



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
1. kvartal

2007

D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 0 7



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2007

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 16. februar 2007.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,
Kommunikation,
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 – 2. kvartal 2007 planlægges offentliggjort 31. maj 2007.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Overgang til 7 dages løbetid på pengepolitiske lån og indskudsbeviser	21
Globalisering og dansk økonomi	23
Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling	
Med udgangspunkt i en klassisk teoriramme vises det, at globalisering ikke nødvendigvis til enhver tid er en fordel for alle. Der kan være tabere. Danmark har imidlertid haft stor gevinst af globaliseringen både via pæn vækst drevet af øget samhandel med udlandet og oven i en fortsat forbedring af bytteforholdet. Den gunstige udvikling skyldes ud over gode institutionelle rammer først og fremmest et fleksibelt arbejdsmarked.	
Fra debitor- til kreditorland – en analyse af formueindkomsten	43
Jannick Damgaard, Statistisk Afdeling	
Artiklen belyser de faktorer, der har været afgørende for Danmarks overgang fra debitor- til kreditorland. Desuden sættes der fokus på samspillet mellem Danmarks finansielle stilling over for udlandet og formueindkomsten, og der foretages en følsomhedsanalyse, der viser påvirkningen på formueindkomsten i tilfælde af ændringer i renteniveau, aktieafkast og dollarkurs.	
EU-udvidelser – status og fremtid	61
Borka Babic, Internationalt Kontor	
Den 1. januar 2007 blev EU udvidet med Bulgarien og Rumænien. Økonomierne i begge lande vokser hastigt, men med høje inflationsrater og store betalingsbalanceunderskud. Landenes lave indkomstniveau indebærer, at der kan gå flere årtier, før de når EUs velstandsniveau. I artiklen redegøres der endvidere for de foreløbige erfaringer med EU-udvidelsen i 2004, ligesom perspektiverne for yderligere udvidelser af EU fremdrages.	
EUs lovgivningsproces: Fra Direktivforslag til fælles anvendelse af EU-regler	75
Birgitte Bundgaard Madsen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Den såkaldte Lamfalussy-procedure blev indført i erkendelse af, at den almindelige proces for lovgivning inden for EU var for langsom til at kunne følge med de hurtige forandringer inden for den finansielle sektor. Artiklen ser på, hvordan direktiver vedtages på det finansielle område efter den nye procedure.	

Nye rammer for de europæiske værdipapirmarkeder	85
Jesper Ulriksen Thuesen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Inden for EU er der i de seneste år udformet nye fælles rammebetingelser for de europæiske værdipapirmarkeder. Ændringerne er meget omfattende. Artiklen giver en kort oversigt over de væsentligste ændringer med fokus på, hvordan de påvirker de forskellige deltagere på de europæiske værdipapirmarkeder.	
SEPA – Single Euro Payments Area	97
Elin Amundsen, Betalingsformidlingskontoret	
SEPA er det kommende fælles betalingsområde i Europa for borgeres og virksomheders betalinger i euro. Med SEPA vil der blive indført en række betalingsinstrumenter, som kan bruges til eurobetalinger i hele Europa. Danske pengeinstitutter planlægger at tilbyde deres kunder de nye betalingsinstrumenter i SEPA til eurobetalinger.	
Niels Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 6. december 2006 ...	111
Udgivne Working Papers	117
Pressemeddelelse	119
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra sidste del af november 2006 til midten af februar 2007

DE INTERNATIONALE FINANSIELLE MARKEDER

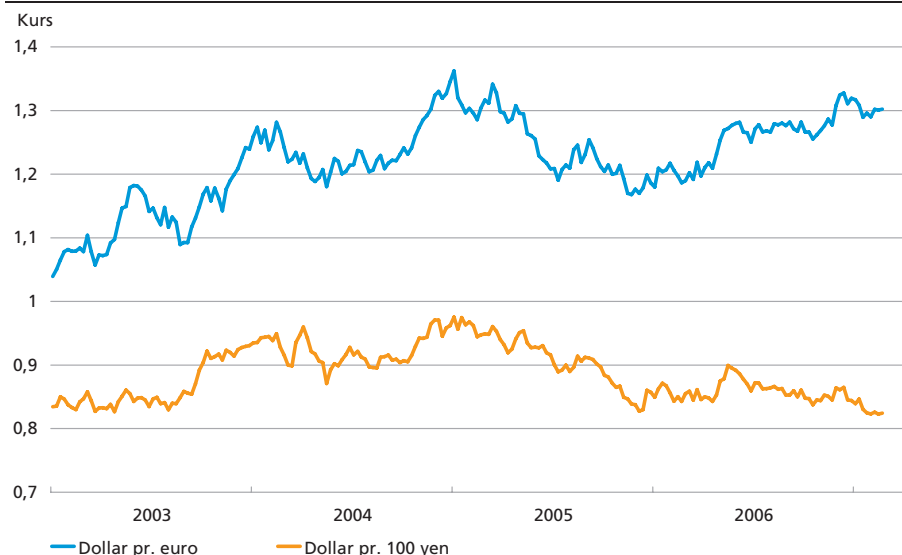
Der er fortsat fremgang i verdensøkonomien med pæn vækst i både USA og i euroområdet. Mange asiatiske økonomier vokser stærkt, især Kina. Også i Japan er opsvinget solidt. Markedets forventninger er, at væksten fortsætter i år med nogenlunde uændret styrke.

Den amerikanske dollar blev svækket over for euro op til årsskiftet, jf. figur 1. Midt i februar var kursen 1,30 dollar pr. euro, en svækkelse på 10 pct. i forhold til niveauet for et år siden. Det korte rentespænd mellem USA og euroområdet er indsnævret i løbet af perioden i takt med Den Europæiske Centralbanks, ECB, renteforhøjelser samtidig med, at Federal Reserve har holdt sin rente uændret siden maj sidste år. Endvidere er vækstforskellen mellem de to områder blevet mindre.

Den 10-årige statsobligationsrente i USA er faldet fra sommerens niveau og har siden efteråret ligget på godt 4,5 pct., men med stigende tendens siden årsskiftet i takt med positive nøgletal for den amerikanske

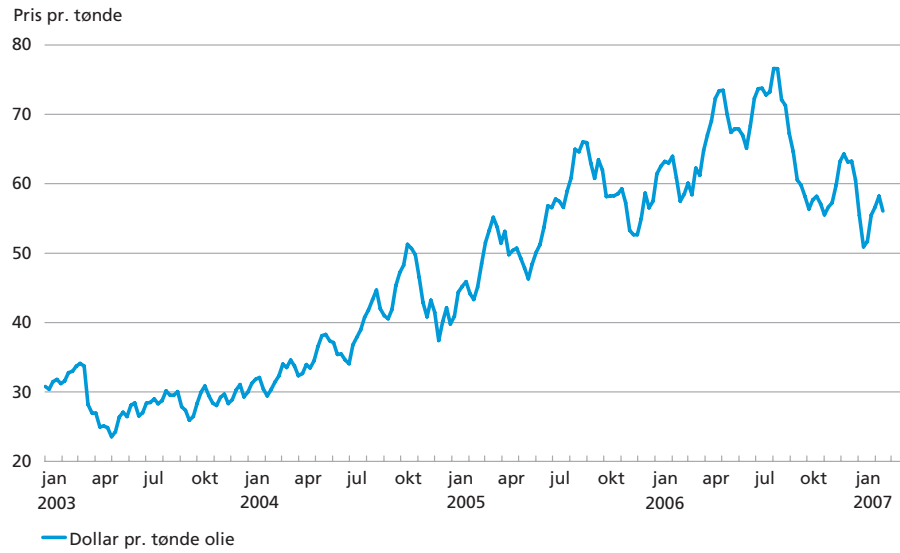
DOLLARKURS OVER FOR EURO OG YEN

Figur 1



OLIEPRIS

Figur 2



økonomi. Med uændret pengepolitisk rente på 5,25 pct. er rentekurven i USA fortsat faldende. Det indikerer, at markedernes inflationsforventninger for det mellemlange sigte er afdæmpede. Renten på den 10-årige tyske statsobligation har stort set fulgt udviklingen i den lange amerikanske rente, men på et niveau ca. 0,75 pct. lavere.

Olieprisen toppede sidste sommer med over 75 dollar pr. tønde (Brent). Siden er prisen faldet til omkring 55 dollar pr. tønde midt i februar, jf. figur 2. Faldet afspejler bl.a. mindre efterspørgsel som følge af en relativt mild vinter samtidig med, at produktionen er forblevet høj. Olielagrene er desuden store. Det kraftige fald lægger en dæmper på inflationen globalt og sandsynligvis også på inflationsforventningerne og forbedrer de internationale vækstudsigter.

Råvarepriserne bortset fra olie og kobber er fortsat stigende. De positive vækstudsigter har bidraget til fortsat stigning i de toneangivende aktieindeks.

INTERNATIONAL ØKONOMISK BAGGRUND

USA

Væksten i USA overraskede positivt i 4. kvartal med en stigning i BNP i faste priser på 0,9 pct. kvartal-til-kvartal. Væksten blev trukket af et øget privatforbrug, mens boliginvesteringerne som i de foregående kvartaler faldt kraftigt. Det afspejler den generelle afmatning af det amerikanske boligmarked, jf. boks 1.

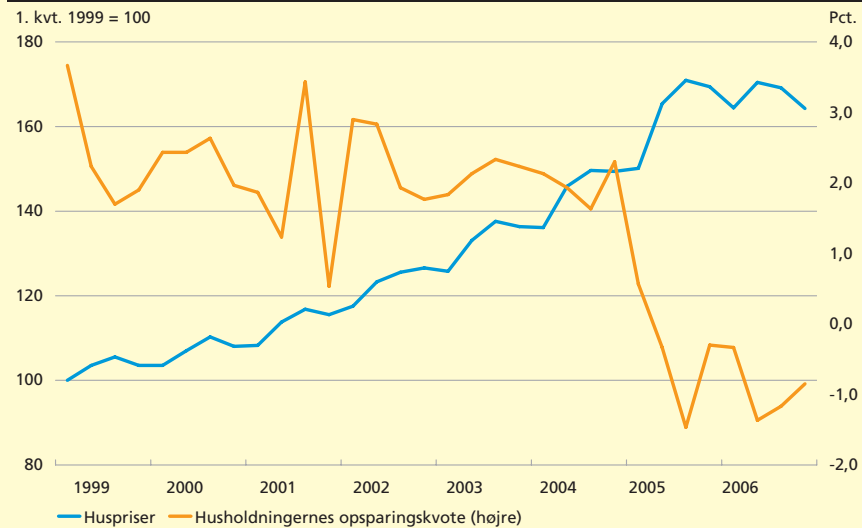
AFDÆMPNING AF DET AMERIKANSKE BOLIGMARKED

Boks 1

Huspriserne i USA er, som i mange andre OECD-lande, steget kraftigt siden midten af 1990'erne, men der er nu klare tegn på en afmatning af det amerikanske boligmarked. Prisindekset er på det allerseneste fladet ud, jf. figur 3, mens boliginvesteringerne og de mere fremadrettede forventningsindikatorer er faldet markant. En række af de seneste indikatorer tyder på, at boligmarkedet er ved at stabilisere sig.

HUSPRISER OG HUSHOLDNINGERNES OPSPARINGSKVOTE I USA

Figur 3



Anm.: "Huspriser" er medianprisen på eksisterende boliger.

Kilde: EcoWin.

Stigningen i huspriserne har været en væsentlig motor bag opsvinget i USA og en medvirkende årsag til faldet i husholdningernes opsparingskvote, der nu er negativ. Med store kapitalgevinster på bolig og aktier kan et ønsket niveau for formuen nås ved mindre opsparing ud af indkomst. Spørgsmålet er, om der er tale om en midlertidig eller mere permanent afmatning af boligmarkedet, og i hvilket omfang afmatningen spreder sig til resten af økonomien.

Endnu er udfladningen af boligpriserne ikke slået igennem på privatforbruget, bl.a. fordi der stadig er store friværdier, som kan belånes, men boliginvesteringerne er faldet i de seneste kvartaler. Sandsynligvis bliver der tale om en "blød landing" for amerikansk økonomi med fortsat afdæmpet vækst. Federal Reserve har siden maj sidste år valgt at holde renten i ro, bl.a. begrundet med afmatningen på boligmarkedet.

En opbremsning af det amerikanske boligmarked betyder mindre kapitalgevinster på boligbeholdningen, og det kan øge husholdningernes opsparingskvote. Det vil overgangsvist dæmpe den økonomiske vækst i USA. Den direkte afsmittning fra et lands boligmarked til andre landes boligmarkeder er begrænset. Derved adskiller boligmarkedet sig fra fx aktie- og obligationsmarkederne. Effekten af et afdæmpet amerikansk boligmarked på verdensøkonomien går via lavere indenlandsk efterspørgsel i USA og via renten.

Der blev forsat skabt mange nye arbejdspladser i USA, hovedsageligt i servicesektoren, mens beskæftigelsen i byggeriet var uændret. Beskæftigelsesfremgangen var mindre end væksten i arbejdsstyrken, så ledigheden steg en smule til 4,6 pct. i januar. Det stramme arbejdsmarked har medført højere lønstigninger på 3,5-4,0 pct.

Inflationen, målt ved stigningen i forbrugerprisindekset, faldt markant i efteråret, hovedsagelig som følge af fald i energipriserne. Kerneinflationen, der er ekskl. energi og fødevarer, er ligeledes faldet de seneste måneder og var i december 2,6 pct.

Den pengepolitiske rente, Fed funds rate, har været uændret det senest trekvarte år. Ifølge pressemeddelelsen fra FOMC-mødet den 31. januar er vurderingen, at der er et vist inflationært pres i økonomien, men om der er behov for en pengepolitisk stramning vil afhænge af, hvordan den kommende tids økonomiske nøgletal ser ud. Markederne forventer uændret pengepolitisk rente i resten af indeværende år.

Japan og Kina

Opsvinget i Japan har vist sig at være robust. Væksten har hovedsageligt været eksportdrevet. Det er især eksporten af biler og it, som har udviklet sig positivt. Beskæftigelsen er steget de seneste kvartaler.

Det er fortsat usikkert, om Japan er kommet ud af perioden med faldende priser. Stigningen i forbrugerpriserne har godt nok været svagt positiv det seneste års tid, men kerneinflationen er fortsat negativ. Den japanske centralbank forlod nulrentepolitikken i juli sidste år med en renteforhøjelse på 0,25 pct., men den lave inflation vanskeliggør en normalisering af pengepolitikken, og siden er der ikke foretaget yderligere forhøjelser.

Den kinesiske økonomi fortsatte sin stærke vækst året ud med en vækstrate på over 10 pct. p.a. Væksten i investeringerne er dog aftaget, hvilket kan være tegn på, at de politiske tiltag i form af renteforhøjelser, højere reservekrav for banker samt yderligere kontrol med investeringsprojekter er begyndt at virke. Investeringskvoten er fortsat meget høj, ca. 40 pct. af BNP ifølge de officielle tal. Nogle analytikere vurderer dog, at tallet reelt er betydeligt lavere, og risikoen for et betydeligt fald i investeringerne dermed også mindre.

Den kinesiske valuta, renminbi, er siden sommeren 2005 aprecieret godt 6 pct. over for dollaren. Den kinesiske valuta styres efter en valutakurv, som bl.a. indeholder euro og koreanske won, og disse er begge aprecieret over for dollar. Også japanske yen indgår i kurven.

Kina fjernede i december de sidste restriktioner på udenlandske bankers indtræden på det kinesiske marked i overensstemmelse med forpligtelserne i WTO (World Trade Organization). Der er allerede i dag betydelige udenlandske investeringer i den kinesiske banksektor.

Europa

Efter et afdæmpet 3. kvartal tiltog BNP-væksten i euroområdet igen i 4. kvartal til 0,9 pct. sammenlignet med kvartalet før. Væksten drives i stigende grad af privatforbruget og er dermed blevet bredere funderet end i begyndelsen af opsvinget. I gennemsnit indebærer prognoserne, at væksten forventes at fortsætte i indeværende år omkring eller lidt over potentialet på ca. 2 pct. p.a. Det er således forventningen, at hverken en stærkere euro over for dollar eller den tyske momsforhøjelse ved årsskiftet vil slå opsvinget ned, højest lægge en dæmper på væksten.

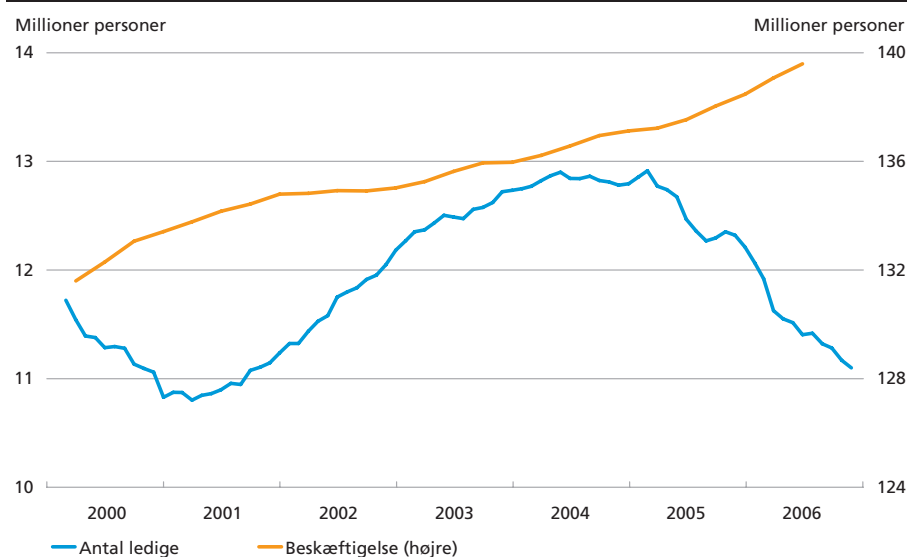
Arbejdsmarkederne i euroområdet er i fortsat bedring, jf. figur 4. Beskæftigelsen og beskæftigelsesforventningerne i både fremstillings- og servicesektoren er stigende, og ledigheden er faldet støt de seneste par år til 7,5 pct. i december. Arbejdsløsheden i Tyskland var i januar 9,5 pct., det laveste niveau i fem år. For mere permanent at komme markant længere ned kræves yderligere reformer af arbejdsmarkederne i mere fleksibel retning.

Konjunkturopgangen har forbedret de offentlige finanser i euroområdet, hvor alle de store lande på nær Italien forventes at klare kravet om et underskud på højest 3 pct. af BNP i indeværende år. Mod forventning opfyldte Tyskland kravet allerede i 2006.

Faldet i olieprisen siden sidste sommer sikrede, at stigningen i forbrugerpriserne i euroområdet i anden halvdel af 2006 kom ned under 2 pct. I januar var prisstigningen 1,9 pct. Den tyske momsforhøjelse ved årsskif-

ARBEJDSMARKEDET I EUROOMRÅDET

Figur 4



Kilde: EcoWin.

TYSK MOMSFORHØJELSE	Boks 2
Som annonceret i efteråret 2005 i kølvandet på dannelsen af koalitionsregeringen blev momssatsen i Tyskland forhøjet fra 16 pct. til 19 pct. pr. 1. januar 2007, mens den reducerede momssats på bl.a. fødevarer forblev uændret. Ca. en tredjedel af provenuet fra momsforhøjelsen skal efter planen gå til at nedsætte de sociale bidrag, mens resten skal medvirke til at reducere underskuddet på de offentlige finanser. Momsforhøjelsen vil forplante sig til forbrugerpriserne. Med fuldt gennemslag vil priseffekten være 2,6 pct. (3/116). Da en del varer er momsfrie, lige som nogle vil bevare en reduceret momssats, vil momsstigningen kun ramme ca. 60 pct. af varer og tjenester i forbrugskurven. Forbrugerpriserne kan således forventes at få et engangsløft på 1,4 pct. Tyskland indgår med en vægt på 29 pct. i euroområdet HICP-indeks, der forudsat fuld og øjeblikkelig gennemslag stiger 0,45 pct. som følge af den tyske momsforhøjelse. I praksis er en del af pristilpasningen muligvis allerede foretaget op til årsskiftet, ligesom avancerne på kort sigt vil tage en del af tilpasningen, så gennemslaget på forbrugerpriserne bliver mindre. På længere sigt er det afgørende, om der kommer en afsmittende effekt på pris- og løndannelsen. Udsigten til en momsforhøjelse kan have fremrykket forbrug til anden halvdel af 2006 og dermed bidraget til væksten. Den finanspolitiske stramning, der følger af momsforhøjelsen, vil desuden reducere de umiddelbare vækstudsigter for tysk økonomi i indeværende år. Det aktuelle opsving må dog vurderes at være så stærkt, at den negative effekt på væksten i Tyskland, og dermed i euroområdet, bliver begrænset.	

tet, jf. boks 2, er således i første omgang kun slået delvist igennem på priserne. Kerneinflationen i euroområdet for januar foreligger endnu ikke, men i Tyskland var kerneinflationen 1,5 pct. i januar mod 1,1 pct. i december sidste år.

ECB hævede den 7. december minimumsbudrenten med 0,25 pct. til 3,5 pct. Forhøjelsen blev begrundet med, at den højere vækst og forbedringen af arbejdsmarkedet kan føre til højere lønstigningstakt, hvilket øger risikoen for højere inflation på mellemlangt sigt. Hertil kommer en høj vækst i pengemængden. Det er styrelsesrådets vurdering, at pengepolitikken efter forhøjelsen fortsat er ekspansiv, og markedet forventer en yderligere renteforhøjelse i marts.

Der er fortsat pæn vækst i britisk økonomi, der i 4. kvartal voksede med 3,0 pct. i forhold til året før. Forbrugerpriserne steg i januar med 2,7 pct. p.a. Inflationen har det seneste år ligget over regeringens inflationsmål-sætning på 2 pct. p.a. Samtidig er boligpriserne accelereret og steg med en årlig vækstrate på lige under 10 pct. ved udgangen af 2006 mod kun halvt så meget i begyndelsen af året. Bank of England satte på den baggrund renten op i begyndelsen af november og igen midt i januar til 5,25 pct. Markedet forventer yderligere renteforhøjelser i løbet af indeværende år. Pundet er det seneste år svækket knap 4 pct. over for euro.

Både den svenske og den norske økonomi vokser kraftigt. I begge lande er inflationspresset svagt stigende, men fra et lavt niveau. Udsigten til en prisstigningstakt på mellemlangt sigt over inflationsmålet har fået centralbankerne til at fortsætte den pengepolitiske stramning. Riksbanken hævdede renten med 0,25 pct. midt i december og igen i februar til 3,25 pct. Norges Bank hævdede renten med 0,25 pct. midt i december og igen i slutningen af januar i år til 3,75 pct.

Den nye svenske regering planlægger en større omlægning af den økonomisk politik. Der lægges bl.a. op til skattelettelser via beskæftigelsesfradrag og stramninger i arbejdsmarkedspolitikken med henblik på at øge incitamenterne til at søge arbejde. Der planlægges obligatorisk medlemskab af en A-kasse, en gradvis reduktion af kompensationsgraden, jo længere man har været arbejdsløs, samt øget egenfinansiering. Yderligere skal antallet af personer i aktiveringsprogrammer bringes ned.

Slovenien indførte ved årsskiftet euroen og blev dermed det trettende medlemsland i euroområdet. I løbet af få dage efter årsskiftet blev de nationale sedler og mønter udskiftet med eurosedler og -mønter. Alle-rede efter et par uger foregik stort set alle transaktioner i landet i euro.

Den slovakiske valuta, koruna, er det seneste halve år steget knap 10 pct. over for euro, og kursen har nærmet sig den øvre grænse i ERM2. Kursstigningen er blevet forstærket af renteforhøjelser. Udviklingen afspejler et dilemma i slovakisk pengepolitik, idet der forfølges både et valutakursmål og et inflationsmål. Slovakiet planlægger at indtræde i euroen 1. januar 2009 og vil forinden skulle opfylde Maastrichttraktatens krav til bl.a. valutakursstabilitet og inflationens højde. Den gennemsnitlige årlige stigning i Slovakiets HICP-indeks har over de seneste 12 måneder ligget på 4,3 pct. og dermed betydeligt over den nuværende kriterieværdi på 2,9 pct.

