	97,0
dec 05	208,5	56,2	53,5	207,6	12,8	135,3	85,1
jan 06	213,1	54,3	60,2	189,2	10,3	122,0	77,5
feb 06	182,1	54,1	37,1	184,7	18,9	133,5	70,1
mar 06	182,4	54,5	31,6	177,4	20,1	119,9	77,6
apr 06	182,4	55,8	35,3	164,9	8,9	101,5	72,3

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb	Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer	Likviditetspåvirkning				Ændring	Ultimo
2001	81,2	87,7	-6,5	28,4	1,0	-3,6	19,3	53,9
2002	115,5	121,9	-6,4	45,4	-0,9	-2,4	35,7	89,6
2003	99,7	94,1	5,6	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
2004	75,5	92,6	-17,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005	39,5	30,9	8,6	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
nov 05	-11,6	-12,0	0,3	-3,7	-2,2	-1,1	-6,6	97,0
dec 05	-11,6	1,7	-13,3	3,4	-1,7	-0,3	-11,9	85,1
jan 06	2,6	9,3	-6,8	0,8	-2,3	0,6	-7,6	77,5
feb 06	7,7	-14,8	22,5	-30,4	0,7	-0,2	-7,4	70,1
mar 06	8,3	2,8	5,5	0,3	-0,6	2,2	7,5	77,6
apr 06	4,4	8,2	-3,8	-0,5	0,0	-0,9	-5,2	72,3

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

Ultimo	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
	Mia.kr.							
2001	2.932,1	75,0	1.850,9	133,1	37,0	686,3	1.048,7	-57,0
2002	3.198,5	79,9	1.944,6	142,8	36,5	723,3	1.125,9	-66,8
2003	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
2004	3.683,4	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-66,9
2005	4.228,1	107,8	2.584,2	75,8	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
nov 05	4.198,1	102,9	2.551,4	57,8	51,8	955,6	1.239,1	-222,5
dec 05	4.228,1	107,8	2.584,2	75,8	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
jan 06	4.165,3	109,9	2.594,0	81,1	54,1	1.062,8	1.293,1	-122,9
feb 06	4.153,7	107,3	2.625,9	65,4	54,1	971,4	1.318,6	-190,9
mar 06	4.233,3	108,6	2.683,0	44,2	54,4	991,6	1.326,0	-188,0
apr 06	4.323,6	111,3	2.708,0	49,9	55,1	1.008,4	1.315,3	-196,2
Ændring i forhold til året før, pct.								
2001	...	10,2	9,5	16,6	-14,0	5,7	2,9	...
2002	...	6,6	5,1	7,3	-1,4	5,4	7,4	...
2003	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
2004	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
2005	...	10,6	15,0	-24,8	15,4	14,4	7,9	...
nov 05	...	10,3	14,4	-46,4	12,0	6,7	4,8	...
dec 05	...	10,6	15,0	-24,8	15,4	14,4	7,9	...
jan 06	...	10,5	14,0	-21,2	10,2	19,5	5,7	...
feb 06	...	12,4	14,0	-39,9	12,7	11,6	6,5	...
mar 06	...	13,6	14,8	-59,6	15,2	10,4	5,3	...
apr 06	...	14,0	15,1	-49,5	17,7	6,2	8,3	...

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

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid =<2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel =< 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid =< 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
2001	39,2	375,6	414,9	102,7	9,9	527,4	4,0	15,0	546,4
2002	39,0	399,1	438,1	102,7	18,5	559,3	6,6	45,2	611,2
2003	41,0	428,2	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
2005	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,2	798,5
nov 05	46,1	597,1	643,2	129,3	20,3	792,8	4,2	2,1	799,2
dec 05	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,2	798,5
jan 06	46,2	658,1	704,3	147,7	18,1	870,0	3,0	2,7	875,9
feb 06	46,3	589,0	635,2	146,6	18,5	800,4	5,2	5,6	811,3
mar 06	47,2	604,6	651,8	145,2	18,4	815,4	18,2	9,2	842,8
apr 06	47,8	622,5	670,3	136,9	17,8	825,0	17,7	8,6	851,4
Ændring i forhold til året før, pct.									
2001	...	...	7,3	...	...	6,5	...	...	7,7
2002	...	...	3,9	...	...	4,6	...	...	11,8
2003	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	11,4
2004	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
2005	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,2
Nov 05	...	...	19,2	...	...	12,2	...	...	1,5
Dec 05	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,2
Jan 06	...	...	29,2	...	...	24,0	...	...	22,8
Feb 06	...	...	16,9	...	...	14,4	...	...	14,8
Mar 06	...	...	18,2	...	...	16,9	...	...	19,9
Apr 06	...	...	12,8	...	...	10,5	...	...	12,8