DANSKE PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Den danske krone har siden november ligget stabilt over for euroen på et niveau tæt på centralkursen i ERM2 på 7,46038 kroner pr. euro, og der er i de seneste tre måneder ikke blevet inter文neret i valutamar-kedet. Valutareserverne var ved udgangen af januar 173,7 mia.kr.

På baggrund af ECBs renteforhøjelse satte Nationalbanken diskontoen og foliorenten op med 0,25 pct. til 3,5 pct. med virkning fra den 8. december 2006. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbevi-ser blev også forhøjet med 0,25 pct. til 3,75 pct.

Løbetiden på Nationalbankens pengepolitiske udlån og indskudsbevi-ser vil i maj 2007 blive ændret fra 14 til 7 dage. Ændringen sker for at

reducere de store udsving i dag-til-dag renten, som kan forekomme i perioder forud for forventede renteændringer, jf. beskrivelsen side 21.

Det lange rentespænd over for Tyskland er blevet indsnævret siden efteråret, og de seneste måneder har den 10-årige danske statsobligationsrente det meste af tiden ligget en anelse lavere end den tilsvarende tyske.

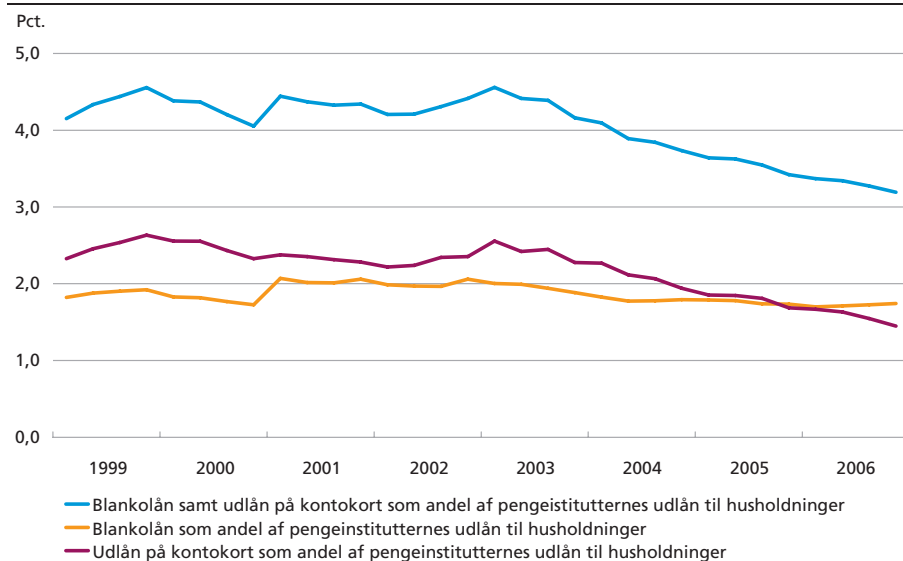
Udviklingen i de finansielle balancer afspejler den fortsatte høje aktivitet i dansk økonomi. Udlånsvæksten fra penge- og realkreditinstitutter til husholdninger er aftaget lidt de seneste måneder, men ligger fortsat højt med en vækst i december på omkring 12 pct. sammenlignet med året før.

Indsnævringen af spændet mellem de korte og de lange renter har medført, at rentetilpasningslån udgør en faldende andel af nyudlånet fra realkreditinstitutterne, så de nu udgør under halvdelen af alle nye lån. Målt på beholdninger udgjorde rentetilpasningslånene ved årets udgang omkring halvdelen af de udestående realkreditlån. Afdragsfrie lån fortsætter med at stige og udgør nu over en tredjedel af de udestående realkreditlån.

Ud over af penge- og realkreditinstitutter låner husholdningerne af forbrugerkredit- og kontokortselskaber. Danmarks Statistik udarbejder statistik over udlån på købe- eller kontokort samt blankolån, der er usikrede kontantlån, som ikke er tilknyttet købe- eller kontokort. Begge typer udlån har været stigende over tid, men den samlede vækst har de

USIKRET FORBRUGERKREDIT I FORHOLD TIL PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN TIL HUSHOLDNINGERNE

Figur 5



Anm.: "Blankolån" er usikrede kontantlån, som ikke er tilknyttet købe- eller kontokort.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

senere år været mindre end væksten i pengeinstitutternes udlån. Blankolån og udlån fra forbrugerkredit- og kontokortselskaber udgør ca. 15 mia.kr. og er dermed kun en lille og faldende andel af pengeinstitutternes udlån til husholdningerne, jf. figur 5. Der findes ikke en løbende statistik over udlånsrenterne på den usikrede forbrugerkredit, men undersøgelser viser, at der er stor spredning i rentesatserne. Renter på over 20 pct. p.a. er udbredte.

Særligt dækkede obligationer (SDO)

Økonomi- og Erhvervsministeren sendte den 6. december 2006 sit udkast til lovforslag om særligt dækkede obligationer, SDO, i høring. Formålet med lovændringen er at indføre mulighed for, at pengeinstitutter kan udstede SDO, og at realkreditinstitutter og skibsfinansieringsinstituttet kan fortsætte med at udstede særligt dækkede obligationer. Loven forventes at træde i kraft 1. juli 2007.¹

Baggrunden for lovforslaget er de nye kapitaldækningsregler, de såkaldte Basel II regler, som i EU er blevet implementeret med ændringer i kapitaldækningsdirektivet² og kreditinstitutdirektivet³. Direktivbestemmelserne præciserer bl.a., hvilke typer af aktiver der skal ligge til sikkerhed, og hvilke lånegrænser, LTV (loan-to-value), der skal overholdes, hvis en obligationsudstedelse skal kvalificere til at have SDO-status. For boliglån gælder en LTV-grænse på 80 pct. Grænsen skal overholdes løbende i modsætning til de gældende regler for danske realkreditobligationer, hvor grænsen blot skal være overholdt på tidspunktet for oprettelsen af lånet. Hvis fx et fald i huspriserne fører til, at LTV-grænsen på 80 pct. ikke kan overholdes, skal obligationsudstederen straks supplere den mængde af aktiver, der ligger til sikkerhed for udstedelsen, fx med statsobligationer.

For kreditinstitutter underlagt kapitalkrav er der en tilskyndelse til at investere i SDO i stedet for andre obligationer udstedt af kreditinstitutter, da kapitalkravene til SDO er lavere. Kursen på SDO må derfor ventes at blive lidt højere end for tilsvarende obligationer, som ikke er SDO.

Ifølge lovudkastet vil pengeinstitutter fremover på lige fod med realkreditinstitutter kunne anvende lån med pant i fast ejendom som sikkerhed for udstedelse af SDO. Det sker for at give danske pengeinstitutter de samme muligheder som deres udenlandske konkurrenter for at kunne anvende denne form for finansiering. Der er ikke nogen direkte kobling mellem pengeinstituttets omkostninger ved at finansiere sig ved

¹ Nationalbanken har den 5. januar 2007 afgivet høringssvar, som kan findes på Nationalbankens websted.

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/49/EF af 14. juni 2006.

³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006.

udstedelse af SDO og vilkårene for de lån mod pant i fast ejendom, som ydes til pengeinstitutternes kunder på grundlag heraf. Rentemarginalen vil afhænge af konkurrenceforholdene.

SDO kan fremme den finansielle stabilitet som en stabil finansieringskilde til udlån mod pant i fast ejendom og dermed dække pengeinstitutternes store indlånsunderskud på en mere tilfredsstillende vis.

Realkreditinstitutter vil fremover kunne udstede både SDO, SDO der samtidig er realkreditobligationer, og realkreditobligationer efter de nuværende regler, dvs. obligationer, som ikke er SDO. Med lovudkastet er der således lagt op til en skærpet konkurrence mellem de danske finansielle institutter.

Lovudkastet åbner mulighed for, at kreditinstitutter med tilladelse til at udstede SDO kan anvende to forskellige modeller. Med den første model gælder de nuværende begrænsninger på maksimalt 30 års løbetid og maksimalt 10 års afdragsfrihed. Her kan LTV på långivningstidspunktet og i lånets løbetid maksimalt være 80 pct. for lån til boligejendomme, der udgør den største del af ejendomsudlånene. I den anden model lægges ingen begrænsninger på løbetider og afdragsprofiler, og lånegrænsen nedsættes på långivningstidspunktet til maksimalt 70 pct. for boligejendomme. Fra den 1. juli 2009 hæves denne grænse til 75 pct. Den løbende maksimale LTV vil også for disse lån være 80 pct.

Den løbende overholdelse af LTV på maksimalt 80 pct. vil bidrage til at gøre SDO til meget sikre obligationer med meget lille kreditrisiko og dermed lav rente sammenlignet med andre obligationer. Men i tilfælde af større fald i huspriserne under et konjunkturtilbageslag kan der blive tale om særdeles store krav til ekstra sikkerhed, som kreditinstituttet skal overføre fra dets øvrige aktiver eller købe for lånte midler, for at opretholde SDO-status. Det vil kunne tære på kreditinstituttets generelle styrke i en situation, hvor der i forvejen er nedgang i økonomien og pres på indtjeningen, og vil dermed kunne svække den finansielle stabilitet. En nedsat lånegrænse til under 80 pct. på långivningstidspunktet vil således have den fordel, at institutterne vil få nemmere ved at overholde direktivkravet om løbende LTV på maksimalt 80 pct.

Der er tidligere set eksempler på, at ændrede rammebetingelser for boligfinansieringen har haft afsmittende effekt på priserne på ejerboliger. Det er fx vurderingen, at introduktionen af afdragsfrie lån i efteråret 2003 var med til at forstærke et allerede stigende marked. Med det foreliggende lovudkast forventes en stort set uændret boligefterspørgsel fra husholdningerne. En reduktion af LTV-grænsen fra de nuværende 80 pct. for lån finansieret med SDO til i første omgang 70 pct. for boligejendomme vil nødvendiggøre en større restfinansiering ved boligkøb end i dag, formentlig til en højere rente. Omvendt vil muligheden for

længere løbetider for husholdninger, som ikke ønsker afdragsfrie lån, kunne bidrage til at reducere den månedlige ydelse på boliglån.¹

DANSK ØKONOMI

Den stærke højkonjunktur er fortsat med uformindsket styrke. Med store overskud ikke bare på de offentlige finanser, men også betalingsbalancen, hviler det nuværende opsving på et sundt strukturelt fundament, om end presset på arbejdsmarkedet bliver stadigt større. Det risikerer på sigt, via for store lønstigninger og tab af konkurrenceevne, at underminere det sunde fundament for højkonjunktoren. Samtidig er finanspolitikken svagt ekspansiv og bidrager dermed ikke til at dæmpe den samlede efterspørgsel i økonomien.

Med en kvartalsvis stigning i det reale BNP på 0,7 pct. var der stadig pæn vækst i 3. kvartal, men lavere end i de to forudgående kvartaler. Væksten blev trukket af investeringerne, herunder lagerinvesteringerne, mens privatforbruget faldt lidt tilbage. Indikatorerne peger på fortsat pæn vækst også i 4. kvartal.

I indeværende år vil mangel på arbejdskraft og det deraf følgende kapacitetspres lægge en dæmper på væksten. I samme retning trækker Nationalbankens renteforhøjelser på i alt 1,6 pct. siden 2005 samt afmatningen på boligmarkedet. Den lange rente er også steget. Omvendt kan der forventes fortsat høj vækst i de disponible indkomster, og aktivitetsniveauet hos vore samhandelspartnere er højt til gavn for eksporten.

Betalingsbalance, udenrigshandel og offentlige finanser

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster i sidste kvartal 2006 var på godt 6 mia.kr., hvilket er mere end en halvering i forhold til samme periode året før. For året som helhed blev betalingsbalanceoverskuddet 40 mia.kr. mod 59 mia.kr. året før.

Det faldende overskud skyldes helt overvejende en nedgang i overskuddet på handel med varer. Fragtindtægterne, netto, fra søtransport var godt 1 mia.kr. lavere end året før. Samtidig er udgifterne til bunkring, hvoraf hovedparten vedrører søfragt, steget med 1,5 mia.kr. Elimineringen af udlandsgælden har medført, at Danmark har positiv løn- og formueindkomst fra udlandet, og overskuddet på denne post er stigende.

Industrieksporten steg året ud. Den fortsatte vækst i industrieksporten viser, at et øget indenlandsk kapacitetspres endnu ikke har presset eks-

¹ Økonomi- og Erhvervsministeriet og Nationalbanken har i fællesskab analyseret konsekvenserne. Resultaterne af denne analyse findes i rapporten "Analyse vedrørende særligt dækkede obligationer", som er tilgængelig på henholdsvis Økonomi- og Erhvervsministeriets og Nationalbankens websted.

VURDERING AF DE ØKONOMISKE KONSEKVENSER AF VELFÆRDSREFORMEN Boks 3

Et bredt flertal i Folketinget indgik i juni 2006 et velfærdsforlig med det formål at forberede Danmark til de kommende årtiers demografiske ændringer med flere ældre. Reformens hovedelementer er en forhøjelse af efterløns- og folkepensionsalderen med gradvis indfasning fra 2019 samt en regel om, at tilbagetrækningsalderen fra 2025 kan blive reguleret yderligere op i takt med stigninger i levetiden. Reformen indeholder også tiltag på en række andre områder, bl.a. arbejdsmarkedsområdet.

Den uafhængige DREAM-gruppe præsenterede i november en gennemregning af reformen på DREAM-modellen. Også Det Økonomiske Råd og Finansministeriet har regnet på konsekvenserne af reformen. Grundlaget for DREAM-gruppens beregning er bl.a. en ny befolkningsfremskrivning, jf. tabel 1, med kraftigere stigning i danskeres forventede levetid end tidligere antaget.

BEFOLKNINGSREGNSKAB 2006 TIL 2040

Tabel 1

1.000 personer	2006	2020	2040
Befolkning i alt	5.435	5.586	5.738
Arbejdsstyrken	2.718	2.662	2.503
Folkepensionister	818	1.124	1.421
Efterlønsmodtagere	145	145	133
Øvrige uden for arbejdsstyrken	1.754	1.655	1.681

Anm.: Baseret på DREAMs befolkningsregnskab 2004.

Kilde: DREAM, Langsigtet økonomisk fremskrivning 2006 – med vurdering af velfærdsreformen, november 2006.

Udfordringen er at sikre den finanspolitiske holdbarhed med 600.000 flere folkepensionister frem mod år 2040 samtidig med, at arbejdsstyrken falder. Beregningerne på DREAM-modellen viser imidlertid, at en meget stor del af det finanspolitiske holdbarhedsproblem, der følger af danskernes længere levetid, er løst med velfærdsreformen.

Ifølge beregningerne er finanspolitikken stort set holdbar frem til 2040, hvis de offentlige udgifter til serviceydelser, herunder sundhed, ikke vokser hurtigere end BNP. Udviklingen i sundhedsudgifterne er central i denne sammenhæng. Hvis stigninger i levetid fører til en tilsvarende forlængelse af den del af livet, hvor man er rask og uden behandlings- eller plejebehov, såkaldt "sund aldring", og sundhedsudgifterne pr. person ikke vokser hurtigere end den generelle vækst i økonomien, er finanspolitikken ifølge DREAM holdbar. I modsat fald er der et udækket finansieringsbehov.

Danmark er med vedtagelsen af velfærdsreformen betydeligt bedre forberedt på at møde de kommende årtiers demografiske udfordring end de fleste andre OECD-lande, hvor aldringsproblemet mange steder er endnu større end herhjemme som følge af lavere fødselsrater. Reformen modvirker den underliggende tendens til fald i arbejdsstyrken på langt sigt, men frem mod 2020 er effekten af reformen meget begrænset. Den bidrager dermed ikke til at løse den aktuelle mangel på arbejdskraft.

porten væsentligt. Væksten i industrieksporten var dog mindre end væksten i importen i aftagerlandene, så handelsandelene var vigende. Også landbrugseksporten lå højt. På importsiden var der fortsat vækst i import til forbrug og fornyet vækst i importen til erhverv, der havde ligget fladt en periode.

Statens nettokasseoverskud blev i 2006 93 mia.kr. svarende til omkring 5,7 pct. af BNP mod knap 80 mia.kr. året før. De store overskud er delvist konjunkturbestemte, herunder et resultat af indtægter, der kan forudses at falde bort på sigt. Det gælder bl.a. provenuet fra beskatningen af olie- og gasproduktionen i Nordsøen, der topper i disse år, hvor olieprisen samtidig har været høj.

Af hensyn til stabiliteten i dansk økonomi bør det mellemfristede sigte i udgiftspolitikken fastholdes, så ekstraordinære overskud på statsbudgettet ikke kan anvendes til permanente serviceforbedringer eller skattelettelser, men udelukkende går til gældsnedbringelse. På det mellem-lange sigt betyder den demografiske udvikling med flere ældre, at efterspørgslen på offentligt produceret service fremover vil vokse markant og dermed lægge pres på de offentlige finanser. Den netop vedtagne velfærdsreform, jf. boks 3, sammen med fortsat reduktion af gælden og de dermed sparede renteudgifter gør, at Danmark står godt rustet til at møde de demografiske ændringer. Den største udfordring fremover bliver at sikre tilstrækkeligt med arbejdskraft.

Boligmarkedet

Boligmarkedet er bremset op i sidste del af 2006. Årsvæksten i kontantpriserne er fortsat høj, men i 4. kvartal har priserne ligget fladt, antallet af handler er faldet, antallet af boliger udbudt til salg er steget markant, og et øget antal handler gennemføres først efter prisnedslag. Ifølge Realkreditrådets statistik lå kontantpriserne på parcel- og rækkehuse i 4. kvartal 18,5 pct. over niveauet året før, men med store regionale forskelle. Priserne i de områder, der tidligere er steget mest, er dem, der har reageret kraftigst på opbremsningen. I hovedstaden er kontantpriserne på både parcel- og rækkehuse samt ejerlejligheder således faldet fra 3. til 4. kvartal.

Det er endnu uklart, om boligmarkedet står over for en egentlig vending eller blot en afdæmpning af prisstigningstakten. Med baggrund i den aktuelt meget stærke danske økonomi taler sandsynligheden for det sidste, når man ser boligmarkedet under ét. Regionalt kan en vis nedadrettet korrektion af priserne dog ikke udelukkes.

Bag opbremsningen på boligmarkedet ligger bl.a. stigningen i renteniveauet, hovedsagelig i den korte ende af løbetidsspektret. I specielt hovedstadsområdet er der tilsyneladende ydermere sket et skift i forventningerne til de fremtidige boligpriser i området. De senere år er et stærkt stigende marked blevet forstærket som følge af forventninger om yderligere stigninger fremover og dermed muligheden for samtidig med et boligkøb at kunne få en som oftest ubeskattet kapitalgevinst. Det førte til, at der var nogle eksisterende boligejere, der købte, før den

ER STORE UDSVING I BOLIGPRISERNE ET PROBLEM?

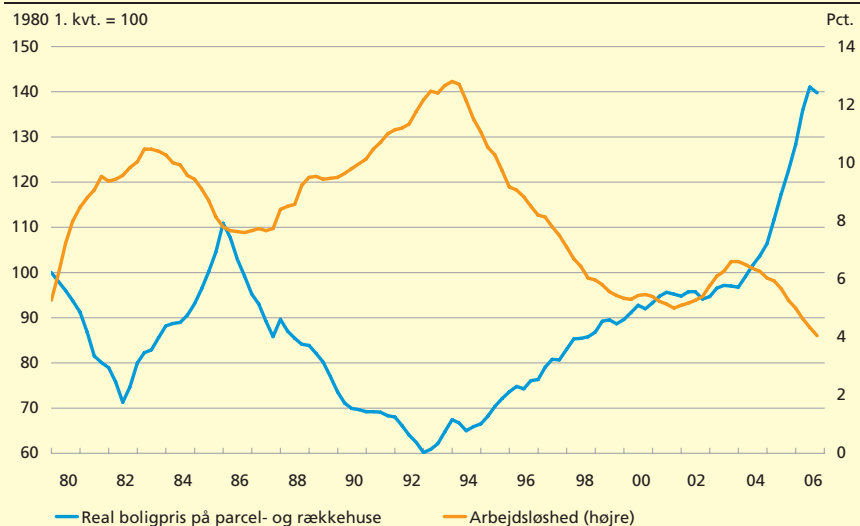
Boks 4

Efter en længere periode med fald er kontantpriserne steget uafbrudt siden 1993, men en afmatning er sat ind det seneste halve år. Set over de sidste 25 år har udsvingene i priserne på ejerboliger været store, og udsvingene i boligpriser og arbejdsløshed har været spejlbilleder af hinanden, jf. figur 6. I denne boks diskuteres, i hvor høj grad de store udsving i boligpriserne er et problem, dels for den enkelte, dels samfundsøkonomisk. Konklusionen er, at store udsving i boligpriserne skaber problemer, men kan være vanskelige at undgå.

Boligmarkedet har det særlige karakteristikum, at udbuddet af boliger er konstant på kort sigt. Det gør, at der kommer særligt store prisudsving for en given ændring i efterspørgslen på dette marked sammenlignet med markedet for forbrugsgoder, hvor udbuddet relativt hurtigt kan tilpasses efterspørgslen. Betydelige udsving i boligpriser er således noget iboende, som kendetegner boligmarkeder verden over.

BOLIGPRISER OG ARBEJDSLØSHED

Figur 6



Kilde: Danmarks Statistik og Realkreditrådet.

For husholdningerne er det et større problem, at boligpriserne svinger, end at fx aktiekurserne gør det, fordi den private ejerbolig ikke blot er et investeringsgode, men nok så meget et forbrugsgode. Forhold som alder, familieforøgelse, skilsmisse, ægtefælles død og andre sociale begivenheder er ofte afgørende for beslutningen om køb eller salg af bolig snarere end rene investeringsovervejelser. Man kan vælge at holde sig væk fra aktiemarkedet, men ikke fra boligmarkedet. Da udlejningsmarkedet mange steder fungerer dårligt med kødannelser til følge, kan køb af ejerbolig derfor være en nødvendighed, selv om prisen på det pågældende tidspunkt måtte vurderes at være uattraktiv. Store udsving i boligpriserne giver dermed ikke blot problemer i relation til konjunkturerne og stabiliteten i økonomien, jf. nedenfor, men også med hensyn til fordeling på tværs af regioner, generationer og mellem ejere og lejere. Det kan være helt afgørende for ens privatøkonomi og formueforhold, om man har købt bolig, da priserne var høje eller lave.

FORTSAT

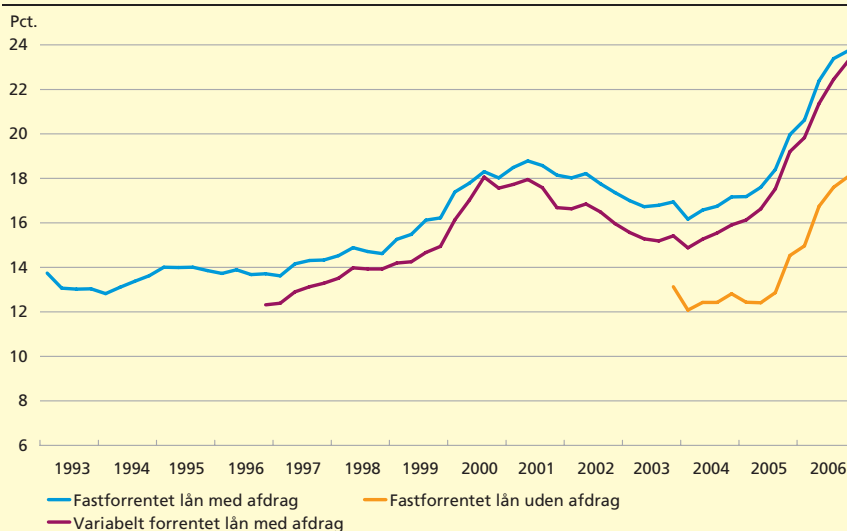
Boks 4

For eksisterende boligejere betyder stigende boligpriser først og fremmest, at der opnås en kapitalgevinst, hvilket giver øgede forbrugsmuligheder. For kommende boligejere kan omkostningerne ved at komme ind på boligmarkedet opgøres på flere måder. 1.-årsydelsen efter skat som andel af den disponible indkomst anvendes ofte. 1.-årsydelsen efter skat viser, hvor meget der skal betales som fast udgift til lån, ejendomsskat mv. ved køb af et hus med fuld belåning, når samtlige skatteforhold inddrages. I 1.-årsydelsen efter skat indgår derfor også afdrag på lånene. Afdrag er ikke en omkostning ved at bebo huset i økonomisk forstand, men en del af ens opsparing i form af friværdis i takt med at gælden nedbringes. 1.-årsydelsen efter skat er påvirket af den førte økonomiske politik.

1.-årsydelsen efter skat som andel af disponibel indkomst har været stigende siden 1993 som følge af stigende boligpriser, jf. figur 7. Stigningen er dog langt mindre end i kontantpriserne, da både renteniveau og effektiv ejendomsværdibeskatning er faldet over perioden. Højere m²-priser er således delvist blevet opvejet af lavere låneomkostninger og skatter. Især i de senere år har boligprisstigningen dog domineret med en markant forøgelse af 1.-årsydelsen til følge. Dette landsgennemsnit dækker over betydelige regionale forskelle i 1.-årsydelsernes andel af disponibel indkomst både i niveau og med hensyn til udvikling over tid.

1.-ÅRSYDELSE EFTER SKAT SOM ANDEL AF DISPONIBEL INDKOMST

Figur 7



Anm.: "1.-årsydelse efter skat" er beregnet for et gennemsnits hus med et obligationslån på 80 pct. af ejendomsværdien, mens restfinansiering er et pantebrevslån til en rente 2 pct. over obligationslånet. I 2006 var værdien af gennemsnitshuset 1,6 mio.kr. Der er taget hensyn til betaling af ejendomsværdiskat. 1.-årsydelsen efter skat er i figuren sat i forhold til disponibel indkomst for en boligejer. Den disponible indkomst er beregnet med udgangspunkt i den seneste forbrugsundersøgelse (niveau), og fordelt over tid med et indeks over udvikling i disponibel indkomst for en LO-arbejder (egen beregning).

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Ændrede rammer for boligfinansiering har medført nye lånetyper i realkreditte de sidste 10 år med lån til variabel rente i 1996 og afdragsfrie lån fra efteråret 2003. Afdragsfrie lån er en naturlig udvidelse af produktsortimentet, men lånetypen er ikke

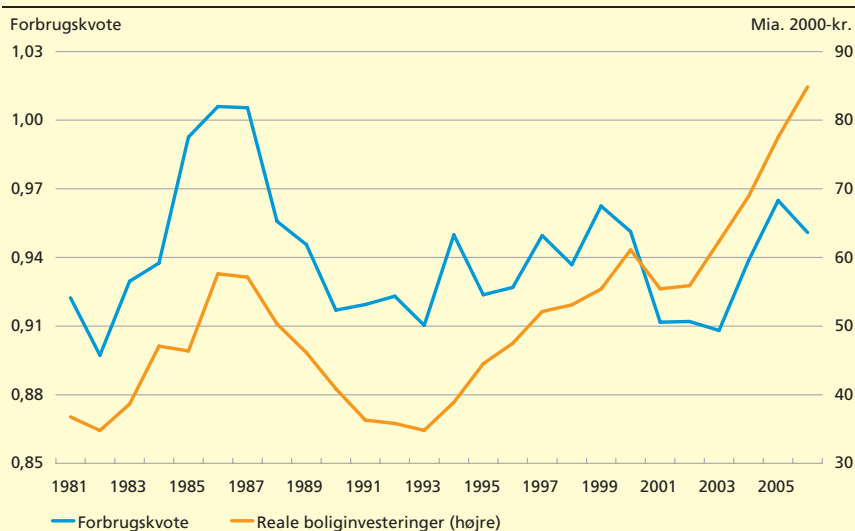
FORTSAT

Boks 4

uden problemer for førstegangskøbere. Den lavere 1.-årsydelse efter skat på afdragsfrie lån har nogle husholdninger tilsyneladende reageret på, som om der var tale om en egentlig omkostningslettelse. En analyse af forklaringsfaktorer bag de senere års stigning i boligpriserne tyder på, at introduktionen af afdragsfrie lån har bidraget til at drive boligpriserne op, men de udgør langt fra hele forklaringen. I den udstrækning lavere afdrag har fået boligpriserne til at stige, har disse lån reelt gjort det vanskeligere at komme ind på markedet for ejerboliger og har først og fremmest gavnet de eksisterende boligejere. Afdragsfrie lån vil ofte indebære en mindre stødpude i form af friværddi at tære på, hvis markedet vender, eller større reparationer trænger sig på.

FORBRUGSKVOTE OG REALE INVESTERINGER

Figur 8



Anm.: "Forbrugskvote" angiver det private forbrug som andel af husholdningernes disponible indkomst tillagt nettopensionsindbetalinger. 2006 er delvist skøn.

Kilde: Danmarks Statistik.

Det er samfundsøkonomisk en fordel, hvis boligpriserne udvikler sig nogenlunde jævnt, typisk i takt med udviklingen i byggeomkostningerne, da der kan være skadevirkninger på økonomien, hvis udsvingene i boligpriserne bliver store. Store prisstigninger kan via et u hensigtsmæssigt pres i økonomien føre til generel inflation, mens store prislejligheder kan lede til arbejdsløshed og lav kapacitetsudnyttelse som i slutningen af 1980'erne. Boligpriserne påvirker hovedsagelig økonomien gennem byggeriet og privatforbruget.

Boliginvesteringerne, jf. figur 8, følger udviklingen i den reale kontantpris tæt, og er en af de mest konjunkturfølsomme efterspørgselskomponenter i økonomien. Ved moderate prisstigninger har byggeriet typisk kapacitet til at sikre den ønskede udbygning og vedligeholdelse af boligmassen, men store stigninger i boligpriserne risikerer at medføre flaskehalse. Det presser lønninger og prisen på byggematerialer op, med deraf følgende risiko for en videre inflationær proces, ligesom der kan opstå leveringsproblemer på byggematerialer. Spredningen til resten af økonomien forgår

FORTSAT	Boks 4
bl.a. ved, at byggeriet under et opsving typisk tiltrækker arbejdskraft fra andre og dårligere betalte områder. I nedgangstider kan aktiviteten i byggeriet omvendt gå næsten i stå. Det gælder også i tilknyttede brancher som forhandlere af boliginventar, køkkener, hårde hvidevarer osv. Boligpriserne er konjunkturmedløbende. Når boligpriserne i en højkonjunktur stiger, øges boligformuen. Denne stigning kan omsættes i forbrug enten ved salg af boligen eller ved belåning af friværdien, hvorved konjunkturerne stimuleres yderligere. Konsekvensen vil være en stigning i forbrugskvoten, da kapitalgevinsterne på boligene muliggør et højere forbrug for given indkomst. Denne sammenhæng var tydelig i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, mens de stigende boligpriser siden 1993 kun har medført en lille stigning i forbrugskvoten, jf. figur 8. Lovgivning om beskatning og fastsættelse af rammer for finansiering af boliger har haft stor betydning for udviklingen i boligpriserne. I 1980'erne var en kraftig reduktion af den skattemæssige værdi af rentefradraget samt krav om anvendelse af såkaldte "mix-lån" i boligfinansieringen stærkt medvirkende til faldet i de reale boligpriser fra 1986 til 1993. Skattestoppet og introduktionen af afdragsfrie lån har som nævnt omvendt været med til at drive boligpriserne i vejret de seneste år.	

gamle bolig var solgt, og således i en periode lå inde med to eller flere boliger. I det seneste halve år ser det ud til, at forventningerne i nogen grad er skiftet, så der nu er en del, der forventer prisfald. Det har medført, at et stigende antal boliger er sat til salg samtidig med, at nogle købere holder sig tilbage i forventning om at kunne købe til en lavere pris om fx et halvt år. Et tilsvarende stemningsskift har tilsyneladende fundet sted med endnu større kraft på markedet for sommerhuse. Disse skift i forventninger kan i en overgangsperiode have store konsekvenser for boligmarkedet og forstærker effekten af ændringer i renten. I hovedparten af landet har udviklingen i boligpriserne været mere rolig og bekymringen for en korrektion tilsvarende mindre.

Den stærke stigning i kontantpriserne over en årrække har stimuleret først og fremmest boliginvesteringerne. Forbrugskvoten, dvs. forbruget i forhold til indkomsten, er også steget, jf. boks 4, men nok mindre end det på forhånd kunne forventes, så friværdierne er vokset stærkt – med skønsmæssigt 560 mia.kr. i alt i 2005 og 2006. Det viser, at generelt har husholdningerne kun omsat en mindre del af de senere års kapitalgevinster til forbrug, hvilket giver en betydelig stødpude over for en opbremsning i boligpriserne. For de husholdninger, der har købt bolig, da priserne toppede, vil et eventuelt prisfald være ubehageligt, men det er næppe noget, der truer samfundsøkonomien eller den finansielle stabilitet.

Arbejdsmarked, lønninger og priser

Arbejdsmarkedet er strammet yderligere til siden sommeren. Ledigheden faldt overraskende stærkt i anden halvdel af 2006 og nåede i december ned på 107.300 sæsonkorrigeret svarende til 3,9 pct. af arbejdsstyrken. Det er et fald på ca. 15.000 det seneste halve år. Hertil kommer, at det sæsonkorrigerede antal personer på aktivering er faldet næsten 6.000 i løbet af samme periode. Manglen på arbejdskraft er ifølge de regionale arbejdsmarkedsråd steget i alle sektorer i 2006, mest markant inden for den konjunkturfølsomme bygge- og anlægsbranche. Antallet af ledige stillinger målt ved antallet af jobannoncer er samtidigt meget højt, jf. figur 9, så der er ikke umiddelbart udsigt til afkøling.

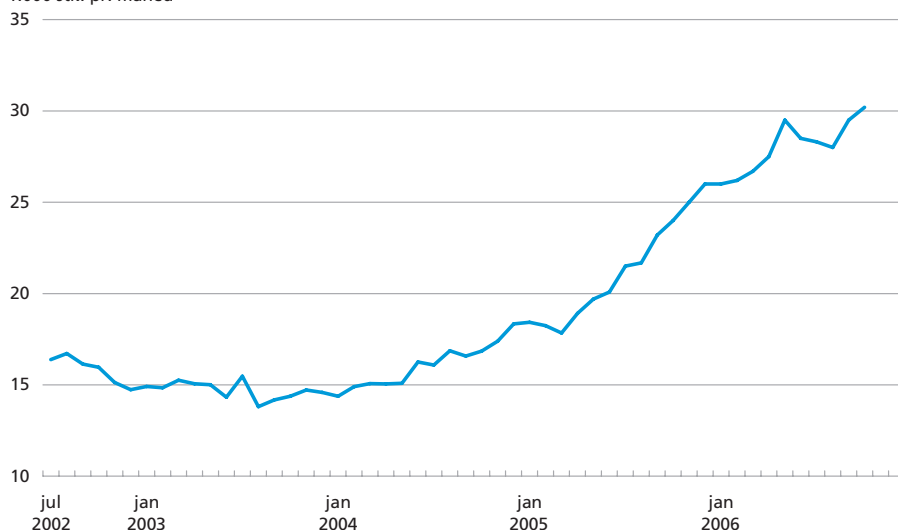
Faldet i arbejdsløsheden er et resultat af, at væksten i beskæftigelsen har oversteget væksten i arbejdsstyrken. Den større arbejdsstyrke afspejler en stigende erhvervsdeltagelse. Pendlingen fra især Sverige og Tyskland er øget. Disse personer indgår i nationalregnskabsstatistikken over arbejdsstyrken. Lønudgifter til udlandet, netto, viser en klart stigende tendens i takt med faldet i den danske arbejdsløshed, jf. figur 10.

Den øjeblikkelige mangel på arbejdskraft er hovedsageligt konjunkturbestemt, men den demografiske udvikling med en faldende andel af befolkningen i de aldersklasser, hvorfra arbejdsstyrken altovervejende

ANTAL JOBANNONCER

Figur 9

1.000 stk. pr. måned

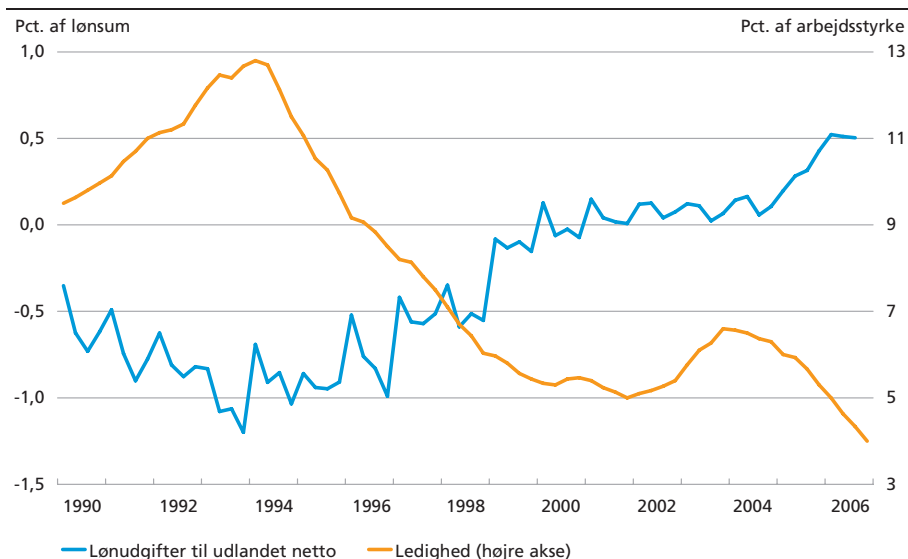


Anm.: Figuren viser antallet af nye jobannoncer lagt på internettet. Seneste observation er oktober 2006.

Kilde: Jobindex.dk og Danske Bank.

AFLØNNING AF GRÆNSEPENDLERE

Figur 10



Anm.: "Lønudgifter til udlandet netto" angiver udbetalt løn til personer bosat i udlandet, som arbejder i Danmark minus løn til personer bosat i Danmark, som arbejder i udlandet.

Kilde: Danmarks Statistik.

rekrutteres, skærper alt andet lige situationen i fremtiden. Den offentlige sektor står i særlig grad over for et rekrutteringsproblem de kommende år, jf. boks 5.

Inflationen målt ved HICP-indekset aftog i efteråret og var i januar 1,8 pct., mod 2,0 pct. i januar 2006. Den lavere prisstigningstakt skyldes hovedsageligt faldet i energipriserne i efteråret, der betød, at prisen på olie i begyndelsen af indeværende år var på samme niveau som for et år siden.

Trods en moderat inflation kan der underliggende spores et stigende prispres. Den høje aktivitet i byggeriet har således affødt høje prisstigninger på byggematerialer, der i 3. kvartal sidste år lå 5,7 pct. over niveauet året før. Det er den højeste stigningstakt i 16 år.

Det strammere arbejdsmarked og øgede kapacitetspres har medført stigende indenlandsk prispres siden begyndelsen af 2005 med stigende tendens i den indenlandske markedsbestemte inflation (IMI). Baggrunden er bl.a. en højere lønstigningstakt, der i 4. kvartal lå på 3,2 pct. ifølge Dansk Arbejdsgiverforenings tal. De danske lønninger stiger dermed fortsat hurtigere end hos vore udenlandske konkurrenter. Hertil kommer, at en lavere stigningstakt i priserne på importeret energi kan slå ud i stigende avancer, efter at disse en periode har været presset af høje energi- og importprisstigninger.

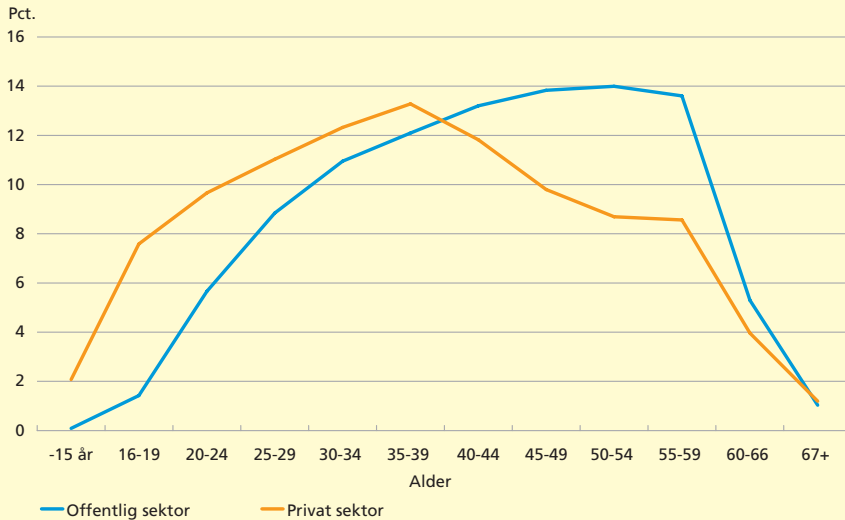
ALDERSFORDELING AF ARBEJDSSTYRKEN PÅ SEKTORER

Boks 5

Andelen af befolkningen i aldersklasserne med de højeste erhvervsfrekvenser falder de kommende år i takt med befolkningsudviklingen. Afgangen fra arbejdsstyrken vil sandsynligvis blive særlig mærkbar for den offentlige sektor, hvor de ansattes gennemsnitsalder er højere end i den private sektor, jf. figur 11. Det er særligt inden for uddannelsessektoren, at der er relativt mange offentligt ansatte, som står foran pensionering i nær fremtid.

ALDERSFORDELING AF ANTAL ANSATTE

Figur 11



Anm.: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Tilbagetrækningen fra beskæftigelse de næste fem år kan skønnes til 300.000. Heraf udgør tilbagetrækningen fra den offentlige sektor 113.000 svarende til 38 pct. såfremt tilbagetrækningsmønsteret er det samme i den offentlige og private sektor. De offentlige ansatte udgør i dag 30 pct. af den samlede beskæftigelse og er således overrepræsenteret i de aldersgrupper, der trækker sig tilbage. Afgangen svarer til, at hver syvende offentlige ansat går på pension inden for de næste fem år og hver fjerde inden for de næste 10 år. Erhvervsfrekvensen for de 60-64-årige har været stigende, men ligger fortsat under niveauet i bl.a. Sverige og Norge.

Aldringen af befolkningen betyder øget efterspørgsel efter mandskabskrævende offentlige kerneydelser som sundhed og ældrepleje, så der kan forventes skærpet konkurrence om arbejdskraften mellem den offentlige og den private sektor fremover.

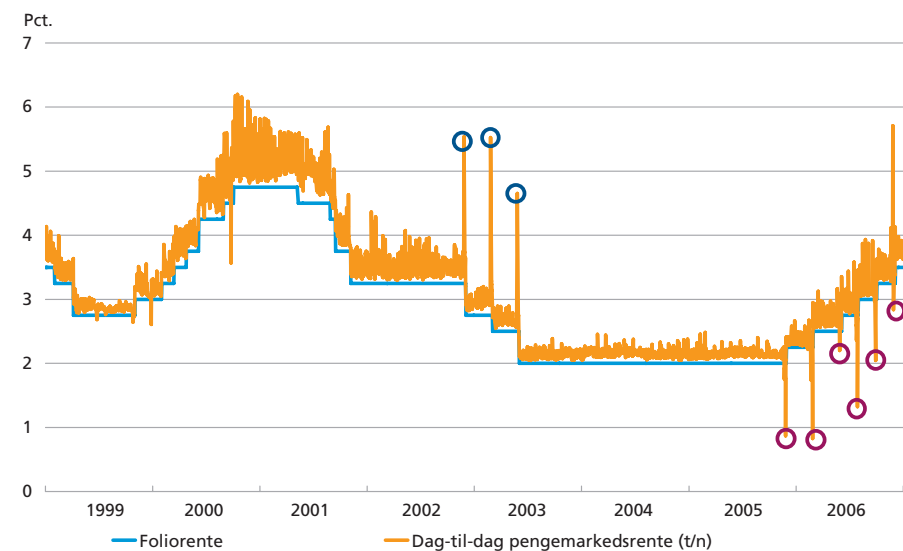
Overgang til 7 dages løbetid på pengepolitiske lån og indskudsbeviser

I perioder med forventninger om rentestigninger i euroområdet – og dermed også i Danmark – har man i de senere år nogle gange set tilfælde med store udsving i dag-til-dag renten på pengemarkedet. Penge- og realkreditinstitutterne vil nødtigt binde likviditet i en 14-dages periode via køb af indskudsbeviser, hvis det forventes, at renten sættes op, inden beviserne udløber. I disse situationer vil der være rigelig likviditet på pengemarkedet og meget lave dag-til-dag renter. Da der er rammer for indskud på folio, kan dag-til-dag renten endda falde under niveauet for foliorenten, jf. de røde cirkler i figur 1.

Omvendt vil der i perioder med forventning om rentefald i euroområdet og Danmark være stor interesse for køb af 14-dages indskudsbeviser, som har udløb efter tidspunktet for en rentenedsættelse. Det kan give

NATIONALBANKENS FOLIORENTE OG DAG-TIL-DAG RENTEN PÅ PENGEMARKEDET

Figur 1



Anm.: Dag-til-dag renten er tomorrow-next renten.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

knaphed på likviditet i pengemarkedet og store stigninger i dag-til-dag renten, jf. de blå cirkler i figur 1.¹

For at reducere disse udsving overgår Nationalbanken til normalt at anvende 7-dages løbetid på pengepolitiske udlån og indskudsbeviser med virkning fra 3. maj 2007. Ved at overgå fra 14 til 7 dages løbetid vil man normalt opnå, at såvel pengepolitiske lån som indskudsbeviser udløber på den dag, hvor en renteændring i givet fald træder i kraft og dermed ikke "løber hen over" tidspunktet for en renteændring. Løbetiden på pengepolitiske lån i euroområdet er ligeledes normalt 7 dage.

Ved tilbagekøb af indskudsbeviser i ekstraordinære markedsoperationer beregner Nationalbanken sig et tillæg til indskudsbevisrenten. Det skal give de pengepolitiske modparter incitament til at indsætte tilstrækkelig likviditet på foliokonti ved de forudannoncerede markedsoperationer. Tillægget vil forsat som udgangspunkt være på 0,05 pct. p.a.

¹ Den store stigning i dag-til-dag renten i slutningen af november 2006 skal ses i lyset af, at Nationalbanken havde ekstraordinært åbent for salg af indskudsbeviser med kort løbetid. Beviserne havde udløb i slutningen af den første uge af december 2006, hvor der var forventet en rentestigning i euroområdet. Det gav stor efterspørgsel efter indskudsbeviser i slutningen af november og dermed stram likviditet og høje renter i pengemarkedet.

Globalisering og dansk økonomi

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSIONER

Globalisering forstået som en stadig større international udveksling af varer og tjenester, investeringer, information, mennesker, madvaner, kultur mv. er ikke et nyt fænomen. Udviklingen af transport- og kommunikationsmidler indebar således store forandringer fra midten af 1800-tallet og op til 1. verdenskrig. I de senere år har fokus især været på den stigende integration af nogle af verdens mest folkerige nationer som Kina og Indien i verdensøkonomien, en proces som først lige er begyndt. Hertil kommer de teknologiske fremskridt inden for telekommunikation og it, som har gjort det muligt at udveksle tjenesteydelser og information, hvor det tidligere enten ikke var muligt eller i al fald meget besværligt og omkostningskrævende.

I artiklen skitseres nogle af hovedresultaterne fra klassisk handelsteori, hvor en af pointerne er, at forskelle i relative produktivets- og løn niveauer driver fordelene ved international arbejdsdeling og dermed samhandel. Det konkluderes, at årsagerne til arbejdsløshed først og fremmest skal findes i ufleksible arbejdsmarkeder og ikke i globaliseringen.

Danmark har i modsætning til en del andre industrilande vundet dobbelt på globaliseringen, både via en pæn vækst drevet af øget samhandel og via et forbedret bytteforhold, hvor mange danske virksomheder har formået at afsætte deres produkter til stadigt stigende priser, mens importpriserne er stagneret. Det er bl.a. et resultat af, at man ikke ad politisk vej har søgt at holde kunstigt liv i brancher og enkeltvirksomheder i tilbagegang. Samtidig har vi som følge af et fleksibelt arbejdsmarked samt efteruddannelsesindsats og sociallovgivning afbødet, at nogle grupper er blevet ramt uforholdsmæssigt hårdt. Fremtiden vil muligvis byde på større udfordringer i takt med, at lavomkostningslande som Kina og Indien mfl. i stigende grad udfordrer os på vore produktionsmæssige kerneområder. Fortsat stor innovationsevne og omstillingsparathed kan sikre, at Danmark også fremover drager fordel af øget internationalt samkvem.