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
2001	1.798,8	353,0	588,0	253,3	228,8	579,3	627,5	718,0
2002	2.040,1	419,8	599,2	253,5	231,3	620,9	685,6	764,7
2003	2.204,4	468,7	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
2005	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
nov 05	2.904,6	602,9	894,3	375,9	359,7	939,3	1.011,8	1.035,0
dec 05	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
jan 06	2.847,2	598,5	919,8	389,0	372,8	910,3	934,4	1.104,1
feb 06	2.846,4	589,1	935,6	393,6	380,0	894,0	957,9	1.045,0
mar 06	2.897,5	615,9	973,4	408,6	393,0	892,6	967,3	1.076,7
apr 06	2.949,2	606,1	986,3	410,6	400,0	898,8	983,7	1.070,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
2001	...	-17,5	11,7	6,0	22,8	27,0	8,2	4,9
2002	...	18,9	1,9	0,1	1,1	7,2	9,3	6,5
2003	...	10,7	2,5	7,1	3,1	21,8	18,8	3,9
2004	...	5,6	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
2005	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3
nov 05	...	18,0	21,1	22,8	15,7	19,0	26,2	9,2
dec 05	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3
jan 06	...	17,3	18,8	20,9	18,0	9,6	7,8	18,0
feb 06	...	17,2	19,6	19,6	18,8	-0,2	0,6	11,6
mar 06	...	9,6	21,8	19,0	21,0	-1,6	-5,6	15,4
apr 06	...	14,9	22,0	20,6	20,6	0,3	6,4	8,3

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

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
2001	1.579,5	88,3	1.191,8	907,6	246,8	280,7	55,3	1.421,3
2002	1.721,8	77,3	1.285,1	988,0	259,2	338,5	58,9	1.584,2
2003	1.863,8	100,9	1.394,6	1.072,1	284,4	342,6	32,6	1.729,0
2004	2.097,4	91,2	1.489,9	1.141,3	307,9	481,2	26,1	1.952,5
2005	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
nov 05	2.002,8	67,8	1.653,0	1.269,7	335,1	220,7	72,0	1.806,7
dec 05	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
jan 06	1.958,5	111,7	1.677,0	1.290,0	337,6	134,5	100,5	1.756,0
feb 06	1.987,2	123,4	1.689,9	1.300,6	339,6	140,7	101,0	1.772,2
mar 06	2.051,4	157,9	1.709,2	1.314,3	346,9	154,6	115,2	1.794,0
apr 06	2.023,0	125,9	1.723,8	1.326,5	349,5	140,8	107,1	1.764,6
Ændring i forhold til året før, pct.								
2001	...	64,6	8,8	9,3	9,4	71,5	52,6	17,2
2002	...	-12,5	7,8	8,9	5,0	20,6	6,7	11,5
2003	...	30,6	8,5	8,5	9,7	1,2	-44,8	9,1
2004	...	-9,6	6,8	6,5	8,3	40,4	-19,9	12,9
2005	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6
Nov 05	...	17,9	11,2	11,6	8,4	25,3	68,8	11,3
Dec 05	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6
Jan 06	...	62,2	11,8	12,4	8,5	14,6	482,4	8,5
Feb 06	...	26,3	11,6	12,3	7,7	3,2	273,8	6,1
mar 06	...	10,1	11,7	12,4	8,9	0,5	372,5	3,3
apr 06	...	79,3	12,0	12,9	9,7	11,4	371,5	5,8