Skift i vareimporten fra høj- til lavomkostningslande har isoleret set medført en lavere stigningstakt i forbrugerpriserne i Danmark. På sigt er der dog ingen grund til at tro, at globaliseringen generelt skulle medføre lavere inflation, men nok et lavere prisniveau.

INDIKATORER PÅ GLOBALISERING

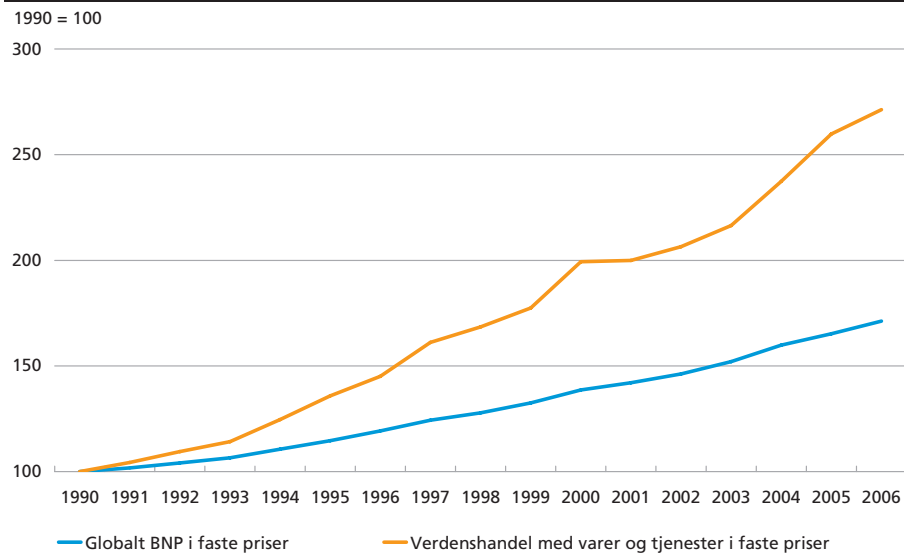
Globalisering er et grundvilkår, som det kan være svært at identificere præcist. En indikator på stigende økonomisk integration mellem verdens lande er det faktum, at verdenshandelen siden 1990 er vokset hurtigere end verdens produktion målt ved BNP, jf. figur 1. Det har været tilfældet uafbrudt siden afslutningen på 2. verdenskrig. Over de seneste 15 år har der især været stærk stigning i den grænseoverskridende handel med tjenesteydelser, der i dag udgør 20 pct. af verdenshandlen. Selve grænsen for, hvad der kan handles, har flyttet sig med fremskridtene inden for telekommunikation og it. Handel i halvfabrikata udgør en stigende del af verdenshandlen. Det skyldes en stadigt mere opsplittet international produktionsproces som følge af outsourcing.

Den gradvise liberalisering af kapitalbevægelserne i løbet af de sidste 40 år har understøttet og forstærket den globale økonomiske integration. Her er specielt de direkte investeringer centrale, idet de ud over investering i nyt kapitalapparat også ofte medfører en teknologioverførsel. Det er vigtigt for lav- og mellemindkomstlandenes muligheder for at få del i den globale vækst, men også for industrilandene, hvor de direkte investeringer fremmer specialiseringen. De direkte investeringer er vokset markant siden 1990, jf. figur 2.

Ud over liberalisering af kapitalbevægelserne har hovedtendensen været en reduktion af diverse handelsrestriktioner. Det er naturligvis en

UDVIKLING I GLOBALT BNP OG VERDENSHANDEL

Figur 1

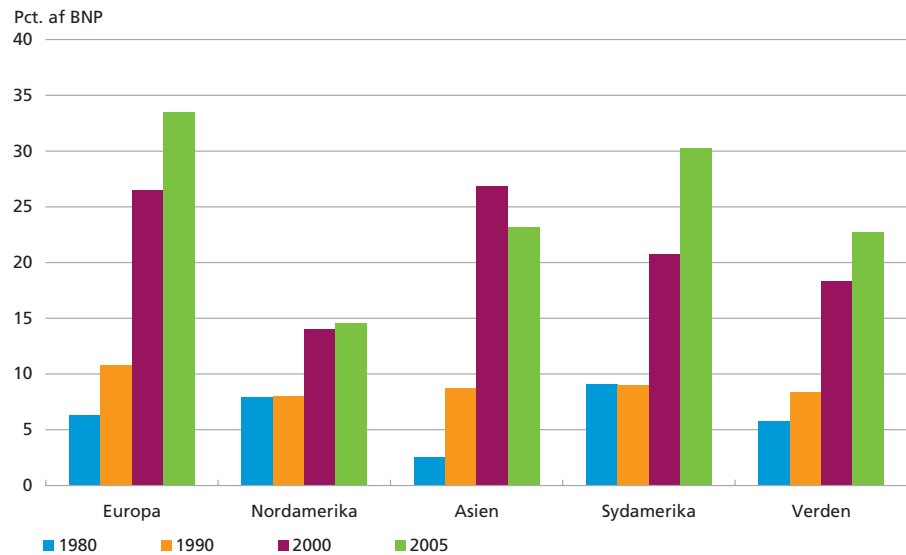


Anm.: BNP er købekraftkorrigeret.

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*-database.

INDGÅENDE DIREKTE INVESTERINGER

Figur 2



Anm.: Beholdningstal over indgående direkte investeringer.
Kilde: UNCTAD FDI-database.

helt fundamental forudsætning for øget samhandel, men der er endnu en betydelig vej at gå på dette område.

En væsentlig drivkraft bag den øgede specialisering af produktionsprocessen og dermed en stigende international samhandel er store lønforskelle mellem verdens lande, jf. tabel 1. En dansk fabriksarbejder tjener i dag 15 gange så meget som en kinesisk, mens årslønnen for en dansk ingeniør er knap 10 gange højere. Forskellen i timelønninger er endnu større end i årslønninger, da den kinesiske arbejder typisk har længere arbejdstid end en dansk. Ifølge klassisk handelsteori om såkaldte "komparative fordele", jf. nærmere nedenfor, er det imidlertid de *relative* lønforskelle snarere end *lønniveauet*, der er afgørende for, hvilke job der outsources. Det er en central pointe.

Da lønforskellen mellem fx Kina og Danmark er størst blandt de lavtlønnede, er det disse job, der i første omgang bliver flyttet ud. Den stigende handel med tjenesteydelser har imidlertid bragt visse højtlønnede job i en situation, hvor også disse kan outsources. En relevant opdeling går mellem personlige og ikke-personlige tjenester. De ikke-personlige tjenester som fx it, rådgivende ingeniører, finansielle tjenester mv., der alle er højt-lønsområder, ligner i stigende grad industrivarer og handles dermed internationalt. Personlige tjenester, som fx pleje af ældre, rengøring og til dels undervisning mv., altså lavtlønsområder, er ikke så udsatte for international konkurrence.

LØNNINGER I UDVALGTE LANDE

Tabel 1

	Gennemsnit- lig timeløn ¹	Kvindelig fabriksarbejder	Faglært indu- striarbejder	Ingeniør i industrien	Mellemlider
	Kroner pr. time	Kroner pr. år			
<i>Lavindkomstlande</i>					
Indien (Mumbai)	9,70	11.200	39.500	46.300	138.700
Kina (Shanghai)	16,40	16.400	41.800	50.000	157.000
Brasilien (Rio de Janeiro) ..	26,10	24.600	76.100	140.200	183.500
Polen (Warszawa)	26,90	33.600	53.000	75.300	176.800
<i>Mellemindkomstlande</i>					
Hongkong	38,80	43.300	73.800	239.500	317.100
Taiwan (Taipei)	50,00	95.500	123.100	201.400	383.400
Sydkorea (Seoul)	61,90	54.500	241.700	255.100	343.900
<i>Højindkomstlande</i>					
Japan (Tokyo)	109,70	161.900	324.500	371.500	514.700
Tyskland (München)	119,40	...	272.300	353.600	526.700
USA (New York)	140,20	188.700	404.300	526.700	552.040
Danmark (København)	166,40	234.244	325.300	444.600	537.866

Anm.: Tallene er indsamlet i 1. halvår 2006.

Kilde: Union Bank of Switzerland, 2006.

¹ Gennemsnitlig timeløn i 14 udvalgte stillingskategorier inden for industri og servicefag.

Fald i transportomkostninger har traditionelt været en anden drivkraft bag globaliseringen. Selv om formindskelse af omkostninger ved transport af varer over de seneste årtier har været mindre udtalt end for 50-150 år siden med først damptog og siden automobil og motorskibe, er transportomkostningernes andel af varens værdi dog fortsat faldende. Inden for tjenestehandel er der de seneste 15 år kommet helt nye muligheder for handel som følge af udviklingen inden for telekommunikation, it mv., og omkostningerne er faldet markant.

DET KLASSISKE ARGUMENT FOR FRIHANDEL

I appendiks præsenteres i en stærkt forenklet model det klassiske argument for frihandel. Fremstillingen her stammer fra Samuelson (2004). Udgangspunktet er to "lande", fx EU og Kina, der hver kun producerer to varer, en højteknologisk, fx medicin, og en lavteknologisk, fx tøj. Det antages, ikke helt urealistisk, at EU har den højeste produktivitet for begge varer, men at overlegenheden er relativt størst for den højteknologiske vare. EU har dermed en såkaldt "komparativ fordel" i produktionen af medicin.

Det vises nu med et eksempel at ved at gå fra en tænkt situation uden handelssamkvem mellem EU og Kina til en situation med handel, vil realindkomsten stige i begge lande, der hver især specialiserer sig i produktionen af den vare, hvor landet har en komparativ fordel. Den måske

ikke helt indlysende pointe er, at dette resultat holder, selv om den absolutte produktivitet er højere i EU end i Kina for begge varer. Det er Ricardos klassiske resultat og det argument, der ligger til grund for mange økonomers rygmarvsreaktion, at international handel er et ubetinget gode.

Argumentet for fordelene ved samhandel er dybt og fundamentalt og ikke bare resultatet af en forsimplet model. Det er vigtigt at forstå, at det er de *relative* produktiviteter, der driver argumentet for frihandel. Den bagvedliggende årsag er, at produktionsfaktoren arbejdskraft – og mere generelt også kapital og jord – er begrænset. Den bør derfor anvendes, hvor udbyttet er størst, og det er netop bestemt af den relative produktivitet, der viser, hvor meget man må opgive at producere af den ene vare for at producere en enhed mere af den anden. Det er derfor mest hensigtsmæssigt, at EU bruger sin arbejdsstyrke på at producere den vare, hvor det har en relativt høj produktivitet og overlade det til Kina at producere tøj.

I virkeligheden er der naturligvis mange varer og tjenester på markedet, som typisk igen består af mange delmarkeder, hvor der på hver af disse kan opstå komparative fordele. I praksis vil hvert land heller ikke specialisere sig i så ekstrem grad som den simple model antager. Der er fx stadig en betragtelig produktion af tøj i EU, mens omvendt Kina har en vis medicinproduktion. Det ændrer imidlertid ikke ved det principielle argument.

De relative produktiviteter kan i en markedsøkonomi i ligevægt direkte oversættes til relativ løn, da produktiviteten er bestemmende for, hvor høj en løn der kan betales, hvis produktionen skal forblive konkurrencedygtig. Hermed er vi tilbage ved pointen fra foregående afsnit og tabel 1 om, at de relative lønninger snarere end lønniveauerne er afgørende. Det vil aldrig være hensigtsmæssigt at flytte al produktion til ét land, selv om de absolutte arbejdsomkostninger måtte være lavest der for alle varer og tjenester.

Nu er lønniveauerne ikke statiske, men vil i sig selv reagere på samhandel. Ifølge det såkaldte Stolper-Samuelson teorem vil frihandel medføre en harmonisering af lønniveauerne i de lande, der handler med hinanden. I praksis ser man store lønforskelle bevaret over lange tidsrum, og selv ved harmonisering er det et åbent spørgsmål, hvilket niveau det vil ske på. De historiske erfaringer tyder på, at integration af lav- og mellemland i verdensøkonomien får disses lønniveauer til at nærme sig højindkomstlandene snarere end omvendt. Det er der mange eksempler på. Historisk kan peges på Europas og Japans udvikling efter 2. verdenskrig, hvor lønniveauerne har nærmet sig USAs og ikke omvendt, bl.a. som følge af teknologioverførsel. Af nyere dato er integrationen af mange af de asiatiske økonomier i verdensøkonomien.

Frygten for, at frihandel generelt skulle føre til et kapløb mod de dårligste løn- og arbejdsvilkår, virker således overdrevet, men nogle grupper kan blive ramt.

Den klassiske forklaring på komparative fordele er, at de afspejler forskelle i, hvor meget af produktionsfaktoren landet er begunstiget med fra naturens side (natural endowment). Kina og mange andre lavindkomstlande er fx ofte meget folkerige, og de har derfor en komparativ fordel i arbejdsintensiv produktion som fx tekstilindustri. Generelt er det dog i stigende grad uddannelse, kreativitet og innovationsevne og dermed kvaliteten af arbejdskraften snarere end mængden, der skaber de komparative fordele og den internationale konkurrenceevne. Også rådighed over naturressurser har betydning, jf. eksemplet med Norge nedenfor.

Det klassiske argument for frihandel antager en verden med et perfekt marked. I praksis kan der være imperfektioner i markedets måde at fungere på, fx tilstedeværelsen af pris- og lønstivheder. At lægge hindringer i vejen for international samhandel er imidlertid næppe løsningen på sådanne problemer. Strategien bør snarere være at forbedre rammerne og grundlaget for markedets funktionsmåde, hvilket kræver passende samfundsmæssige institutioner og lovgivning, jf. fx Stiglitz¹. Øget samhandel som følge af international specialisering har været en afgørende bidragsyder til den globale velfærdsstigning, der har fundet sted i verden siden 2. verdenskrig.

GLOBALISERING OG BYTTEFORHOLD

Vender vi os igen mod handelsteorien, kan forskellige former for stød analyseres. Det kan fx meget realistisk antages, at der over tid sker en stigning i Kinas produktivitet i den lavteknologiske vare, som landet er specialiseret i at producere. Det kan være resultatet af nye opfindelser, af forbedrede produktionsmetoder eller af teknologioverførsler som følge af direkte investeringer.

Som vist i appendiks tabel 3 vil ikke bare Kina, men også EU, vinde på en sådan kinesisk produktivitetsforøgelse, dog ikke nødvendigvis lige meget. EUs gevinst fremkommer ved, at et større udbud af den kinesisk producerede vare, tøj, får importprisen til at falde relativt til prisen på EUs eksportvare, medicin, dvs. EU oplever en bytteforholdsforbedring. Det giver højere realindkomst for given produktion i EU. Modstykket er, at Kina får en bytteforholdsforværring, men sandsynligvis vil stigningen i produktivitet – og dermed en større produktion for given arbejdsindsats – dominere.

¹ Joseph E. Stiglitz (2002), *Globalisation and its Discontents* og Joseph E. Stiglitz and Andrew Charlton (2006), *Making Globalisation Work*.

Antages det nu alternativt, at Kina går stærkt ind i produktionen af medicin, dvs. den højteknologiske vare, vil prisen på denne vare falde relativt til den lavteknologiske, og EU vil opleve et fald i bytteforholdet. I eksemplet i appendiks er Kinas produktivitetsstigning så stor, at den helt opvejer EUs komparative fordel, og EU får et direkte tab i realindkomst, som vel at mærke er permanent.

Konklusionen er, at det ikke er givet, at alle til alle tider vinder på globaliseringen. Der kan være permanent pres nedad på realindkomsterne i lande med svag produktivitetsudvikling og innovationsevne. Ser vi specifikt på Kina og EU, har udviklingen hidtil nok mest mindet om situationen med stigende kinesisk konkurrenceevne i produktionen af den lavteknologiske vare, som EU ubetinget også vinder ved via lavere importpriser. Spørgsmålet er, om dette vil vare ved, eller om et stadigt stærkere Kina, og andre lavtlønslande som fx Indien, i højere grad vil udfordre Vesten også på goder eller tjenester som medicin, softwareudvikling mv. hvor EU, eller USA, hidtil har haft den komparative fordel. Det er vigtigt at indse, at det ikke er muligt for EU at hindre et sådant nedadrettet pres på indkomsterne med handelshindringer og lignende, men udelukkende ved at forbedre produktiviteten.

Modellen i appendiks beskriver en verden, hvor der er fuld pris- og lønfleksibilitet og dermed permanent fuld beskæftigelse med det resultat, at produktivetsforskydninger mellem lande giver sig udslag i bytteforholdene og realindkomsterne. Dette må også i den virkelige verden være det relevante på sigt. Det er imidlertid situationen i tilpasningsperioden med eventuelt stigende arbejdsløshed, der ofte er i fokus, når globaliseringens konsekvenser vurderes, og det bliver nu og da fulgt af krav om handelsrestriktioner mod det eller de lande, hvor konkurrencen kommer fra. Det er dog ingen genvej til velstand. Ved kunstigt at sætte prisen på importvarer op går landet glip af billig import, og der oprettholdes en "dyr" indenlandsk produktion af fx tøj eller sko. Det højner måske på kort sigt beskæftigelsen, men det sker på bekostning af realindkomsterne generelt, og som regel var det samfundsmæssigt klogere at lade den udenlandske konkurrence slå igennem. Handelsrestriktioner virker konserverende på produktionsstrukturen og hindrer, at arbejdsstyrken omstilles til produktion med en højere værditilvækst, og landet havner nemt i en lavtlønsfælde. Omstilling af produktionen til nye produkter kan godt nok på kort sigt øge arbejdsløsheden, men vil på længere sigt medvirke til at øge realindkomsterne.

Tilpasningsperioden og den negative beskæftigelseseffekt er kortere og mindre, des mere fleksibelt arbejdsmarkedet er, dvs. des mere smidigt arbejdsstyrken kan omplaceres fra sektorer i tilbagegang til sektorer i fremgang. Alt i alt må politikanbefalingen være at skabe rammer

for et fleksibelt arbejdsmarked og omstillingsevne snarere end kortsigtede løsninger som indførelse af handelshindringer, begrænsninger i virksomhedernes muligheder for at tilpasse arbejdsstyrken til efterspørgslen efter virksomhedens produkter og lignende. Det danske arbejdsmarked lever et langt stykke hen ad vejen op til dette.

Frie kapitalbevægelser gør, at tilpasning til ændrede produktivitetsforhold kan udskydes ved i en periode at lånefinansiere forbrug og investeringer, men det ændrer intet principielt i ovenstående argumentation.

SIMULATIONER PÅ MONAMODELLEN

For at illustrere hvordan globaliseringen virker på kort og langt sigt er der foretaget en række simulationer på den makroøkonomiske model for Danmark, Mona, hvor effekten af stød til import- og eksportpriser er beregnet. Globaliseringen kommer ind i en modelberegning via (ekso-gene) antagelser om udenlandske markeder og priser.

Det antages, at importpriserne falder 2 pct. som følge af Kinas og andre lavomkostningslandes indtrængen på verdensmarkedet (dvs. et engangsstød). Konsekvensen for Danmark er på kort sigt en svagere stigning i forbrugerpriserne og et lidt større privatforbrug, jf. søjle 1 i tabel 2. Finanspolitikken holdes neutral på langt sigt.

De lavere importpriser vil øge importvarernes markedsandel og dermed presse danske produkter ud af markedet, hvilket overgangsvis betyder en lavere beskæftigelse. På langt sigt er der imidlertid ingen negativ beskæftigelseseffekt, men kun en positiv effekt på privatforbruget, som afspejler, at den danske realindkomst er steget. Det er helt i overensstemmelse med resultaterne i Samuelsonmodellen, hvor forbrugsmulighederne vokser med omfanget af arbejdsdelingen.

Den anden søjle i tabellen illustrerer en situation, hvor konkurrencen fra lavomkostningslandene i højere grad sker på vore kerneprodukter og dermed presser vore eksportpriser, mens der ikke sker noget med importpriserne. I en sådan situation vil der ske et varigt fald i vore forbrugsmuligheder, mens beskæftigelsen igen er uændret på langt sigt. Det modsvarer resultatet i tabel 4 i appendiks.

Hvis ikke bare vore importpriser, men alle udenlandske priser falder 2 pct., får vi på langt sigt noget, der svarer til summen af søjle 1 og 2. Beskæftigelsen falder i de første år, hvor forbruget dæmpes af den negative konjunktoreffekt. På sigt er der ikke som i søjle 1 og 2 en bytteforholdsændring og forbrugseffekt. Vi tilpasser os blot en situation med uændret forbrug ved et lavere nominelt pris- og lønniveau. Det understreger igen, at det er de relative priser og ændringer i disse, der driver fordelene ved globaliseringen. Når både import- og eksportpriser ænd-

KONSEKVENSER AF GLOBALISERINGSSTØD PÅ DANSK ØKONOMI

Tabel 2

Procentvis afvigelse fra basisforløb	Importpris: -2 pct.	Eksportpris: -2 pct.	Importpris: -2 pct. Eksportpris: -2 pct.
<i>Kort sigt (år 3)</i>			
Forbrugerpriser	-0,3	-0,2	-0,5
Beskæftigelse	-0,1	-0,4	-0,5
Forbrug	0,3	-0,4	-0,2
Budgetsaldo	0,0	-0,4	-0,3
<i>Langt sigt</i>			
Forbrugerpriser	-0,8	-1,1	-1,8
Beskæftigelse	0,0	0,0	0,0
Forbrug	0,9	-1,0	0,0
Budgetsaldo	0,0	0,0	0,0

Anm.: Engangsstød på 2 pct. til import- og eksportpriser, hvorefter modellen finder en ny langsigtlig vægt med fuld beskæftigelse. Finanspolitikken holdes neutral på langt sigt ved at korrigere stykafgifterne.

Kilde: Egne beregninger på Mona-modellen.

rer sig lige meget, er der ingen ændring i de relative priser og spørgsmålet bliver, om det er Kina og lavomkostningslande, der tilpasser sig vores lønniveau, som de historiske erfaringer tyder på, eller det er os, der tilpasser os deres lønniveau.

Et sådant forløb, hvor der ikke sker noget reelt for os på langt sigt svarer til, at lavomkostningslandene kommer til at producere det samme som højomkostningslandene, og der er derved ingen fordele ved øget arbejdsdeling for disse, mens lavomkostningslandene naturligvis vinder på at få løftet deres produktivitet.

Det danske arbejdsmarked er kendetegnet ved stor jobomsætning. Der nedlægges således op mod 250.000 job hvert år, men der skabes et tilsvarende antal. Undersøgelser viser, at ca. 5.000 af de nedlagte job svarende til 2 pct. kan henføres til udflytning af danske virksomheder til udlandet¹. Dette tal viser dog langt fra størrelsesordenen af den udfordring dansk økonomi står over for som følge af globaliseringen målt som det antal job, der hvert år må omallokeres som følge af konkurrence udefra.

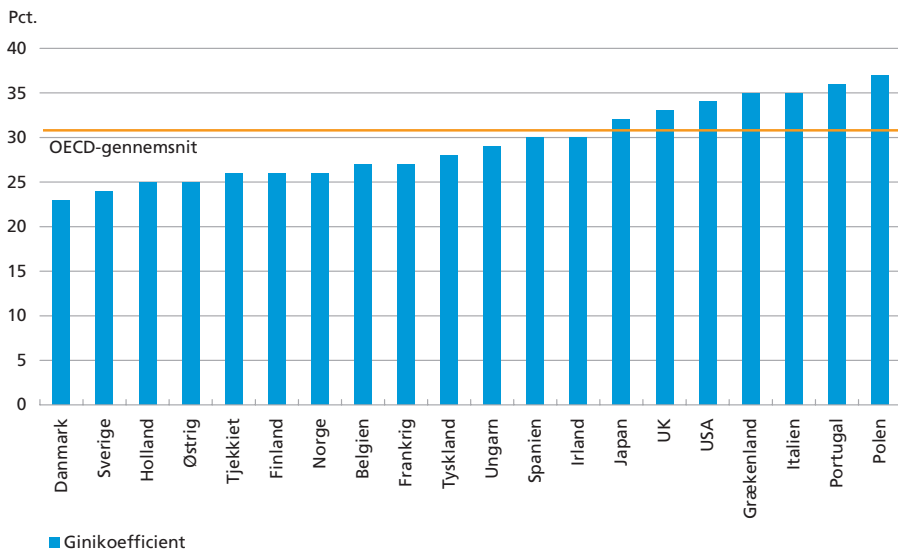
GLOBALISERING OG ULIGHED

Arbejdskraft er ikke en ensartet størrelse. I praksis går skillelinjen ikke bare mellem lande, men også inden for lande mellem den del af arbejdsstyrken, der producerer højteknologiske varer, og den del, der producerer lavteknologiske. Selv om der samlet set er tale om en gevinst, kan der, som Samuelsons model viser, godt være tabere i globaliseringsprocessen. Det kan være med til at øge modsætningerne internt i fx EU mellem de forskellige typer af arbejdskraft, da de umiddelbare konsekvenser af globaliseringen kan være meget forskellige for hver af disse grupper.

¹ For nærmere diskussion se *Dansk Økonomi*, efterår 2004 fra Det Økonomiske Råd, kapitel 2.

ULIGHED I DISPONIBEL INDKOMST

Figur 3



Anm.: Ginikoefficienten er et mål for graden af ulighed i indkomstfordelingen og viser, hvor meget indkomst i pct. der skal flyttes fra de højeste indkomster til de laveste for at få en helt lige indkomstfordeling. Ginikoefficienten ligger mellem 0 og 100. Des lavere værdi des mere lige er indkomstfordelingen. Tallene er for 2000. For tal frem til 2004 for Danmark henvises til Statistisk Tiårsoversigt 2006 fra Danmarks Statistik, side 68.

Kilde: Michael Förster and Marco Mira d'Ercole (2005), Income Distribution and Poverty in OECD Countries in the Second Half of the 1990s, in *OECD Social, Employment and Migration Working Paper no 22*.

Inden for lande er det dog alt andet lige lettere at kompensere de personer, der på kort sigt taber på globaliseringen, fx over de offentlige budgetter, samt at ruste dem til den øgede konkurrence gennem opkvalificering, omskoling, efteruddannelse og lignende. Der er stor forskel på, hvor effektive OECD-landene har været i denne henseende.

Danmark er som følge af stor omfordeling via de offentlige budgetter et af de lande i verden, hvor ulighederne i disponibel indkomst og dermed forbrugsmulighederne mellem borgerne er mindst, jf. figur 3. Dette har sammen med en aktiv arbejdsmarkeds- og uddannelsespolitik i høj grad formået at skærme de grupper, der ellers ville stå som tabere som følge af globaliseringen. Uligheden målt ved den såkaldte ginikoefficient er i Danmark kun steget svagt de seneste 10 år, mens den i flere andre lande er vokset ganske kraftigt, bl.a. i Sverige og Finland, som også er kendetegnet ved lav ulighed internationalt set. Også andre ting end globalisering spiller ind ved måling af ulighed.

UDVIKLING I BYTTEFORHOLD – HVAD VISER EMPIRIEN?

Velfærdskonsekvenserne af globaliseringen målt som udviklingen i forbrugsmuligheder er for både høj- og lavindkomstlande bl.a. afhængig af udviklingen i bytteforholdet. Det danske bytteforhold har været stigende

de sidste 15 år, også når der ses bort fra energi, jf. figur 4. Trenden har været mest klar for varer, mens bytteforholdet for tjenester er steget svagere, og har de seneste år været direkte faldende bl.a. som følge af faldende fragtrater for containersejlad, der er en stor dansk eksportartikel.

Udviklingen afspejler, at mens importpriserne holdes nede af bl.a. billige varer fra Kina og andre lavtlønslande, har danske virksomheder været i stand til at sælge sine produkter til stigende priser på verdensmarkedet. Udflytning af produktion til lavtlønslande har bidraget til denne udvikling, da det har muliggjort overflytning af arbejdskraft til produktion med en højere værditilvækst, også kaldet "up-market" produkter. Det er sket, uden at det er gået ud over beskæftigelsen, hvilket vidner om et fleksibelt arbejdsmarked.

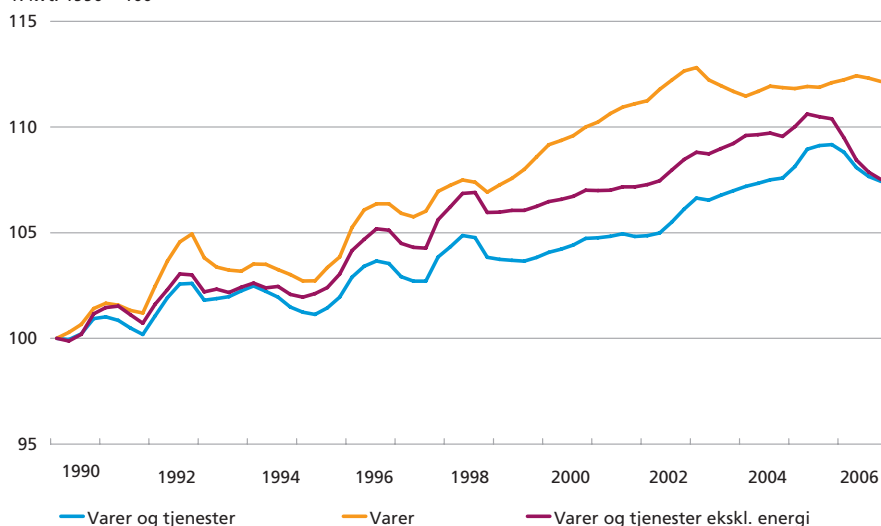
Forbedringen af det danske bytteforhold er relativt bredt funderet og hviler ikke på nogle få brancher. Inden for mange områder har en stadig forøgelse af vidensindholdet i produkterne tilladt, at der kan sælges mere til stigende priser. Et eksempel er medicinindustrien, hvor både priser og afsatte mængder er steget markant de sidste 10 år, jf. figur 5. Inden for tekstilindustrien har priserne omvendt været vigende, men forarbejdningen har i stigende grad fundet sted i lavtlønslande, så aktiviteten herhjemme har været i den dyre ende af værdiskabelsen.

Ikke alle højindkomstlande har haft så gunstig en udvikling. For EU under ét har bytteforholdet været uændret siden 1990, jf. figur 6, og omstillingsprocessen har resulteret i en markant højere ledighed end herhjemme.

BYTTEFORHOLD FOR DANMARK

Figur 4

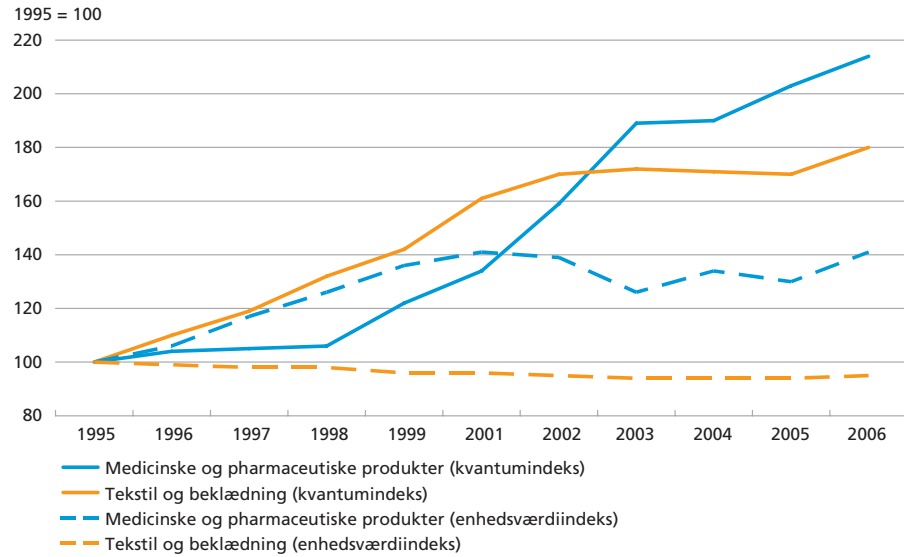
1. kv. 1990 = 100



Anm.: Bytteforhold defineret som eksportprisindeks divideret med importprisindeks ifølge nationalregnskabet.
Kilde: Danmarks Statistik.

PRIS- OG MÆNGDEUDVIKLING I MEDICIN- OG TEKSTILEKSPORTEN

Figur 5



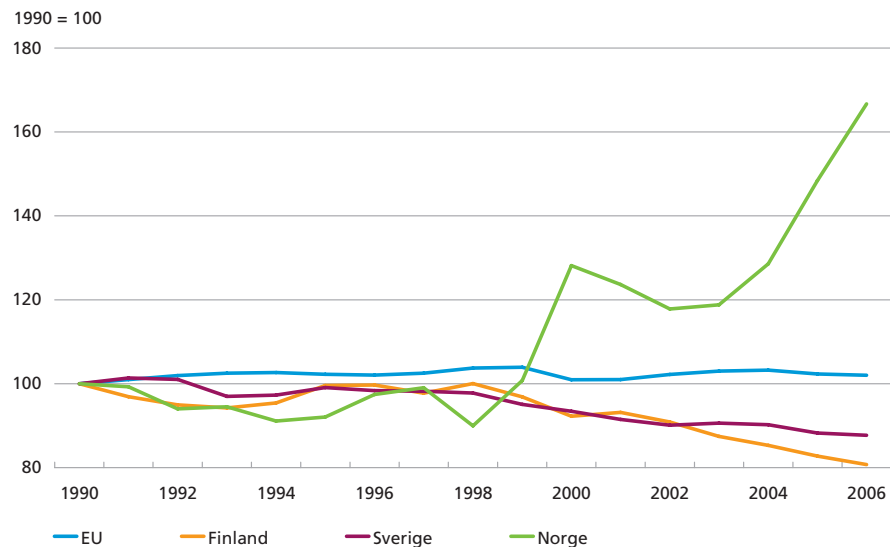
Anm.: "Kvantumindeks" angiver eksporteret mængde, mens "enhedsværdiindekset" viser udviklingen i produktets pris over tid.

Kilde: Danmarks Statistik.

Bytteforholdene i Sverige og Finland er forværret over perioden, mens de to landes økonomiske udvikling har været kendetegnet ved høj vækst. En medvirkende årsag er en stærk produktivitetsforbedring i

BYTTEFORHOLD

Figur 6



Anm.: Bytteforhold defineret som eksportprisindeks for varer- og tjenester divideret med importprisindeks for varer og tjenester ifølge nationalregnskabet.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* bank nr. 79.

BYTTEFORHOLDSKORREKTION AF BNP-VÆKSTRATER	Boks 1
Spørgsmålet om, i hvilket omfang fx et forværret bytteforhold udhuler vækst i BNP i faste priser, har intet entydigt svar. Bytteforholdet afspejler nogle priseffekter, som BNP i faste priser ikke tager hensyn til. Et skøn over betydningen af ændringer i bytteforhold kan fås ved at beregne, hvordan udviklingen i BNP havde været, såfremt eksportpriserne havde udviklet sig parallelt med importpriserne. Det kan ske ved at deflatere værdien af eksporten med importprisindekset i stedet for eksportprisindekset¹. I stedet for at måle konsekvensen for BNP af ændringer i bytteforholdet kan effekten på forbruget, offentligt og privat, måles, jf. figur 7.	

¹ Jf. Christian Ølgaard (2006), Relevansen af BNP-vækstrater, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

nogle af de goder, hvor landene har en komparativ fordel, bl.a. inden for telekommunikation. En effektiv konkurrence har indebåret, at produktivetsgevinsterne er kommet forbrugerne til gode i form af lavere priser, herunder lavere eksportpriser. Det ændrer dog ikke ved, at både Sverige og Finland samlet set har vundet på globaliseringen.

Norge har haft en massiv bytteforholdsforbedring i takt med stigende priser på olie og naturgas. Norge er specielt derved, at det er en naturresurse, der giver landet dets komparative fordel. Det er kun tilfældet for få andre højindkomstlande.

Modellen i appendiks er statisk. I praksis vil der typisk være positiv økonomisk vækst. Ved sammenligning af økonomisk præstation mellem lande skal man have for øje, at de traditionelle BNP-vækstrater beregnet ud fra nationalregnskabet ikke fanger konsekvenserne af ændringer i bytteforhold. En stigning i BNP i faste priser øger alt andet lige realindkomsten og dermed forbrugsmulighederne i et land. Et forbedret bytteforhold vil understøtte en sådan udvikling, mens et fald vil trække ned i de underliggende forbrugsmuligheder, jf. boks 1.

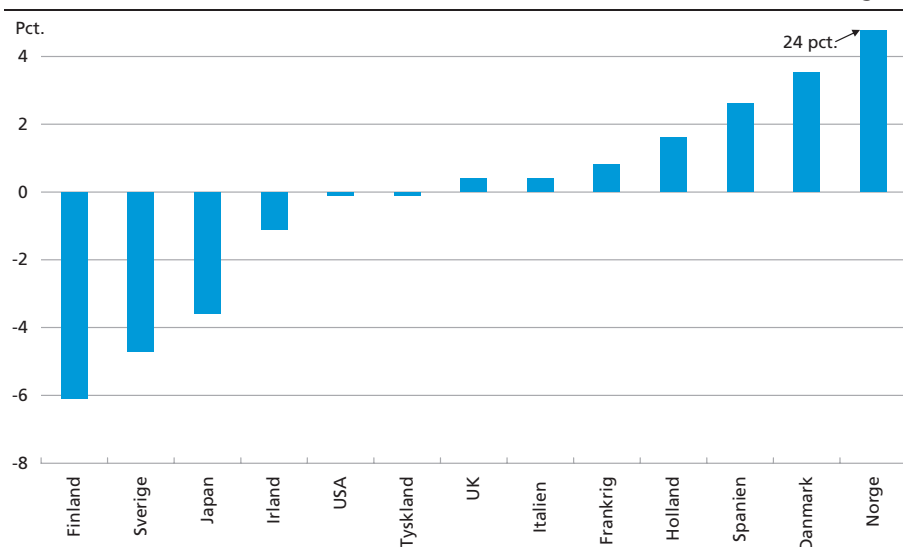
Det relevante i en velfærdssammenhæng er udviklingen i forbrug, offentligt og privat. I figur 7 er vist bytteforholdets konsekvens for forbruget over perioden 1993 til 2005. Mens de underliggende forbrugsmuligheder i Sverige og Finland må justeres ned, når der korrigeres for bytteforholdsændringer, er Danmark i den modsatte situation. Vi har så at sige vundet dobbelt på globaliseringen, som både har virket befordrende på den økonomiske vækst og forbedret vort bytteforhold.

GLOBALISERING OG IMPORT- OG FORBRUGERPRISER

Ved vurdering af konsekvenserne på priserne af globaliseringen må der skelnes mellem priser på færdigvarer og priser på råvarer, da effekten på disse har været meget forskellig. Den høje vækst i verdensøkonomien

FORBRUGSEFFEKT AF BYTTEFORHOLDSÆNDRING FRA 1993 TIL 2005

Figur 7



Anm.: Effekt på forbruget af bytteforholdsændring fra 1993 til 2005. Andel af offentligt og privat forbrug i 2005.
 Kilde: OECD, *Economic Outlook* bank nr. 79 og egne beregninger, jf. boks 1.

som følge af globaliseringen har således presset verdensmarkedspriserne på råvarer op, mens øget import fra lavomkostningslande isoleret set har lagt et nedadrettet pres på færdigvarepriserne.

Udviklingen i et bredt importprisindeks, som fx indekset over indenlandsk vareforsyning, har været volatil som følge af sving i råvarepriserne. Vægten af råvarer i indekset udgør over 50 pct. Generelt har prisstigningen på importerede varer de senere år ligget over stigningen i forbrugerpriserne, men der har over de seneste 10 år også været perioder, hvor stigningen har været lavere, jf. figur 8.

Prisstigningen på importerede færdigvarer har siden midten af 1990'erne været beskeden bl.a. som følge af øget import fra lavomkostningslande som Kina og de nye EU-lande. For færdigvarer betyder skift i import fra høj- til lavomkostningslande lavere importpriser¹, som slår ud i lavere stigning i forbrugerpriserne. Tager vi udgangspunkt i Monasimulationen i tabel 2, betyder et vedvarende fald i importpriserne på 1 pct. p.a. et fald i prisstigningstakten i forbrugerpriserne² på 0,3-0,4 pct. p.a.

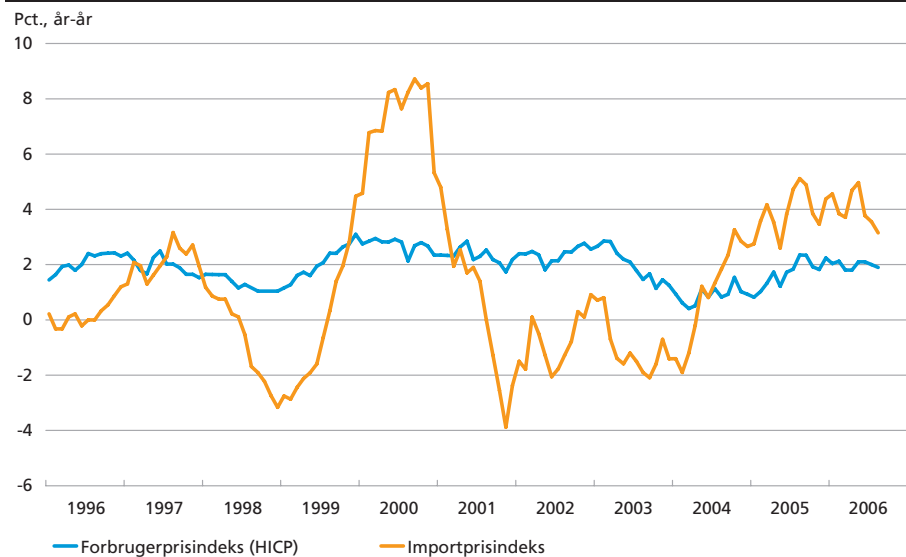
Den direkte priseffekt af at importere fra lavomkostningslande i stedet for højomkostningslande er dog en engangseffekt, der kan henføres

¹ ECB skønner, at importprisstigningen i euroområdet i perioden 1996 til 2005 i gennemsnit er reduceret med op til 2 procentpoint p.a. Se ECBs *Monthly Bulletin*, August 2006, s. 56-57.

² OECD har beregnet, at globaliseringen har reduceret stigningstakten i de danske forbrugerpriser med mellem 0,2 og 0,5 pct. p.a. siden 2000, jf. OECD (2006), *Globalisation and Inflation in the OECD Economies*, *Economics Department Working Papers* no. 524.

FORBRUGER- OG IMPORTPRISER

Figur 8



Anm.: Importprisindeks fra indenlandsk vareforsyning (tidligere engrosprisindeks). Alternative importprisindeks er udenrigshandlens enhedsværdiindeks eller nationalregnskabs implicitte importdeflator. Forløbene er anderledes, men ændrer ikke den overordnede konklusion. HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

Kilde: Danmarks Statistik.

til lavere prisniveauer i lavomkostningslandene. Importandelen skal derfor stige løbende for at få en varig effekt. Kun hvis prisstigningerne på import fra lavomkostningslandene er vedvarende lavere, vil det mere permanent betyde lavere import- og dermed forbrugerprisstigninger i højomkostningslandene.

Øget åbenhed og samhandel medfører øget konkurrenceudsathed og et nedadrettet pres på priserne på de handlede varer. Det har især været tilfældet for lavteknologiske varer, mens stigning i produktivitet har afgørende betydning for prisudviklingen på højteknologiske varer. Som påpeget af flere, bl.a. IMF¹, er der dog hovedsagelig tale om skift i de relative priser. Det generelle prisniveau er på langt sigt i princippet bestemt af pengepolitikken og dermed centralbankerne. Medmindre der sker ændringer i de pengepolitiske målsætninger som inflationsmål eller for Danmark, valutakursmål, er der således ingen grund til at tro, at globaliseringen mere permanent skulle lede til lavere inflation. Den lavere prisstigning på importvarer tillader blot en højere prisstigning på andre varer.

¹ Jf. World Economic Outlook, April 2006.

APPENDIKS – NOGLE POINTER FRA INTERNATIONAL HANDELSTEORI

I dette appendiks gives kort en oversigt over nogle hovedresultater fra klassisk handelsteori, som er central i vurderingen af konsekvenserne af globaliseringen. Gennemgangen sker med udgangspunkt i en stærkt forenklet model af den type, som historisk har været anvendt i litteraturen helt tilbage fra den engelske økonom Ricardos tid i begyndelsen af 1800-tallet. Gennemgangen her baserer sig på Paul Samuelsons oversigtsartikel fra 2004¹. Samuelson modtog som en af de første nobelpriisen i økonomi i 1970.

Udgangspunktet er to "lande", fx EU og Kina, som begge er selvforsynende, dvs. der er initialt ingen handel. Det forudsættes, at arbejdsstyrken i Kina er 1.000, mens den i EU er 100. Denne antagelse er ikke afgørende for de kvalitative resultater, men nok for de kvantitative så som fordeling mellem landene af gevinsten ved international handel.

Hvert land producerer to goder, et højteknologisk (gode 1) og et lavteknologisk (gode 2). Efterspørgslen efter de to goder er lige stor og ens i begge lande. Dvs. halvdelen af arbejdsstyrken i hvert land producerer gode 1 og den anden halvdel gode 2. Der produceres kun med en produktionsfaktor, arbejdskraft, og vi er i en Ricardiansk verden med konstant fuld beskæftigelse.

Som noget helt centralt forudsættes produktiviteten (dvs. enhed BNP pr. enhed arbejdskraft) i EU i gennemsnit at være 10 gange så stor som i Kina, men for gode 2 er forskellen mindre end en faktor 10 og for gode 1 mere end en faktor 10. Det betyder, at EU har en såkaldt "komparativ fordel" i at producere gode 1 (det højteknologiske) og Kina en "komparativ fordel" i at producere gode 2 (det lavteknologiske). Tabel 1 viser et numerisk eksempel.

Som det ses, er realindkomsten pr. beskæftiget 10 gange så stor i EU som i Kina. Åbnes der op for international handel, vil begge lande kunne øge realindkomsten ved at specialisere sig og udelukkende producere det gode, hvor landet har en komparativ fordel. Den centrale pointe, som stammer tilbage fra Ricardo, er, at dette vil ske, selv om EU i absolutte termer har den højeste produktivitet i begge goder. I vort stiliserede eksempel fordobler frihandel de beskæftigedes realindkomst i hvert land i forhold til en selvforsyningssituation, jf. tabel 2.

I vort eksempel deles velfærdsstigningen ved frihandel ligeligt mellem EU og Kina. Det behøver ikke være tilfældet. Fx er det en interessant pointe, at såfremt Kinas befolkning stiger relativt til EUs, vil Kinas real-

¹ Paul A. Samuelson (2004), Where Ricardo and Mill Rebut and Confirm Arguments of Mainstream Economists Supporting Globalization, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 18, Number 3.

SELVFORSYNING, DVS. INGEN INTERNATIONAL HANDEL

Tabel 1

	EU	Kina
Arbejdsstyrke i alt	100	1.000
Arbejdsstyrke, der producerer gode 1	50	500
Arbejdsstyrke, der producerer gode 2	50	500
<i>Arbejdsproduktivitet</i>		
Gode 1	40/20	1/20
Gode 2	10/20	4/20
Gennemsnit	10/8	1/8
<i>Produktion = forbrug = BNP</i>		
Gode 1	100	25
Gode 2	25	100
Realindkomst	50	50
Realindkomst pr. beskæftiget	0,5	0,05

Anm.: "Produktivitet" angiver antal enhed real BNP (output) pr. enhed arbejdskraft (input), og den samlede produktivitet er et simpelt gennemsnit af produktiviteterne for gode 1 og 2, da præcis halvdelen af arbejdsstyrken pr. forudsætning producerer hvert af de to goder. For EU: $0,5 \cdot 40/20 + 0,5 \cdot 10/20 = 10/8$.