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia.kr.								
Ultimo									
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
2005	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
nov 05	2.577,4	1.645,6	851,6	924,3	375,9	509,0	1.653,0	1.269,7	342,6
dec 05	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
jan 06	2.626,3	1.678,9	858,9	949,2	389,0	513,9	1.677,0	1.290,0	345,0
feb 06	2.654,9	1.694,2	874,7	965,0	393,6	527,7	1.689,9	1.300,6	347,0
mar 06	2.712,0	1.722,9	904,9	1.002,8	408,6	550,3	1.709,2	1.314,3	354,6
apr 06	2.739,5	1.737,1	914,6	1.015,7	410,6	557,5	1.723,8	1.326,5	357,1
Ændring i forhold til året før, pct.									
2001	7,5	8,6	6,0	5,1	6,0	3,8	8,8	9,3	9,1
2002	5,7	6,9	4,1	1,5	0,1	3,1	7,8	8,9	5,5
2003	6,1	8,2	2,7	1,5	7,1	-1,7	8,5	8,5	9,3
2004	9,0	9,1	8,5	13,4	19,6	8,8	6,8	6,5	8,0
2005	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8
nov 05	14,2	14,0	13,7	20,1	22,8	17,4	11,2	11,6	8,7
dec 05	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8
jan 06	14,0	14,3	12,3	17,9	20,9	14,8	11,8	12,4	8,7
feb 06	14,0	13,9	13,2	18,7	19,6	17,0	11,6	12,3	7,9
mar 06	14,9	13,9	16,2	20,8	19,0	21,3	11,7	12,4	9,2
apr 06	15,1	14,6	15,7	20,8	20,6	19,8	12,0	12,9	9,9

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

	Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
			I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån
Ultimo	Mia.kr.						
2001	109,6	836,5	245,7	151,5	1.191,8	54,5	...
2002	103,6	816,0	365,0	200,4	1.284,6	82,5	...
2003	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4
2004	94,6	737,6	656,1	378,4	1.488,4	84,9	170,5
2005	88,6	760,1	814,1	576,2	1.662,8	80,5	315,5
nov 05	91,3	739,3	821,4	566,7	1.652,0	86,7	298,0
dec 05	88,6	760,1	814,1	576,2	1.662,8	80,5	315,5
jan 06	88,8	763,0	823,5	615,0	1.675,3	80,9	323,5
feb 06	89,0	766,7	832,8	624,2	1.688,4	81,2	331,8
mar 06	89,2	777,2	841,0	635,9	1.707,5	81,8	345,5
apr 06	89,5	784,9	847,9	640,9	1.722,2	81,9	355,2

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
1. kv. 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
3. kv. 05	4,8	6,3	4,5	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
4. kv. 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
1. kv. 06	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
okt 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
nov 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
dec 05	4,6	6,1	4,4	2,7	1,7	1,4	1,8	2,3
jan 06	4,7	6,1	4,4	2,7	1,8	1,4	1,9	2,3
feb 06	4,8	6,2	4,5	2,8	1,8	1,5	2,0	2,3
mar 06	4,9	6,3	4,6	2,9	2,0	1,7	2,2	2,5

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
		Mia.kr.					
Ultimo							
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
2005	794,7	412,1	286,4	265,7	236,5	263,0	24,4
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	204,4	236,0	18,5
3. kv. 05	757,0	408,5	257,4	250,0	224,3	252,9	21,3
4. kv. 05	794,7	412,1	286,4	265,7	236,5	263,0	24,4
1. kv. 06	843,9	409,2	330,1	281,1	248,6	281,2	27,8
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
1. kv. 05	...	15,7	10,0	6,5	7,5	5,0	0,6
2. kv. 05	...	32,7	26,0	7,5	1,7	59,1	2,7
3. kv. 05	...	16,7	10,0	8,1	7,8	4,9	1,7
4. kv. 05	...	5,0	12,6	11,5	3,6	4,5	2,9
1. kv. 06	...	4,8	21,4	9,7	5,0	8,9	3,1

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.							
2001	1.787,7	414,6	443,7	217,1	1.231,8	194,5	480,5	231,1
2002	1.999,8	414,7	479,8	222,9	1.411,6	189,6	384,3	162,3
2003	2.124,2	419,6	488,2	210,0	1.523,9	207,9	488,1	208,6
2004	2.393,0	429,7	493,1	228,3	1.785,9	198,6	592,1	244,5
2005	2.560,1	461,2	435,2	205,1	2.002,9	252,5	827,1	298,2
nov 05	2.138,5	426,6	438,7	206,3	1.576,5	216,6	733,4	297,6
dec 05	2.560,1	461,2	435,2	205,1	2.002,9	252,5	827,1	298,2
jan 06	2.041,6	460,4	433,2	210,2	1.490,4	246,7	836,0	296,8
feb 06	2.053,2	451,3	427,1	196,2	1.504,1	251,5	882,0	270,6
mar 06	2.060,7	433,0	413,7	174,5	1.524,0	254,9	890,0	280,2
apr 06	2.040,4	424,6	419,8	169,0	1.496,3	252,0	869,1	280,9