"Produktion" fremkommer som produktivitet gange arbejdsindsats. For EU: $50 \cdot 40/20 = 100$ af gode 1.

Realindkomsten i hvert land fremkommer som det geometriske gennemsnit af forbruget af de to goder, jf. Samuelson (2004) appendiks. For EU: $100^{1/2} \cdot 25^{1/2} = 50$.

indkomst pr. beskæftiget falde relativt til EU, når vi går fra selvforsyning til frihandel. Des mere folkerigt et land, der træder ind på verdensmarkedet, er des større fordel for højomkostningslandene, da deres bytteforholdsgevinst bliver større. Det er nok det modsatte af den populære opfattelse.

Tabel 1 og 2 illustrerer den centrale pointe i international handelsteori, og danner baggrund for de fleste økonomers anbefaling, nemlig at frihandel er godt for alle parter. De følgende tabeller tjener til at kvalificere dette synspunkt.

I tabel 3 regnes på en situation, hvor der sker en eksogen stigning i Kinas produktivitet (fra 4/20 til 16/20) i gode 2, dvs. det lavteknologiske

FRIHANDEL

Tabel 2

	EU	Kina
<i>Produktion = BNP</i>		
Gode 1	200	0
Gode 2	0	200
<i>Forbrug</i>		
Gode 1	100	100
Gode 2	100	100
Realindkomst	100	100
Realindkomst pr. beskæftiget	1	0,1
Bytteforhold, gode 2 i gode 1-priser	200/200 = 1	

STIGNING I KINAS PRODUKTIVITET I GODE 2 (LAVTEKNOLOGISKE)

Tabel 3

	EU	Kina
<i>Produktivitet</i>		
Gode 1	40/20	1/20
Gode 2	10/20	16/20
<i>Produktion = BNP</i>		
Gode 1	200	0
Gode 2	0	800
Forbrug		
Gode 1	100	100
Gode 2	400	400
Realindkomst	200	200
Realindkomst pr. beskæftiget	2	0,2
Bytteforhold, gode 2 i gode 1-priser	200/800 = 1/4	

gode, hvor landet har en komparativ fordel. Som vist øger dette realindkomsten yderligere i både Kina og EU.

Som det fremgår af tabel 3, får Kina et bytteforholdstab som følge af den øgede produktivitet i gode 2, som landet producerer. Det gør samtidig, at en del af gevinsten kommer EU til gode, da importen fra Kina/Indien bliver billigere målt i gode 1 priser. I eksemplet opvejer produktivetsstigningen i Kina bytteforholdstab, så realindkomsten også stiger i Kina, men det er muligt at forestille sig situationer¹, hvor bytteforholdstab er så stort, at Kina bliver værre stillet end før produktivetsforøgelsen. Dette fænomen går i litteraturen under betegnelsen "immiserizing growth", vækst der fører til forarmelse.

I det sidste scenario, tabel 4, regnes der på en situation, hvor der sker en eksogen stigning i Kinas produktivitet (fra 1/20 til 16/20) i gode 1, dvs. det gode, hvor EU hidtil har haft en komparativ fordel. For at sætte tingene på spidsen forudsættes produktivetsstigningen at være så stor, at hele den komparative fordel forsvinder for EU, hvorved der ikke længere er basis for international handel. Hermed er EU tilbage i samme situation som ved selvforsyning, mens realindkomsten i Kina stiger.

I en mere realistisk model end den simple Samuelsonmodel vil der være en glidende overgang, således at stigende produktivitet i det højteknologiske gode i Kina vil hæve landets realindkomst pr. beskæftiget både som følge af den stigende produktivitet og som følge af et forbedret bytteforhold, mens EU vil opleve et bytteforholdstab og dermed et nedadrettet pres på realindkomsterne alt andet lige.

¹ Det afgørende her er, hvordan efterspørgselsforholdene ser ud. Des mere uelastisk efterspørgsel efter gode 2, des større bytteforholdstab for Kina.

STIGNING I KINAS PRODUKTIVTET I GODE 1 (HØJTEKNOLOGISKE)		Tabel 4
	EU	Kina
<i>Produktivitet</i>		
Gode 1	40/20	16/20
Gode 2	10/20	4/20
<i>Produktion = forbrug = BNP</i>		
Gode 1	100	400
Gode 2	25	100
Realindkomst	50	200
Realindkomst pr. beskæftiget	0,5	0,2

Den gennemgåede model, der er så stiliseret, som det er muligt for at få pointerne klart frem, holder også i mere generelle og dermed mere realistiske situationer med flere goder, med inkludering af ikke-handlede goder, med flere lande samt med en udvidelse af produktionsfunktionen til også at omfatte kapital. Antagelsen om fuld beskæftigelse medfører, at konsekvenserne af ændringer i produktivitet i modellen slår ud i bytteforhold og realindkomst snarere end i ledighed, og der ses dermed bort fra den tilpasningsproces økonomierne typisk skal igennem ved produktivitetsændringer. Modellen fokuserer dermed på det lange sigt.

Fra debitor- til kreditorland – en analyse af formueindkomsten

Jannick Damgaard, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Ved udgangen af 2005 oplevede Danmark for første gang siden 2. verdenskrig, at aktiverne over for udlandet oversteg passiverne. Samtidig med overgangen fra debitor- til kreditornation registrerede Danmark for første gang i mere end 40 år større formueindtægter fra udlandet end formueudgifter til udlandet. Hermed er et længerevarende mønster med nettogæld til udlandet og en tilhørende rentebyrde blevet brudt. Spørgsmålet er, om Danmark også i fremtiden vil have nettofordringer på udlandet og en positiv formueindkomst til gavn for betalingsbalancen.

I artiklen gennemgås de faktorer, der har været afgørende for udviklingen i Danmarks aktiver og passiver over for udlandet gennem de seneste 45 år. Saldoen på betalingsbalancens løbende poster er udslagsgivende over tid, men i enkelte år kan værdireguleringer i form af valuta-kurs- og prisændringer give store udsving i Danmarks finansielle stilling over for udlandet, i det følgende betegnet udlandsstillingen. Over tid har værdireguleringer dog en tendens til at udligne hinanden.

Dernæst sættes der fokus på samspillet mellem Danmarks udlandsstilling og formueindkomsten. I en lang periode har Danmark haft en stor nettogæld til udlandet med betydelige formueudgifter til følge. Der er dog ikke en perfekt sammenhæng mellem udlandsstillingen og formueindkomsten, da forrentningen af aktiver og passiver er forskellig og desuden varierer over tid og instrument. Dette har bl.a. været tilfældet i Storbritannien og USA, som har genereret nettoindtægter på formueposten trods store nettogældspositioner.

Med udgangspunkt i 2005 foretages en følsomhedsanalyse, der viser, hvor meget formueindkomsten vil blive påvirket i forskellige scenarier. Analysen afslører, at selv mindre ændringer i renteniveauet og aktieafkastet vil have stor betydning for, om formueindkomsten er positiv eller negativ.

Konklusionerne er, at Danmark selv i tilfælde af fortsatte overskud på betalingsbalancens løbende poster ikke kan være sikker på at fastholde positionen som kreditorland på kort sigt som følge af værdireguleringernes store betydning. Desuden medfører volatiliteten i afkastgrader på aktiverne og passiverne over for udlandet, at Danmark ikke kan være sikker på at have en positiv formueindkomst i den nærmeste fremtid, selv om udlandsstillingen er positiv. Især kan asymmetriske ændringer i afkastet på direkte investeringer medføre markante udsving i formueindkomsten. Fortsætter udviklingen med betydelige overskud på betalingsbalancens løbende poster i årene fremover, vil den med tiden slå igennem på Danmarks udlandsstilling og cementere landets status som kreditornation med en positiv formueindkomst til gavn for betalingsbalancen.

FRA DEBITOR- TIL KREDITORLAND

I 1988 oversteg Danmarks finansielle passiver over for udlandet aktiverne med et beløb, der svarede til 47 pct. af årets BNP, jf. figur 1.¹ Dette var resultatet af en lang årrække med ubrudte underskud på betalingsbalancens løbende poster, som tog fart i årene efter 1960, hvor der stort set var balance mellem danske fordringer på udlandet og udenlandske fordringer på Danmark. I perioden efter 1988 vendte udviklingen, og ved udgangen af 2005 var Danmarks udlandsstilling positiv for første gang siden 2. verdenskrig.

Der er pr. definition to faktorer, der kan forklare den beløbsmæssige udvikling i et lands nettoaktiver, nemlig nettofordringserhvervelsen (NFE)² og værdireguleringer mv.³

$$\text{Nettoaktiver}_t = \text{Nettoaktiver}_{t-1} + \text{NFE}_t + \text{værdireguleringer mv.}_t$$

Over tid har udviklingen i Danmarks nettoaktiver primært kunnet forklares ud fra betalingsbalancens løbende poster. I perioden 1960-89 havde Danmark hvert år underskud på de løbende poster, mens opgørelsen bortset fra 1998 har udvist et overskud hvert år i perioden 1990-2005.

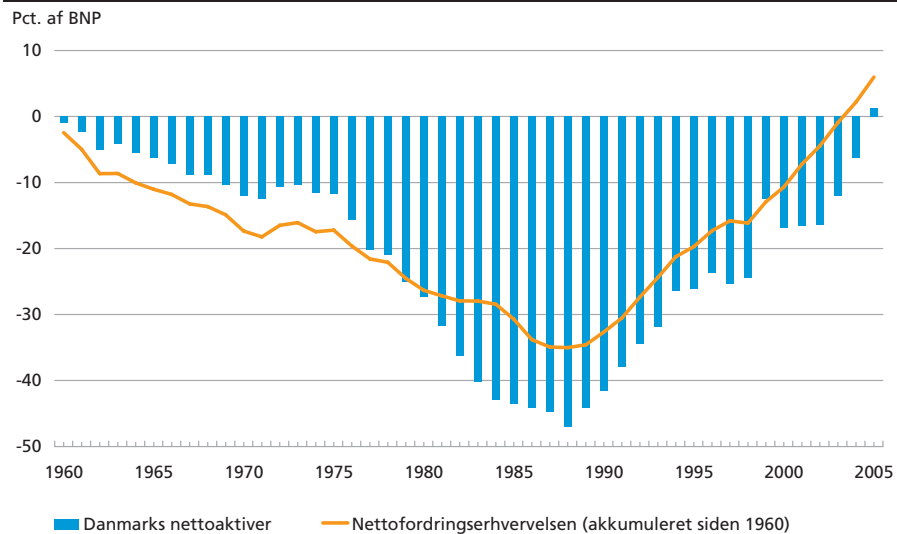
¹ Det er ikke problemfrit at konstruere længere tidsserier, idet nye opgørelsesprincipper og -kilder vil give anledning til databrud. Alle tidsserier i artiklen bygger på officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank og er forsøgt kædet sammen under størst mulig hensyntagen til konsistensen i serierne.

² Nettofordringserhvervelsen defineres som summen af resultatet på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposterne og omfatter dermed transaktioner i varer, tjenester, løn- og formueindkomst, løbende overførsler samt kapitaloverførsler som fx gældseftergivelse og køb/salg af goodwill og patenter.

³ Værdireguleringer mv. består af valutakursændringer, prisændringer (typisk børskursreguleringer) og andre mængdemæssige ændringer (fx tab på bankernes udlån og tildeling af SDR). Fejl og udeladelser, som opstår, når nettofordringserhvervelsen og betalingsbalancens finansielle poster ikke summer til nul, blev tidligere placeret under værdireguleringer mv.

UDVIKLINGEN I DANMARKS NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 1



Kilde: Officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Tallene for Danmarks nettoaktiver i perioden 1976-90 bygger på beregninger foretaget af Christensen og Hald (2000).

I 1960 udgjorde Danmarks nettopassiver over for udlandet 0,4 mia.kr., og i 1988 var beløbet forøget til 359 mia.kr. Af denne stigning kan 257 mia.kr. henføres til underskud på betalingsbalancens løbende poster, 9 mia.kr. til underskud på kapitalposterne og 92 mia.kr. til tab som følge af værdireguleringer mv. På tilsvarende vis kan hovedparten af udviklingen fra nettopassiver på 359 mia.kr. i 1988 til nettoaktiver på 20 mia.kr. i 2005 tilskrives et samlet overskud på betalingsbalancens løbende poster på 347 mia.kr. Overskud på kapitalposterne bidrager med 13 mia.kr., og gevinster i forbindelse med værdireguleringerne bidrager med 19 mia.kr. Tallene illustrerer, at det er nettofordringserhvervelsen og herunder særligt betalingsbalancens løbende poster, der er udslagsgivende for den langsigtede udvikling i Danmarks nettoaktiver over for udlandet.

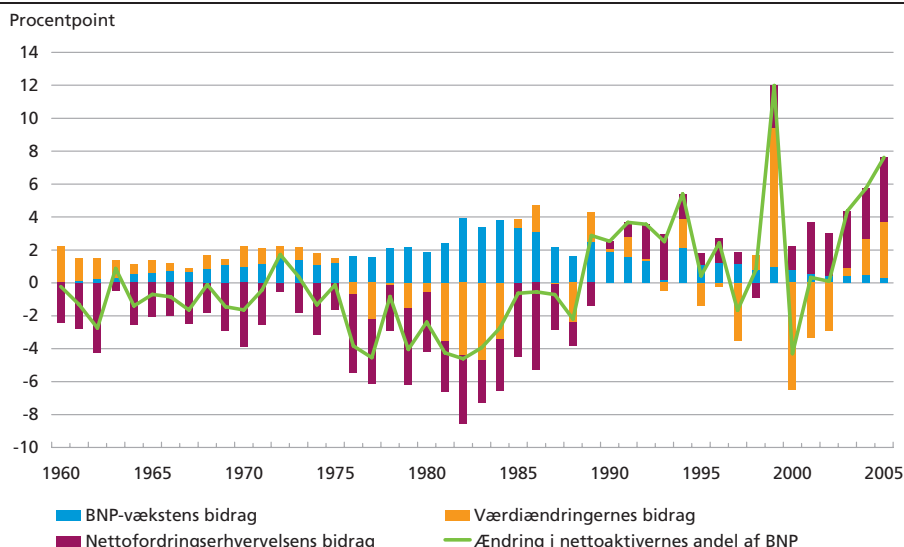
Udviklingen i Danmarks nettoaktivers andel af BNP

Ses der på udviklingen i Danmarks nettoaktivers andel af BNP, kan den ikke alene forklares af nettofordringserhvervelsen og værdireguleringer mv., men også af den nominelle BNP-vækst. Figur 2 viser disse tre faktors individuelle bidrag til ændringen i Danmarks nettoaktivers andel af BNP og forklarer dermed udviklingen i figur 1. Med andre ord svarer et punkt på kurven i figur 2 for et givet år til forskellen mellem søjlen i referenceåret og det foregående år i figur 1.

Det fremgår, at BNP-væksten hvert år har givet et positivt bidrag. Det skyldes, at BNP i løbende priser er steget hvert år, og da Danmark i hele

ÆNDRING I DANMARKS NETTOAKTIVERS ANDEL AF BNP

Figur 2



Kilde: Egne beregninger på baggrund af officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Tallene for Danmarks nettoaktiver i perioden 1976-90 bygger på beregninger foretaget af Christensen og Hald (2000).

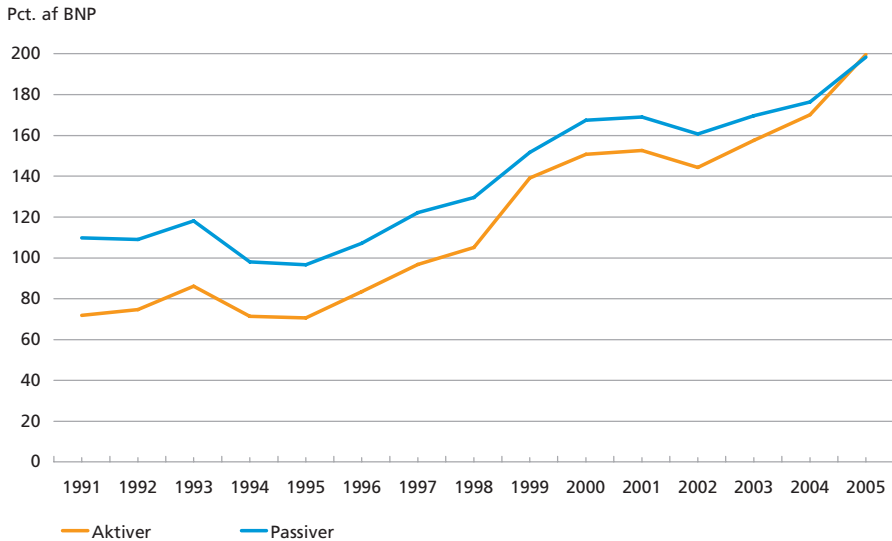
perioden frem til 2005 har haft nettopassiver over for udlandet, trækker det alt andet lige nettoaktiverne som procentdel af BNP fra det negative niveau tættere mod nul. Effekten er naturligvis størst i de år, hvor den nominelle BNP-vækst er høj og nettopassiverne store. Derfor ses store BNP-bidrag til reduktionen i nettogælden i 1970'erne, hvor inflationen var høj, og i 1980'erne, hvor nettopassiverne toppede.

Som tidligere nævnt er nettofordringserhvervensen drivkraften bag udviklingen i nettoaktiverne på længere sigt, og figur 2 viser, at nettoaktiverne er faldet i de fleste år, hvor nettofordringserhvervensen har været negativ. Omvendt har der generelt været en stigning i de år, hvor nettofordringserhvervensen har været positiv.

Bidraget fra værdireguleringer mv. til udviklingen i nettoaktiverne var positivt i perioden 1960-75. Passiverne var på det tidspunkt altovervejende denomineret i fremmed valuta, og størstedelen af værdireguleringerne kunne tilskrives valutakursændringer, mens prisændringer kun havde en mindre betydning, jf. Christensen og Hald (2000). I perioden 1976-84 var der nogle store negative værdireguleringer, som primært kan tilskrives devalueringer af kronen og stigende dollarkurs, og som øgede udlandets fordringer på Danmark opgjort i danske kroner betydeligt. Siden 1985 har værdireguleringerne svinget, og fortegnet er skiftet flere gange. Over tid har prisændringer på aktier og obligationer fået større betydning, og valutakursændringer udgør ikke længere den altdominerende del af værdireguleringerne. Desuden kan de samlede

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET I PERIODEN 1991-2005

Figur 3



Kilde: Officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

værdireguleringer i højere grad end tidligere påvirke udviklingen i nettoaktiverne over for udlandet i enkelte år på grund af den store forøgelse af bruttopositionerne, jf. figur 3. Det ses bl.a. i årene omkring årtusindsskiftet, hvor der var nogle meget store værdireguleringer som følge af de store aktiekursstigninger og -fald i forbindelse med it-boblen.

KREDITORPOSITIONENS HOLDBARHED

Spørgsmålet er, om Danmark i de kommende år vil kunne fastholde positionen som kreditorland. Værdireguleringer mv. spiller en større rolle end tidligere og kan i enkelte år være langt større end betalingsbalancens løbende poster. Som et særligt illustrativt eksempel herpå kan nævnes Finland, hvor der er meget tæt sammenhæng mellem udviklingen i landets nettopassiver over for udlandet og det finske aktiemarked på grund af udlandets store ejerandel af de finske aktier og navnlig Nokia-aktien. En kraftig stigning i Nokia-aktien i 1999-2000 efterfulgt af et kraftigt fald i perioden 2000-02 medførte således en stor stigning i Finlands nettopassiver over for udlandet efterfulgt af en drastisk forbedring, da aktiekurserne faldt.

Størrelsen af værdireguleringer hænger naturligvis sammen med kursudsving og sammensætningen af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet, jf. tabel 1. Det fremgår, at eksponeringen i aktier er stor, sær-

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET							Tabel 1
Mia.kr. (ultimo året)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Aktiver</i>							
Direkte investeringer	226	238	273	287	307	406	483
SPEere ¹	60	198	247	178	106	53	77
Koncernlån mv.	93	150	138	148	198	214	244
Porteføljeaktier	387	454	403	254	310	370	557
Obligationer mv.	151	229	317	359	446	548	684
Derivater (netto)	4	2	3	14	17	48	70
Øvrige aktiver	766	679	656	740	836	857	989
I alt	1.688	1.950	2.038	1.980	2.221	2.497	3.103
<i>Passiver</i>							
Direkte investeringer	193	248	241	259	284	332	413
SPEere ¹	50	139	152	134	150	95	93
Koncernlån mv.	110	203	242	194	162	202	225
Porteføljeaktier	160	218	201	146	186	238	307
Obligationer mv.	610	645	745	756	762	857	1.020
Øvrige passiver	717	714	679	717	846	864	1.025
I alt	1.840	2.167	2.259	2.205	2.391	2.589	3.083
Nettoaktiver	-152	-218	-221	-225	-170	-93	20

Kilde: Danmarks Nationalbanks officielle opgørelser af *Danmarks aktiver og passiver over for udlandet*.

¹ Omfatter SPE'eres egenkapital. SPE er en forkortelse for *Special Purpose Entities* og består i opgørelsen af de såkaldte gennemløbsvirksomheder, som ikke har realøkonomisk aktivitet i Danmark, men oprindeligt er stiftet med det ene formål at eje kapitalandele i udenlandske dattervirksomheder.

ligt på aktivsiden.¹ Hermed vil bevægelser i aktiemarkedene have en effekt på størrelsen af Danmarks nettoaktiver, selv om de danske og udenlandske markeder bevæger sig symmetrisk. Med hensyn til obligationer er eksponeringen størst på passivsiden, og derfor vil prisændringer på obligationer ligeledes have en umiddelbar effekt på Danmarks nettoaktiver.

Under normale omstændigheder vil et globalt rentefald have modsatrettede effekter på nettofordringerne på udlandet. Det vil afspejle sig i prisstigninger på obligationer, og aktiemarkedene vil alt andet lige også udvise en opadgående tendens, da de faldende renter øger den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige udbyttebetalinger. Da Danmark ligger langt i aktier (dvs. har nettoaktiver) og kort i obligationer (dvs. har nettopassiver), vil kursstigningen på aktiemarkedene øge Danmarks nettoaktiver, mens kursstigningen på obligationsmarkederne vil trække nettoaktiverne i den modsatte retning.

¹ I det følgende ses der bort fra afdækning af diverse risici som fx kursudsving og renteændringer. Disse afdækninger kan betyde, at Danmarks reelle eksponering er noget anderledes, end det umiddelbart fremgår af tabel 1. Der foreligger ikke data, der viser, hvilke risici der samlet set afdækkes.

Hansen (2005) viser, at der i de senere år har været en tendens til modsatte bevægelser i aktie- og obligationskurserne. Dette fænomen kan opstå, når investorernes risikovurdering og -villighed ændrer sig. Hvis investorerne fx vurderer, at risikoen på de finansielle markeder stiger, vil de efterspørge færre aktier og flere obligationer, som vurderes at være mere sikre investeringer. Det vil give anledning til et opadgående pres på obligationskurserne og et nedadgående pres på aktiekurserne, indtil en ny ligevægt opnås. I denne situation vil både faldet i aktiekurserne og stigningen i obligationskurserne mindske Danmarks nettoaktiver over for udlandet.

Følsomhedsanalyse af Danmarks nettoaktiver

Med udgangspunkt i opgørelsen ultimo 2005 er det muligt at lave en statistisk følsomhedsanalyse, der viser forskellige forholds påvirkning af nettoaktiverne, når alle andre faktorer holdes konstante. En sådan analyse kan bruges som en tommelfingerregel til at forudsige den umiddelbare effekt på Danmarks nettoaktiver. Figur 4 viser, hvordan ændringer i aktie-, obligations- og dollarkursen vil påvirke Danmarks nettoaktiver. Jo stejlere hældningen er, jo mere følsomme er nettoaktiverne over for ændringer i variablen.