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
	Mia.kr.							
Ultimo								
2001	556	205	335	1.136	2.231	1.326	905	2.231
2002	583	196	319	1.172	2.270	1.443	827	2.270
2003	620	188	405	1.262	2.476	1.528	947	2.476
2004	667	190	470	1.395	2.723	1.680	1.044	2.724
2005	738	187	634	1.589	3.149	1.858	1.291	3.149
4. kv. 04	667	190	470	1.395	2.723	1.680	1.044	2.724
1. kv. 05	679	187	513	1.441	2.820	1.716	1.104	2.820
2. kv. 05	724	183	554	1.536	2.998	1.786	1.212	2.998
3. kv. 05	735	181	594	1.552	3.062	1.832	1.230	3.062
4. kv. 05	738	187	634	1.589	3.149	1.858	1.291	3.149

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiel netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo									
2001	520	145	713	1.377	1.163	97	1.069	-952	1.377
2002	523	144	634	1.302	1.138	117	949	-902	1.302
2003	634	149	640	1.423	1.150	128	1.121	-976	1.423
2004	629	172	713	1.513	1.206	155	1.177	-1.024	1.513
2005	662	173	919	1.755	1.333	170	1.457	-1.204	1.755
4. kv. 04	629	172	713	1.513	1.206	155	1.177	-1.024	1.513
1. kv. 05	646	187	773	1.605	1.234	156	1.287	-1.072	1.605
2. kv. 05	685	191	846	1.722	1.286	179	1.378	-1.120	1.722
3. kv. 05	664	194	863	1.722	1.290	178	1.423	-1.168	1.723
4. kv. 05	662	173	919	1.755	1.333	170	1.457	-1.204	1.755

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 15

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
2001	63,3	25,1	88,4	-25,0	-21,6	41,8
2002	64,3	17,8	82,1	-24,7	-23,3	34,1
2003	64,1	23,1	87,2	-17,4	-24,0	45,8
2004	55,1	19,8	74,9	-13,9	-27,7	33,3
2005	48,9	29,8	78,7	-7,7	-25,6	45,5
apr 04 - mar 05	53,5	19,4	72,9	-16,5	-31,3	25,2
apr 05 - mar 06	39,2	27,9	67,1	-4,0	-26,0	37,1
okt 05	3,8	1,3	5,1	0,0	-1,7	3,4
nov 05	4,7	2,2	6,9	0,0	-2,1	4,8
dec 05	1,0	1,7	2,7	-0,4	-1,9	0,4
jan 06	-1,5	0,5	-1,0	0,0	-2,8	-3,8
feb 06	2,4	0,5	2,8	-0,4	-2,9	-0,5
mar 06	2,1	1,0	3,1	-2,3	-2,4	-1,6

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

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhverv- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ²	National- bankens transakti- oner med udlandet ³
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
2001	41,9	-107,9	92,5	-35,3	7,9	28,4	27,5
2002	35,3	-44,9	52,3	1,2	21,3	-19,8	45,4
2003	45,7	-8,0	17,8	-98,3	72,5	1,0	30,8
2004	33,5	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	70,3	-6,2
2005	47,1	-55,9	31,8	-59,4	23,0	1,6	-11,8
apr 04 - mar 05	28,7	33,6	-49,3	-103,9	58,1	53,0	20,2
apr 05 - mar 06	36,1	-55,7	47,3	-125,2	49,8	-11,4	-59,1
okt 05	2,8	-0,5	5,6	4,5	-16,1	-12,2	-15,9
nov 05	4,7	-15,2	3,2	-29,4	22,9	8,6	-5,3
dec 05	0,2	7,2	14,0	45,8	-67,9	4,5	3,7
jan 06	-3,8	-8,9	20,6	-35,4	19,1	9,6	1,1
feb 06	-0,5	-3,8	0,9	-52,6	43,1	-18,2	-31,0
mar 06	-1,6	-9,4	-0,7	3,5	3,8	4,9	0,5