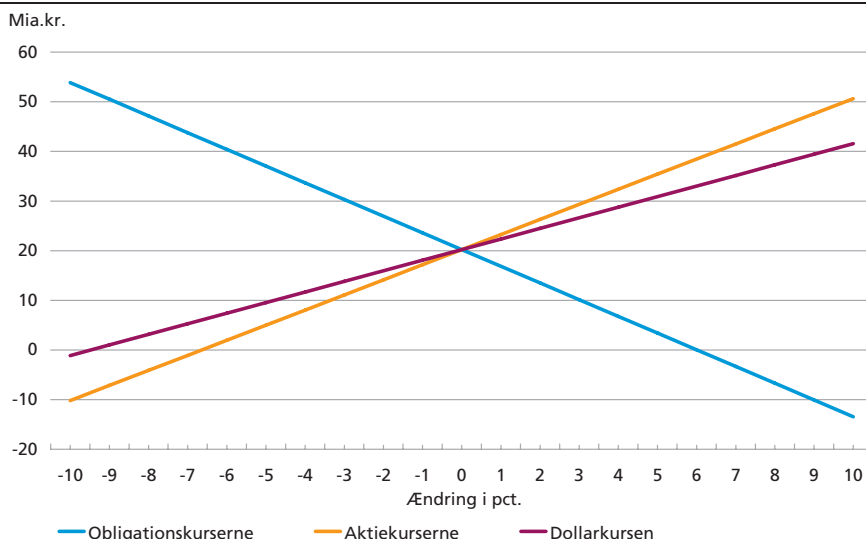
Det fremgår af figur 4, at et generelt prisfald på aktier på 5 pct., som antages at påvirke direkte investeringer, SPEere¹ og porteføljeaktier symmetrisk på aktiv- og passivside, vil resultere i et fald i Danmarks nettoaktiver på 15 mia.kr. På samme måde vil en generel stigning i obligationspriserne på 5 pct. medføre en nedgang i nettoaktiverne på 17 mia.kr. Et fald i dollarkursen på 5 pct. i forhold til alle øvrige valutaer vil forårsage en nedgang i Danmarks nettofordringer på udlandet på 11 mia.kr. Indtræffer alle tre scenarier samtidigt, vil den samlede effekt være 43 mia.kr. Omvendt vil stigninger i aktiekurserne, fald i obligationskurserne og stigninger i dollarkursen have en positiv effekt på Danmarks udlandsstilling.

I forbindelse med følsomhedsanalysen er det værd at holde sig for øje, at kun de umiddelbare effekter beregnes, da analysen er partiel. Mange investorer afdækker deres investeringer, og i Danmark gælder det i særlig grad pensionskassernes afdækning af renterisici. Ved et rentefald stiger obligationskurserne, men samtidig stiger værdien af garanterede ydelser til pensionskunderne. For at imødegå denne risiko indgår pensionselskaberne renteswapkontrakter, hvor de betaler en variabel rente og modtager en fast rentebetaling. Disse kontrakter indgås typisk med

¹ SPE er en forkortelse for *Special Purpose Entities* og består i opgørelsen af de såkaldte gennemløbsvirksomheder, som ikke har realøkonomisk aktivitet i Danmark, men oprindeligt er stiftet med det ene formål at eje kapitalandele i udenlandske dattervirksomheder.

DANMARKS NETTOAKTIVER I TILFÆLDE AF ÆNDRINGER I OBLIGATIONS-, AKTIE- OG DOLLARKURSEN

Figur 4



Anm.: Beregningerne tager udgangspunkt i Danmarks aktiver og passiver over for udlandet ultimo 2005, som netto beløb sig til 20 mia.kr. Der er ikke taget højde for modsatrettede effekter som følge af finansiel afdækning.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Nationalbanks officielle opgørelse af *Danmarks aktiver og passiver over for udlandet*.

udenlandske modparter, og i forbindelse med rentefaldet i 2005 var gevinsten på pensionskassernes derivatforretninger klart større end de samlede prisstigninger på danske obligationer ejet af udlændinge med det resultat, at Danmarks samlede nettoaktiver steg i stedet for at falde. Direkte afdækning af aktie-, obligations- og valutakursrisici forekommer naturligvis også og vil alt andet lige resultere i, at den samlede effekt på Danmarks nettoaktiver ikke bliver så stor som angivet i figur 4.

Trods forbeholdene illustrerer ovenstående eksempler, at selv mindre kursudsving kan have stor betydning for Danmarks nettoaktiver. Derfor vil Danmark ikke nødvendigvis kunne fastholde sin kreditorstatus på kort sigt, selv om der registreres solide overskud på betalingsbalancens løbende poster. Eksempelvis var der i de første 3 kvartaler af 2006 negative værdireguleringer på 42 mia.kr., som hovedsageligt kan henføres til aktie- og dollarkursfald.¹ Det betyder, at Danmarks passiver over for udlandet atter oversteg aktiverne ved udgangen af 3. kvartal. De hidtil største værdireguleringer på årsbasis forekom i forbindelse med it-boblen, hvor kursgevinsterne beløb sig til 102 mia.kr. i 1999 og kurstabene til 84 mia.kr. i 2000.

¹ Bie og Hansen (2002) beregner med udgangspunkt i *Danmarks aktiver og passiver over for udlandet* i 2. kvartal 2002, at værdireguleringer med 95 pct. sandsynlighed maksimalt forøger nettopassiverne med 50 mia.kr. på et kvartal. Tallet må forventes at være steget, da Danmarks bruttopositioner over for udlandet er vokset betragteligt siden, jf. tabel 1 og figur 3.

FORRENTNING AF DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER

Formueindkomsten på betalingsbalancens løbende poster er nøje knyttet til bevægelser i Danmarks aktiver og passiver over for udlandet, jf. boks 1 og figur 5. Generelt oplevede Danmark en stigende rentebyrde i den periode, hvor der netto blev opbygget gæld til udlandet, mens formueindkomsten siden er forbedret i takt med afviklingen af nettopassiverne over for udlandet. I 2005 registrerede Danmark for første gang siden 1963 en positiv formueindkomst over for udlandet.

Selv om der er en klar sammenhæng mellem udviklingen i Danmarks udlandsstilling og formueindkomst på langt sigt, er der ikke tale om en perfekt korrelation. I perioden 1985-88 øgede Danmark sin gældsætning over for udlandet som andel af BNP, men alligevel blev formueindkomsten forbedret. Omvendt blev formueindkomsten forværret i de efterfølgende 3 år, selv om Danmarks nettopassiver over for udlandet var faldende. Det viser, at ændringer i forrentningen af Danmarks aktiver og passiver kan være asymmetriske.

I figur 6 ses forrentningen af Danmarks aktiver og passiver i perioden 1992-2005. Det fremgår, at afkastet på passiverne overstiger afkastet på

OPGØRELSE AF FORMUEINDKOMSTEN PÅ BETALINGSBALANCEN

Boks 1

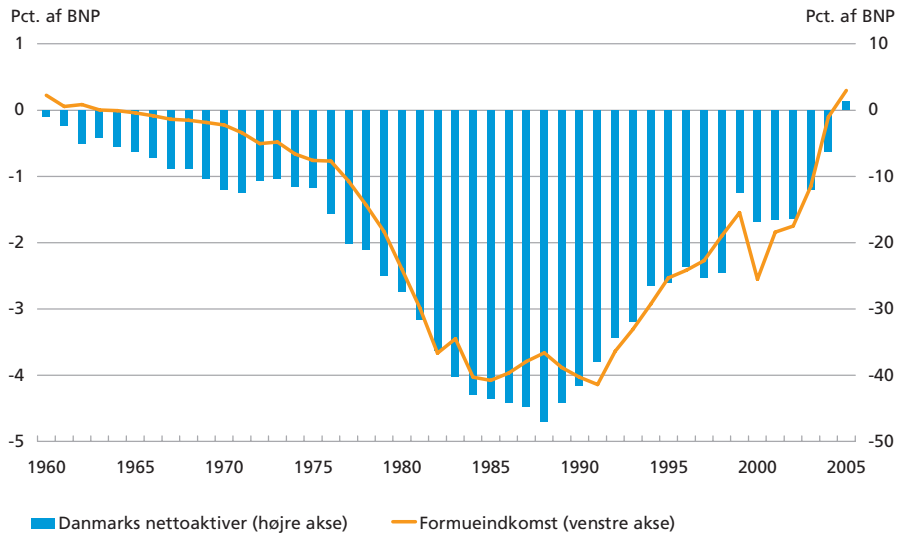
Forrentningen af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet består af renter, udbytter samt geninvesteret indtjening på direkte investeringer og indgår som en underpost på betalingsbalancens løbende poster. Der forekommer pr. definition ikke formueindkomst på finansielle derivater, da alle gevinster og tab på sådanne forretninger bogføres under værdireguleringer, som ikke er en del af betalingsbalancen. Det gælder også den situation, hvor en investor opnår en kursgevinst på en derivatforretning, der har til formål at afdække risikoen for faldende renteniveau.

Opgørelsen af formueindkomsten på aktier er asymmetrisk, idet der i henhold til de internationale statistikmanualer beregnes geninvesteret indtjening på direkte investeringer (ejerskab på 10 pct. eller derover), mens dette ikke er tilfældet for porteføljeaktier (ejerskab under 10 pct.). Geninvesteret indtjening defineres som den del af en virksomheds overskud, der ikke udloddes til ejerkredsen i form af udbytte. Det betyder, at der vil være en tendens til undervurdering af den virkelige formueindkomst på porteføljeaktier. Den geninvesterede indtjening på porteføljeaktier vil i stedet blive posteret som en værdiregulering ligesom reelle kursgevinster og -tab. I modsætning til virksomhedsregnskaber, hvor kursgevinster og -tab registreres i resultatopgørelsen, indgår disse nemlig *ikke* i betalingsbalancens formueindkomst på hverken direkte investeringer, porteføljeaktier eller andre instrumenter.

Det nuværende opgørelsessystem fra 2005 bygger på optjeningsprincippet, hvor formueindkomsten registreres i den periode, hvor den optjenes. I modsætning til dette står det tidligere benyttede betalingsprincip, som udelukkende registrerer betalinger. Ud over en mere jævn fordeling af renter over året sikrer optjeningsprincippet, at der bl.a. beregnes fordelte emissionskursstab på obligationer udstedt til underkurs.

UDVIKLINGEN I DANMARKS NETTOAKTIVER OG FORMUEINDKOMST

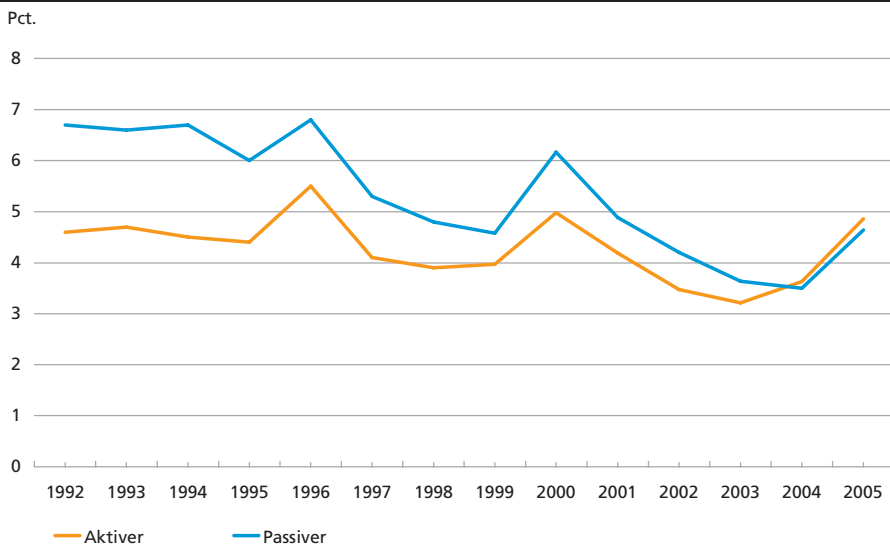
Figur 5



Kilde: Officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Tallene for Danmarks nettoaktiver i perioden 1976-90 bygger på beregninger foretaget af Christensen og Hald (2000).

FORRENTNINGEN AF DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET I PERIODEN 1992-2005

Figur 6



Anm.: Geninvesteret indtjening på direkte investeringer er ikke indeholdt i tallene for perioden 1992-98.

Kilde: Tal for perioden 1992-98 stammer fra beregninger foretaget af Hansen og Hansen (2000), mens tal for 1999-2005 bygger på egne beregninger på baggrund af officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

aktiverne i hele perioden frem til 2003. Forskellen i forrentningen indsnævres dog gradvist, og i 2004 og 2005 var forrentningen af aktiverne højere end af passiverne. Asymmetriske ændringer i forrentningen af aktiver og passiver kan skyldes flere forhold så som ændringer i sammensætningen af aktiver og passiver på instrumenter samt ændringer i kreditværdighed, rentespænd, løbetid og valutasammensætning.

Forrentning på instrumentniveau

I de senere år har der været betydelige fluktuationer i forrentningen af Danmarks udenlandske aktiver og passiver, jf. tabel 2. Især forrentningen af SPEere varierer kraftigt fra år til år, men her er tale om en særlig gruppe virksomheder, der i øjeblikket er under afvikling, og som domineres af enkelte virksomheders store transaktioner. Desuden bør der tages det generelle forbehold, at forrentningen er beregnet som formueindkomsten divideret med gennemsnittet af beholdningerne primo og ultimo året. Hvis der er meget store udsving i beholdningerne inden for året, kan denne beregningsmetode give svingende resultater.

Afkastet på direkte investeringer har ligeledes vist sig at være volatilt, hvilket bl.a. kan tilskrives konjunkturudsving. Selv om ændringerne

FORRENTNING AF DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET								Tabel 2
Pct.	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gns. ¹
<i>Aktiver</i>								
Direkte investeringer	8,3	8,2	1,7	4,3	7,2	9,5	10,0	7,0
SPEere ²	0,0	16,0	12,5	3,9	4,4	5,9	29,5	10,3
Koncernlån mv.	0,9	1,2	1,5	1,2	1,4	1,0	4,4	1,6
Porteføljeaktier	1,2	1,4	1,5	1,8	1,5	2,2	2,2	1,7
Obligationer mv.	10,0	7,1	5,0	4,9	4,2	4,7	4,8	5,8
Øvrige aktiver	3,3	4,2	4,4	3,6	2,1	1,7	2,5	3,1
I alt ³	4,0	5,0	4,2	3,5	3,2	3,6	4,9	4,0
<i>Passiver</i>								
Direkte investeringer	8,1	12,7	2,5	8,1	7,4	8,5	10,3	8,2
SPEere ²	0,0	21,2	15,7	3,9	4,9	3,8	20,9	10,1
Koncernlån mv.	1,4	3,1	2,8	2,4	1,1	1,4	3,8	2,3
Porteføljeaktier	1,7	1,7	1,4	1,8	1,9	1,8	2,5	1,8
Obligationer mv.	4,7	4,9	4,7	3,8	3,6	3,3	3,7	4,1
Øvrige passiver	4,9	5,1	5,3	4,4	3,0	2,7	2,6	4,0
I alt	4,6	6,2	4,9	4,2	3,6	3,5	4,6	4,5

Kilde: Egne beregninger på baggrund af officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

¹ Beregnet som et aritmetisk gennemsnit af forrentningen i perioden 1999-2005.

² Se note 2 til tabel 1.

³ Beregnet som det samlede afkast divideret med den gennemsnitlige beholdning ekskl. derivater, der pr. definition ikke forrentes i betalingsbalancesammenhæng, jf. boks 1.

i en vis udstrækning er gået i samme retning på aktiv- og passivside, er der i flere år markante forskelle i ændringernes størrelse. Det aritmetiske gennemsnit af afkastet på danske direkte investeringer i udlandet har været 7,0 pct. i perioden 1999-2005, mens udenlandske direkte investeringer i Danmark har givet en gennemsnitlig forrentning på 8,2 pct. Ses der på porteføljeaktier, er de tilsvarende afkast 1,7 og 1,8 pct. Forrentningen af direkte investeringer kan være overvurderet, idet unoterede aktier optages i beholdningerne til bogført værdi og ikke en estimeret markedsværdi, der generelt må forventes at være højere end den bogførte værdi. Alligevel illustrerer forskellene i afkastgraderne, at den manglende registrering af geninvesteret indtjening på porteføljeaktier giver en klar skævhed i opgørelsen af formueindkomsten, jf. boks 1.

Periodens gennemsnitlige afkast på obligationer har ligget på 5,8 og 4,1 pct. på henholdsvis aktiv- og passivside. Umiddelbart ligger forrentningen højt i forhold til afkastet på aktier. Ifølge grundlæggende finansieringsteori forventes et afkast, der ligger væsentligt højere på aktier end på obligationer over en længere periode, da aktieafkastet er mere volatilt, og derfor forlanger investorerne en højere risikopræmie på disse aktiver.¹ Det er i den forbindelse vigtigt at holde sig for øje, at geninvesteret indtjening og kursgevinster og -tab ikke indgår i betalingsbalancens formueindkomst på porteføljeaktier i modsætning til virksomhedernes resultatopgørelser. Desuden er der i tabel 2 tale om en kort periode med en afdæmpet vækst i verdensøkonomien i starten af det nye årtusinde.

Koncernlån mv. forrentes lavt i hele perioden, men tager et spring op ad i 2005. Udviklingen hænger bl.a. sammen med, at mange virksomheder indberettede nettoficerede renter i det betalingsbaserede system, der blev anvendt til opgørelsen af betalingsbalancen frem til og med 2004. Den lave forrentning af øvrige aktiver og passiver skal ses i lyset af, at en stor del af posten består af bankindsud og andre likvide, kortfristede mellemværender, som normalt forrentes lavt.

Overordnet set gælder det som tidligere nævnt, at forrentningen af Danmarks passiver var større end forrentningen af aktiverne i perioden 1992-2003, mens billedet er vendt i 2004 og 2005. I lande som USA og Storbritannien har man gennem en årrække oplevet, at forrentningen af aktiverne har været klart større end forrentningen af passiverne med det resultat, at formueindkomsten har været positiv til trods for anseelig nettogæld over for udlandet, jf. boks 2.

¹ Ifølge Brealey, Myers og Allen (2005) har det årlige afkast på børsnoterede aktier været 6,5 procentpoint højere end på lange statsobligationer i USA i perioden 1900-2003.

MYSTERIET OM FORMUEINDKOMSTEN I USA OG STORBRITANNIEN

Boks 2

USA og Storbritannien har gennem længere tid registreret positiv formueindkomst på betalingsbalancen trods betydelige nettopassiver over for udlandet. En del af forklaringen skal findes i sammensætningen af de udenlandske aktiver og passiver. Begge lande har nettoaktiver i aktier og nettopassiver i rentefølsomme instrumenter som lån og obligationer, og da det internationale renteniveau har været lavt de senere år, forklarer det delvis den højere forrentning af aktiv- end passivside.

Imidlertid viser det sig, at både USA og Storbritannien hvert år opnår signifikant højere afkast på direkte investeringer i udlandet, end udlændinge gør på deres direkte investeringer i de to lande. Mange forskere har undersøgt fænomenet nærmere med udgangspunkt i de amerikanske betalings- og kapitalbalanceopgørelser, og flere mener, at afkastene på aktiv- og passivside i virkeligheden ikke er forskellige.¹ Hausmann og Sturzenegger (2006) argumenterer for, at det er markedsværdien af USAs direkte investeringer i udlandet, der er undervurderet som følge af manglende registrering af såkaldt *dark matter*, der bl.a. består af viden og teknologi. Hvis disse faktorer blev indregnet, ville afkastet på direkte investeringer være ens på aktiv- og passivside, og USA ville opnå status som kreditorland. Buitter (2006) mener derimod, at det er overskuddet på direkte investeringer i USA, som er undervurderet. Det skyldes, at de multinationale selskaber via *transfer pricing* forsøger at reducere overskuddet i de amerikanske selskaber for at undgå skattebetalinger og i stedet dirigere overskuddet til lande med mere lempelige skatteregler. Desuden er der risiko for, at disse virksomheder ligeledes af skattemæssige hensyn underdriver værdien af geninvesteret indtjening i deres indberetninger til de amerikanske myndigheder.

Hvis et systematisk højere afkast på direkte investeringer på enten aktiv- eller passivside er et tegn på en systematisk asymmetrisk skævhed i opgørelsen, afslører tabel 2, at dette ikke ser ud til at være et problem i den danske opgørelse. I nogle år giver direkte investeringer på aktivside det højeste afkast, mens de direkte investeringer på passivside forrentes højest i andre år. Det skal i den forbindelse nævnes, at unoterede aktier indgår i opgørelsen til bogført værdi, som kan afvige væsentligt fra markedsværdien. Derfor må værdien af direkte investeringer siges at være underkantskøn, men problemet gør sig gældende på såvel aktiv- som passivside og rammer derfor ikke opgørelsen asymmetrisk.

¹ Iversen (2006) uddyber denne problemstilling.

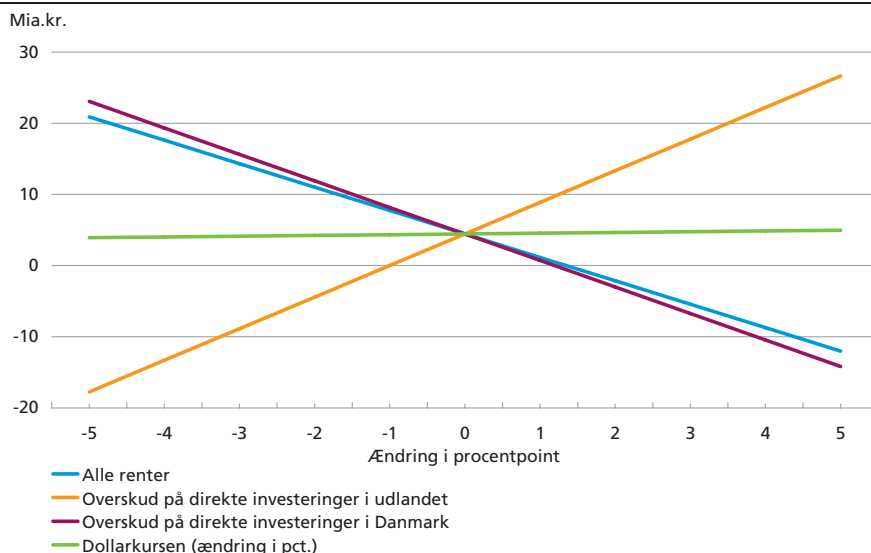
FØLSOMHEDSANALYSE AF FORMUEINDKOMSTEN

Danmarks formueindkomst for 2005 er opgjort til 4,4 mia.kr. og var dermed positiv for første gang siden 1963. Det er nærliggende at undersøge, hvor robust skiftet fra negativ til positiv formueindkomst er. I dette afsnit vil der blive foretaget statistiske analyser, som viser forskellige scenariers betydning for formueindkomsten givet den gennemsnitlige beholdning af aktiver og passiver i 2005.¹

¹ Beholdningerne vil naturligvis ændre sig i takt med udviklingen i nettofordringserhvervelsen og værdireguleringer mv., ligesom sammensætningen af aktiver og passiver ændrer sig over tid. Selv om analysen ikke tager højde for dette, vil den stadig være et godt redskab til at belyse formueindkomstens følsomhed, og den kan dermed bruges som en tommelfingerregel.

FORMUEINDKOMSTEN I TILFÆLDE AF ÆNDRINGER I RENTENIVEAUET, OVERSKUD PÅ DIREKTE INVESTERINGER OG DOLLARKURSEN

Figur 7



Anm.: Beregningerne tager udgangspunkt i Danmarks formueindkomst og aktiver og passiver over for udlandet i 2005.
Kilde: Egne beregninger på baggrund af officielle opgørelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Figur 7 illustrerer, hvordan formueindkomsten vil blive påvirket i tilfælde af ændringer i renteniveauet, overskuddet på direkte investeringer og dollarkursen. Jo stejlere kurven er, desto større er effekten af en ændring. Det ses, at et stigende renteniveau vil resultere i en lavere formueindkomst. Det skyldes, at Danmarks rentefølsomme passiver, der defineres som concernlån, obligationer og øvrige passiver, overstiger de rentefølsomme aktiver. Givet analysens forudsætninger vil en rentestigning på 1 procentpoint medføre et fald i Danmarks formueindkomst på 3,3 mia.kr.¹

Det fremgår også af figur 7, at en stigning i overskuddet på udlandets direkte investeringer i Danmark på 1 procentpoint vil have en negativ effekt på formueindkomsten på 3,7 mia.kr. Ved et fald i overskuddet på Danmarks direkte investeringer i udlandet på 1 procentpoint falder formueindkomsten 4,4 mia.kr. og føres dermed i nul. Hvis forrentningen af direkte investeringer på både aktiv- og passivside falder med 1 procentpoint, vil formueindkomsten falde med 0,7 mia.kr., og en symmetrisk ændring i forrentningen vil således kun have en mindre nettoeffekt.