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.² Omfatter fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.³ Fra og med 2005 transaktioner i alle Nationalbankens udenlandske mellemværender. Før 2005 anvendtes alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven, som offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2001	-17,7	97,7	6,6	-86,2	-35,8	-35,3
2002	8,5	24,0	4,9	-34,8	-1,4	1,2
2003	-30,3	66,3	9,1	-121,5	-21,9	-98,3
2004	-6,2	56,9	9,7	-104,4	-43,0	-87,1
2005	20,3	123,5	-19,8	-108,3	-75,1	-59,4
okt 05	-10,3	27,6	1,7	-8,6	-5,9	4,5
nov 05	-26,5	10,9	-0,5	-0,6	-12,8	-29,4
dec 05	29,8	8,7	-20,4	34,6	-6,9	45,8
jan 06	6,3	-8,4	-4,8	-4,3	-24,3	-35,4
feb 06	-7,0	12,4	-35,2	-3,4	-19,4	-52,6
mar 06	-12,4	19,7	2,3	38,5	-44,7	3,5

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

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
Aktiver										
2001	520	138	403	317	3	57	417	30	153	2.038
2002	465	148	253	359	14	57	451	34	199	1.980
2003	413	198	309	446	17	57	518	31	230	2.221
2004	436	213	380	548	48	31	584	7	223	2.471
2005	535	216	560	684	56	34	713	6	217	3.021
4. kv. 04	436	213	380	548	48	31	584	7	223	2.471
1. kv. 05	474	220	411	609	51	32	652	15	240	2.702
2. kv. 05	492	208	459	687	60	34	662	15	242	2.860
3. kv. 05	514	220	507	712	60	34	679	8	232	2.968
4. kv. 05	535	216	560	684	56	34	713	6	217	3.021
Passiver										
2001	393	242	201	745	•	30	630	15	5	2.259
2002	393	194	146	756	•	30	669	13	4	2.205
2003	434	162	186	762	•	28	801	13	4	2.391
2004	386	204	239	859	•	17	821	26	2	2.554
2005	406	228	308	1.022	•	23	968	28	3	2.985
4. kv. 04	386	204	239	859	•	17	821	26	2	2.554
1. kv. 05	398	209	264	917	•	21	939	26	1	2.774
2. kv. 05	385	214	274	963	•	20	973	27	1	2.858
3. kv. 05	395	221	304	986	•	21	999	27	2	2.956
4. kv. 05	406	228	308	1.022	•	23	968	28	3	2.985
Nettoaktiver										
2001	127	-104	202	-428	3	27	-213	16	149	-220
2002	73	-45	106	-397	14	27	-218	20	195	-225
2003	-21	36	123	-315	17	29	-283	19	226	-170
2004	50	9	141	-311	48	14	-237	-19	221	-83
2005	129	-13	253	-338	56	10	-255	-22	214	36
4. kv. 04	50	9	141	-311	48	14	-237	-19	221	-83
1. kv. 05	76	11	146	-308	51	12	-287	-11	239	-72
2. kv. 05	106	-6	185	-276	60	14	-311	-12	241	1
3. kv. 05	119	-1	203	-274	60	13	-320	-19	230	12
4. kv. 05	129	-13	253	-338	56	10	-255	-22	214	36

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

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
	Mia.kr.							
2001	1.335,6	631,7	343,3	265,8	6,1	1.246,9	630,9	542,2
2002	1.372,7	652,3	360,2	270,8	9,3	1.292,6	648,3	568,2
2003	1.409,2	675,6	371,1	276,1	0,7	1.323,5	634,2	548,5
2004	1.467,3	710,6	388,3	292,6	3,8	1.395,3	663,1	591,1
2005	1.551,5	751,9	401,9	322,4	2,0	1.478,3	754,8	681,5
4. kv. 04	387,1	191,0	100,0	81,1	-1,6	370,5	172,5	155,9
1. kv. 05	361,6	179,7	97,4	69,9	0,5	347,6	166,6	152,6
2. kv. 05	395,2	188,2	100,4	83,0	2,3	373,9	188,9	167,6
3. kv. 05	389,6	185,5	100,3	78,4	0,7	364,9	197,3	172,6
4. kv. 05	405,1	198,4	103,8	91,1	-1,4	391,9	201,9	188,7

Realvækst i forhold til året før, pct.

2001	0,7	0,1	2,2	-1,4	...	0,0	3,1	1,9
2002	0,5	1,5	2,1	0,1	...	1,7	4,1	7,5
2003	0,7	1,6	0,2	2,0	...	0,4	-1,2	-1,7
2004	1,9	3,4	1,5	4,5	...	3,4	2,7	6,4
2005	3,1	3,8	1,3	9,0	...	4,0	8,0	10,9
4. kv. 04	1,9	4,3	1,1	5,5	...	4,2	0,8	4,8
1. kv. 05	0,1	3,3	0,8	3,9	...	2,2	1,8	7,2
2. kv. 05	4,2	6,0	0,7	12,2	...	6,0	7,1	12,0
3. kv. 05	4,5	4,4	1,4	6,6	...	3,5	11,4	9,3
4. kv. 05	3,3	1,6	2,1	12,5	...	4,3	11,6	15,0

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

4. kv. 04	1,0	2,4	0,2	-0,3	...	1,2	-0,1	-1,7
1. kv. 05	0,1	-0,3	0,5	-1,3	...	-0,3	3,9	3,6
2. kv. 05	2,1	2,1	0,2	8,6	...	3,0	4,4	5,6
3. kv. 05	1,2	0,1	0,5	-0,2	...	0,1	2,8	1,6
4. kv. 05	0,0	-0,3	0,8	5,2	...	1,2	0,5	3,7

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

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
		Vægtfordeling i pct.								
	100	10,6	20,7	68,7	7,7	4,2	56,9	51,0	16,2	34,8
Vækst i forhold til året før, pct.										
2001	2,3	1,4	3,5	2,0	2,7	3,7	1,9	2,1	1,8	2,2
2002	2,4	2,1	1,8	2,7	2,6	5,0	2,5	2,5	0,1	3,6
2003	2,0	0,9	0,7	2,5	2,7	8,1	2,1	1,9	0,4	2,6
2004	0,9	2,6	-2,1	1,6	2,8	4,8	1,1	0,8	1,1	0,6
2005	1,7	7,6	1,0	1,0	2,4	3,2	0,6	0,7	3,4	-0,6
1. kv. 04	0,7	-3,2	-2,0	2,1	2,8	4,9	1,7	1,4	-0,6	2,3
2. kv. 04	0,8	2,6	-2,5	1,6	2,8	4,9	1,1	0,8	0,3	1,1
3. kv. 04	1,0	4,8	-2,6	1,4	2,7	4,7	1,0	0,7	1,7	0,2
4. kv. 04	1,2	6,4	-1,1	1,1	2,7	4,9	0,5	0,3	3,2	-1,0
1. kv. 05	1,1	4,6	0,3	0,7	2,4	4,0	0,2	0,3	2,8	-0,9
2. kv. 05	1,6	6,7	0,6	1,0	2,3	3,2	0,7	0,7	3,5	-0,6
3. kv. 05	2,2	10,1	1,5	1,1	2,3	3,0	0,8	0,8	3,9	-0,6
4. kv. 05	2,0	8,9	1,5	1,1	2,3	2,6	0,7	0,9	3,5	-0,2
1. kv. 06	2,0	8,9	0,9	1,2	2,2	2,6	1,0	1,1	3,7	-0,1

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2003.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 56,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 51,0 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- streriner af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri ¹ 2000=100	Detail- handel 2000=100				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
2001	5,2	101,9	100,6	2.682	96.114	0	-3	-11	5
2002	5,2	102,9	103,6	3.041	111.598	1	-4	-14	5
2003	6,2	102,5	107,8	3.039	96.501	1	-6	-18	-2
2004	6,4	102,1	113,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
2005	5,7	103,8	120,1	1.874	148.576	9	1	7	20
Sæsonkorrigeret									
dec 05	5,1	108,8	125,0	146	12.581	10	3	18	27
jan 06	5,1	108,3	124,0	131	13.343	13	6	21	22
feb 06	5,0	108,1	122,7	99	12.741	13	9	20	18
mar 06	4,8	107,6	123,8	117	12.709	13	6	17	23
apr 06	...	...	...	90	11.981	10	5	20	22
maj 06	...	...	...	...	...	11	...	...	...

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2001	2.785	1.941	123,7	123,5	117,1	162,0
2002	2.784	1.932	128,5	128,5	120,5	168,0
2003	2.750	1.909	133,3	133,8	124,1	173,2
2004	2.751	1.915	137,4	138,0	127,5	188,6
2005	2.771	1.939	141,4	141,8	130,8	220,9
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 04	2.753	1.919	139,0	139,2	128,7	195,7
1. kv. 05	2.762	1.931	140,2	140,3	130,4	203,7
2. kv. 05	2.767	1.934	140,4	141,1	130,1	215,3
3. kv. 05	2.773	1.941	142,1	142,2	131,1	227,3
4. kv. 05	2.782	1.951	143,0	143,2	131,6	237,4
Vækst i forhold til året før, pct.						
2001	0,8	1,0	4,2	4,3	3,0	5,8
2002	-0,1	-0,4	3,9	4,0	2,9	3,7
2003	-1,2	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,1
2004	0,0	0,3	3,1	3,1	2,7	8,9
2005	0,7	1,3	2,9	2,7	2,6	17,1
4. kv. 04	0,4	1,0	2,9	2,6	2,7	11,8
1. kv. 05	0,5	1,1	3,1	2,8	3,3	13,2
2. kv. 05	0,7	1,0	2,9	2,6	2,3	15,3
3. kv. 05	0,8	1,3	2,8	2,7	2,6	18,4
4. kv. 05	1,1	1,7	2,9	2,9	2,3	21,3

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	GBP	SEK	NOK	USD	JPY	CHF
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2001	745,21	1.197,74	80,58	92,60	831,88	6,8522	493,47
2002	743,04	1.182,10	81,12	99,03	788,12	6,2969	506,47
2003	743,07	1.074,99	81,45	93,03	658,99	5,6840	488,88
2004	743,98	1.096,69	81,54	88,90	598,93	5,5366	481,96
2005	745,19	1.090,02	80,29	93,11	600,34	5,4473	481,30
nov 05	745,96	1.098,13	78,02	95,28	632,99	5,3441	482,87
dec 05	745,41	1.097,49	79,03	93,49	628,76	5,3033	481,58
jan 06	746,13	1.087,68	80,13	92,85	616,52	5,3370	481,55
feb 06	746,41	1.092,90	79,91	92,62	625,24	5,3030	479,08
mar 06	746,12	1.082,39	79,36	93,53	620,76	5,2933	475,52
apr 06	746,17	1.073,83	79,93	95,17	607,62	5,1967	473,74

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn- ninger	Forbruger- priser i euro- området
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2001	96,9	224,4	209,8	103,6	101,4	91,8
2002	97,7	229,9	213,4	105,3	103,5	93,8
2003	101,2	234,7	217,1	109,5	108,3	95,8
2004	102,2	237,4	220,8	109,9	109,8	97,9
2005	101,6	241,7	224,9	109,2	109,3	100,0
nov 05	100,7	242,9	226,3	108,5	...	100,8
dec 05	100,8	242,9	226,7	108,3	109,2	101,1
jan 06	100,9	242,1	226,4	108,1	...	100,7
feb 06	100,6	244,5	227,1	108,7	...	100,9
mar 06	101,0	245,4	227,8	109,1	...	101,5
apr 06	101,4	246,4	...	...	...	102,2
Ændring i forhold til året før, pct.						
2001	1,3	2,4	2,3	1,3	2,6	2,3
2002	0,9	2,4	1,7	1,6	2,0	2,2
2003	3,6	2,1	1,7	3,9	4,7	2,1
2004	1,0	1,2	1,7	0,4	1,3	2,2
2005	-0,6	1,8	1,9	-0,6	-0,4	2,2
nov 05	-2,0	2,0	1,9	-1,4	...	2,3
dec 05	-2,4	2,2	1,9	-1,5	-0,9	2,2
jan 06	-1,8	2,1	2,0	-1,3	...	2,4
feb 06	-1,8	2,1	1,9	-1,2	...	2,3
mar 06	-1,6	1,9	1,8	-1,0	...	2,2
apr 06	-1,0	1,8	...	...	...	2,4

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 apreciering af kronen.

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

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

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

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

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

Statistikdatabase

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

Særlige opgørelser

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

Udgivelseskalender

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