¹ I analysen antages, at renteændringen påvirker alle renter ensartet uanset instrument, aktiv/passiv, valuta og løbetid og desuden slår igennem på alle rentefølsomme instrumenter med det samme. I virkeligheden vil det tage længere tid, før den fulde effekt opnås, idet renten på mange obligationer og tidsbestemte bankindskud er fastlåst, men i forbindelse med refinansieringer og omlægninger vil effekten gradvist slå fuldt igennem.

Ofte bevæger afkastet på direkte investeringer på aktiv- og passivside sig i samme retning, men i 2000 faldt overskuddet på direkte investeringer i udlandet i forhold til 1999, mens overskuddet på direkte investeringer i Danmark steg. En gentagelse af dette scenario ville med udgangspunkt i 2005-tallene give anledning til et samlet fald i formueindkomsten på 17,2 mia.kr. Med andre ord ville det betyde, at formueindkomsten ville være -12,8 mia.kr. i stedet for 4,4 mia.kr. Gentages scenariet fra 2003 med stigende afkast på direkte investeringer i udlandet og faldende afkast på direkte investeringer i Danmark, vil Danmarks formueindkomst derimod blive forbedret med 15,2 mia.kr. til 19,6 mia.kr. Asymmetriske ændringer i overskuddet på direkte investeringer, som tidligere er forekommet, vil således have en kraftig påvirkning på formueindkomsten og kan ændre fortegnet.

Ændringer i dollarkursen vil kun have en begrænset effekt på formueindkomsten i modsætning til effekten på Danmarks nettoaktiver. I 2005 havde Danmark formueindtægter i dollar svarende til 18,2 mia.kr. mod udgifter svarende til 7,8 mia.kr. Et fald i dollarkursen på 1 pct. vil derfor umiddelbart kun påvirke formueindkomsten med 0,1 mia.kr. i nedadgående retning.

BEREGNING AF GENINVESTERET INDTJENING PÅ PORTEFØLJEAKTIER

Boks 3

På porteføljeaktier beregnes i henhold til de internationale statistikmanualer ikke geninvesteret indtjening, som er den del af en virksomheds overskud, der ikke udloddes som udbytte, jf. boks 1. Det betyder, at forrentningen af porteføljeaktier er undervurderet i forhold til direkte investeringer, hvor geninvesteret indtjening indgår som en del af overskuddet. Hvis der blev foretaget en symmetrisk behandling af formueindkomsten på aktier, og der dermed også blev beregnet geninvesteret indtjening på porteføljeaktier, ville Danmarks formueindkomst givetvis blive revideret op. Det skyldes, at danskeres beholdning af udenlandske porteføljeaktier klart overstiger udlandets beholdning af danske porteføljeaktier.

Hvis overskuddet på porteføljeaktier svarer til overskuddet på direkte investeringer i 2005, vil formueindkomsten på porteføljeaktier skulle revideres op med 35,8 mia.kr. på indtægtssiden og med 21,3 mia.kr. på udgiftssiden, og den samlede formueindkomst skulle følgelig revideres op fra 4,4 mia.kr. til 19,0 mia.kr.

Det kan således have væsentlig betydning for opgørelsen af formueindkomsten, om investeringer i udenlandske virksomheder udgør 10 pct. eller mere af aktiekapitalen og dermed klassificeres som direkte investeringer. Formueindkomsten på porteføljeaktier vil som helhed være undervurderet på grund af manglende registrering af geninvesteret indtjening, men asymmetrien i opgørelsen påvirker ikke beholdningerne, da den geninvesterede indtjening vil indgå som en del af værdireguleringer for porteføljeaktier.

Den overordnede konklusion på følsomhedsanalysen er således, at asymmetriske ændringer i overskuddet på direkte investeringer og generelle ændringer i renteniveauet vil have en væsentlig påvirkning på formueindkomsten. Hvis opgørelsesprincippet for formueindkomsten på porteføljeaktier blev harmoniseret med princippet for opgørelse af direkte investeringer, må effekten på den samlede formueindkomst ligeledes formodes at være signifikant, jf. boks 3. Formueindkomsten er ikke ret følsom over for ændringer i dollarkursen.

LITTERATUR

Bie, Thomas og Frank Øland Hansen (2002), Følsomhedsanalyse af udlandsgælden, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers og Franklin Allen (2005), *Corporate Finance*, 8. udgave, McGraw-Hill.

Buiter, Willem (2006), Dark Matter or Cold Fusion?, *Global Economics Paper No. 136*, Goldman Sachs Economic Research.

Christensen, Tom Nordin og Jens Hald (2000), Danmarks udlandsgæld fra 1960-99, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Hansen, Frank Øland og Lill Thanning Hansen (2000), Rente og udbytte af Danmarks udlandsgæld, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Hansen, Jakob Lage (2005), Sammenhænge mellem aktiekurser og obligationsrenter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Hausmann, Ricardo og Federico Sturzenegger (2006), Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations, *CID Working Paper No. 124*, Center for International Development at Harvard University.

Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard og Cédric Tille (2005), The Income Implications of Rising U.S. International Liabilities, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 11, no. 2, Federal Reserve Bank of New York.

Iversen, Per Flink (2006), En finansiell vinkel på USAs eksterne ubalance, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Whitaker, Simon (2006), The UK international investment position, Bank of England, *Quarterly Bulletin 2006 Q3*.

EU-udvidelser – status og fremtid

Borka Babic, Internationalt Kontor

INDLEDNING

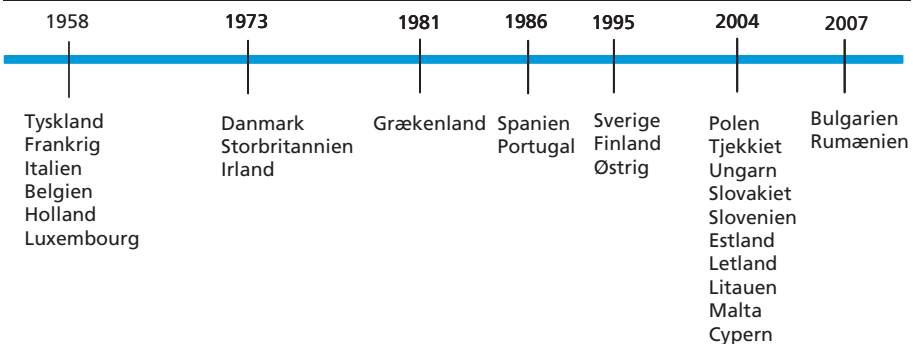
Den 1. januar 2007 blev EU udvidet med Bulgarien og Rumænien og består nu af 27 lande. Udvidelsen er den sjette i EUs 50-årige historie og EUs anden udvidelse mod Øst. I 2004 blev EU udvidet med 10 overvejende øst- og centraleuropæiske lande, jf. figur 1.

I forbindelse med udvidelsen med Bulgarien og Rumænien samt optagelsesforhandlingerne med Tyrkiet og Kroatien er EU-udvidelser igen kommet i fokus. EUs udvidelser blev diskuteret af stats- og regeringscheferne to gange i løbet af 2006. EUs fremtidige udvidelsesstrategi er i store træk forblevet uændret, men kravene til opfyldelsen af eksisterende betingelser i tiltrædelsesprocessen er blevet strammet.

I denne artikel vil de senere års økonomiske udvikling i Bulgarien og Rumænien blive beskrevet. Udviklingen har været kendetegnet ved høj vækst og inflation samt stigende underskud på betalingsbalancen. De to lande vil blive sammenlignet med især de central- og østeuropæiske lande, der indtrådte i EU i 2004. Dernæst vil der blive redegjort for de foreløbige erfaringer med 2004-udvidelsen, som vurderes at være positive. Den sidste del af artiklen handler om EUs fremtidige udvidelsesstrategi og de lande, der er i tiltrædelsesprocessen.

EU-UDVIDELSER

Figur 1



Anm.: I 1958 blev Det Europæiske Økonomiske Fællesskab (EØF) etableret.

EUROPA-KOMMISSIONENS RAPPORT OM BULGARIEN OG RUMÆNIEN

Boks 1

I september 2006 vurderede Kommissionen, at Bulgarien og Rumænien er parate til at indtræde i EU i januar 2007 på trods af, at fremskridtene på en række områder fortsat blev vurderet som ufuldstændige.

Det juridiske system samt bekæmpelse af korruption og organiseret kriminalitet var nogle af de områder, hvor der ifølge Kommissionen endnu ikke var opnået tilstrækkelige fremskridt. Desuden var systemet til administration af landbrugsstøtten ikke på plads, og fødevarerikkerheden var mangelfuld. Kommissionen har derfor fastlagt, hvordan den vil sikre opfyldelsen af de resterende krav, inkl. hvilke sanktionsmekanismer man kan benytte, hvis der ikke bliver taget hånd om de udestående problemstillinger. Det kan fx komme på tale at tilbageholde omkring 1/5 af landbrugsstøtten, hvis kravene vedrørende administration af støtten ikke bliver opfyldt.

De økonomiske forhold var ikke i fokus, da Kommissionen vurderede, hvorvidt Bulgarien og Rumænien var parate til EU-indtræden i 2007. Landene er ved tidligere vurderinger betegnet som velfungerende markedsøkonomier.

Bulgarien og Rumænien er fattigere end de fattigste af de lande, der indtrådte i EU i 2004 og er måske også mindre parate til EU-indtræden, end disse lande var i 2004. I mange af de lande var der dog også problemer med fx administration af EU-midler, uden at en mulig reduktion i EU-støtten fik samme vægt.

BULGARIEN OG RUMÆNIEN: NYE EU-LANDE

Beslutningen om Bulgariens og Rumæniens EU-indtræden i 2007 blev truffet af EUs stats- og regeringschefer tilbage i december 2004. Effektueringen af beslutningen var dog betinget af en positiv vurdering fra Europa-Kommissionen vedrørende opfyldelsen af forudsætningerne for EU-indtræden. En sådan positiv vurdering blev fremlagt i en kommissionsrapport fra efteråret 2006, jf. boks 1.¹ Den 1. januar 2007 blev EUs befolkning således forøget med ca. 30 millioner indbyggere – 8 millioner bulgarere og 22 millioner rumænere. Det svarer til en stigning på ca. 6 pct., og EUs befolkning udgør nu ca. 490 millioner.²

I økonomiske termer er de to landes betydning for EU beskeden, idet landenes samlede produktion kun udgør ca. 0,5 pct. af områdets samlede BNP. Strukturæssigt er især Rumænien forskellig fra andre EU-lande³, idet landbrugets andel af den samlede produktion og især be-

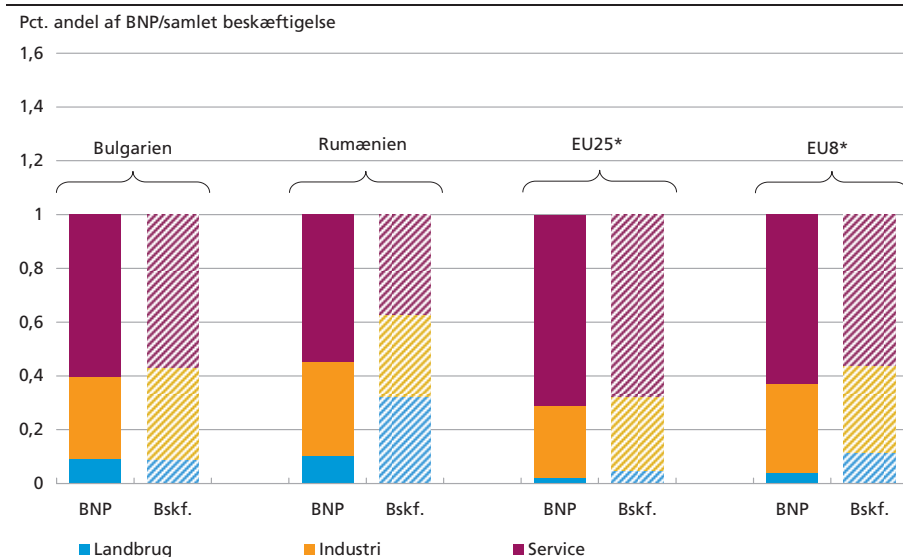
¹ Ifølge landenes tiltrædelsestraktater, som blev underskrevet i april 2005, skulle Bulgarien og Rumænien indtræde i EU i 2007. Hvis Kommissionen vurderede, at landene ikke var klar til indtræden i 2007, kunne man dog udsætte EU-indtræden til 2008, men ikke senere end det.

² Til sammenligning blev EUs befolkningstal i 2004 forøget med ca. 75 millioner.

³ I artiklen benyttes følgende grupperinger af EU-lande. EU25 er de EU-lande, der var medlemmer af EU inden Bulgariens og Rumæniens indtræden i EU. De gamle EU-lande eller EU15 er: Tyskland, Frankrig, Italien, Holland, Belgien, Luxembourg, Danmark, Storbritannien, Irland, Grækenland, Spanien, Portugal, Sverige, Østrig og Finland. Begrebet de nye EU-lande eller EU10 anvendes ved omtale af de lande, der indtrådte i EU i 2004, dvs. Polen, Tjekkiet, Ungarn, Slovakiet, Slovenien, Estland, Letland, Litauen, Malta og Cypern. EU8 er EU10 ekskl. Cypern og Malta.

PRODUKTIONSSEKTORERNES ANDEL AF BNP OG BESKÆFTIGELSE I 2005

Figur 2



Anm.: *Se fodnote 3 ovenfor. Bskf.=Beskæftigelse.

Kilde: Economist Intelligence Unit og Eurostat.

skæftigelsen er meget stor, jf. figur 2.¹ Dette er tegn på en særdeles lav produktivitet i landbruget, og tyder også på, at ledigheden formentlig er højere end de officielle ledighedstal, som i slutningen af 2006 var på ca. 8 pct. af arbejdsstyrken.

Høj vækst fra et lavt niveau

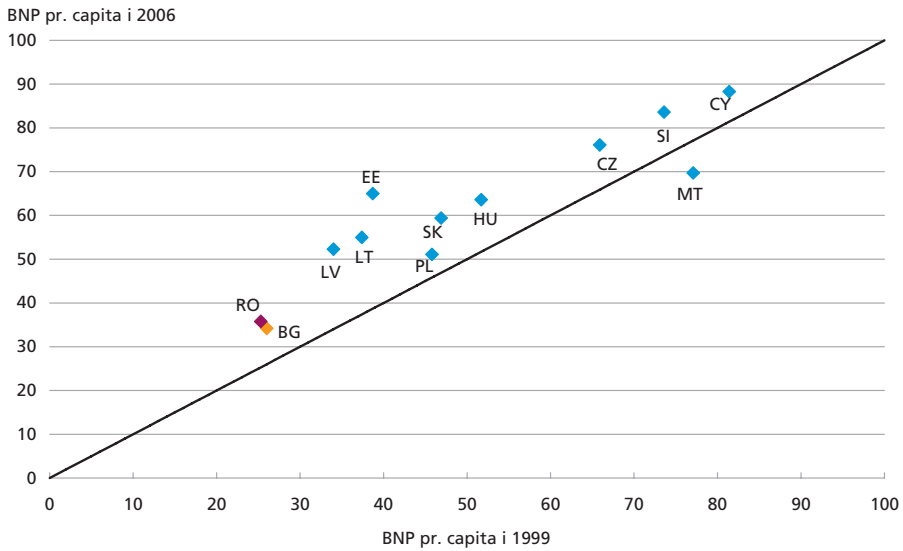
Indkomst- og velstandsniveauet er lavt, og både Bulgariens og Rumæniens BNP pr. capita er ikke kun langt under EUs gennemsnitlige niveau, men også betydeligt lavere end i alle de lande, der indtrådte i EU i 2004, jf. figur 3. I forhold til årtusindskiftet er forskellen til EUs gennemsnit dog blevet indsnævret, da Bulgarien og Rumænien har oplevet en høj vækst de senere år, jf. figur 4.

I 2006 var BNP-væksten i både Bulgarien og Rumænien – ligesom i de fleste EU10-lande – højere end i den forudgående periode. I 3. kvartal lå væksten på henholdsvis 6,7 pct. og 8,3 pct. år-til-år, jf. figur 4. Det private forbrug og investeringerne var ligesom i de forudgående år de væsentligste drivkræfter bag væksten i de to lande.

¹ Ifølge Eurostat er ca. 9 pct. af alle beskæftigede i Bulgarien ansat i landbrugssektoren, hvilket stort set svarer til gennemsnittet for EU8. Eurostat anfører dog, at mange af dem, der har angivet en anden beskæftigelse som deres hovedbeskæftigelse i Labour Force Survey, også arbejder i landbruget. Statistikken undervurderer derfor stærkt beskæftigelsen i landbrugssektoren.

BNP PR. CAPITA I PCT. AF GENNEMSNIETET FOR EU

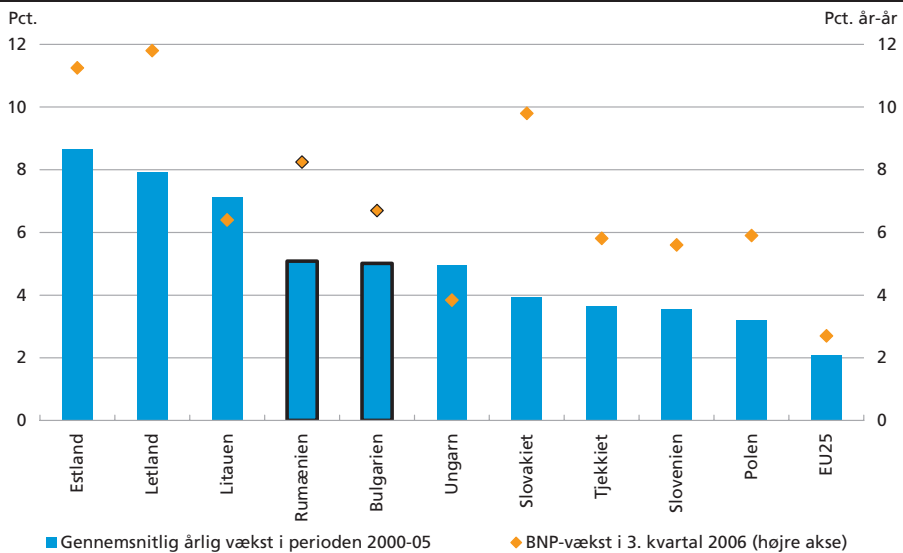
Figur 3



Anm.: BNP pr. capita er købekraftskorrigeret.
Kilde: EcoWin.

VÆKST I REALT BNP

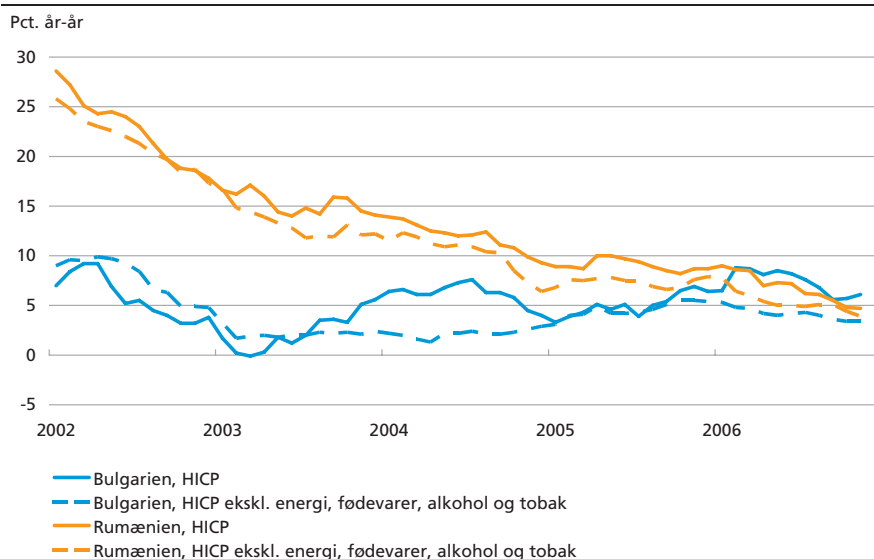
Figur 4



Kilde: EcoWin, Eurostat og Economist Intelligence Unit.

INFLATION

Figur 5



Kilde: EcoWin.

Makroøkonomisk stabilitet

Bulgarien og Rumænien har begge været karakteriseret ved makroøkonomisk stabilitet de senere år, men inflationen er dog høj, og betalingsbalanceunderskuddet har været stigende. I december 2006 var inflationen i Bulgarien og Rumænien på henholdsvis 6,5 pct. og 4,9 pct. år-til-år, jf. figur 5, og dermed blandt de højeste inflationsrater i EU. Den høje inflation kan delvist – især i Bulgarien – henføres til midlertidige faktorer som afgiftsforhøjelser, jf. figur 5. Den stærke vækst og den såkaldte Balassa-Samuelson-effekt¹ har også medvirket til den høje inflation i de to lande. Tendensen til lavere produktivitetsvækst i de tjenesteydende erhverv end i økonomien som helhed ventes også i de kommende år at yde et opadgående pres på priserne og dermed vanskeliggøre opfyldelsen af de nominelle konvergenskriterier, jf. boks 2.²

I perioden 2002-05 er bankernes udlån til den private sektor i Bulgarien og Rumænien vokset med henholdsvis 22 og 28 pct. i gennemsnit om året. Den høje udlånsvækst har de to lande tilfælles med andre transitionsøkonomier, og den skal ses i sammenhæng med det lave niveau i udgangspunktet. Banksektorerne i de to lande anses for sunde, og ud-

¹ Ifølge Balassa-Samuelson vil lande med lav indkomst og produktivitsniveau opleve højere produktivitsstigninger i sektoren med handlede varer og indhenter på den måde de mere velhavende lande. Produktivitsstigningerne i sektoren med handlede varer fører ikke kun til højere lønninger i denne sektor, men smitter også af på sektoren med ikke-handlede varer. Resultatet er højere priser på ikke-handlede varer og dermed højere inflation, som i dette tilfælde ikke er udtryk for forværret konkurrenceevne.

² Ifølge IMF vil Balassa-Samuelson-effekten samt administrative prisændringer bidrage med 1,5 pct. til Bulgariens inflation på mellemlangt sigt. IMF: *Bulgaria: 2006 Article IV Consultation*.

PLANER FOR DELTAGELSE I ERM2 OG EUROSAMARBEJDET

Boks 2

De *bulgarske* myndigheder begyndte for flere år siden at planlægge deltagelsen i eurosamarbejdet. I november 2004 underskrev den bulgarske regering og centralbanken således en aftale om politik og forpligtelser, som skal opfyldes i processen op til introduktion af euroen. Denne strategi indikerer et mål om en tidlig og så kortvarig som mulig deltagelse i valutakurssamarbejdet ERM2.¹ Bulgarien har til hensigt ikke at ændre valutakursregime (currency board) før introduktionen af euroen, hvilket svarer til Estlands og Litauens strategi. Den bulgarske regering har for at understøtte denne strategi forpligtet sig til at opretholde balance på den offentlige saldo.

I februar 2007 blev det annonceret, at Bulgarien har til hensigt snarligt at søge om optagelse i ERM2. Der er ingen formelle krav for at deltage i ERM2. Ansøgerlandet, ECB og ERM2-deltagerne skal dog være enige om centralkursen i forhold til euroen. For at kunne deltage i eurosamarbejdet skal landene ud over at deltage i ERM2 i to år uden alvorlige spændinger opfylde kriterier vedrørende inflation, den lange rente og de offentlige finanser.

I modsætning til Bulgarien har myndighederne i *Rumænien* indikeret, at de ikke har planer om deltagelse i ERM2 før omkring 2012. Til forskel fra Bulgarien vil deltagelse i ERM2 indebære en ændring i valutakursregimet, idet Rumænien har et regime med såkaldt styret flydning.

¹ ERM2-samarbejdet indebærer, at valutakursen skal holdes inden for rammerne af et udsvingsbånd omkring en centralkurs i forhold til euroen. Standardudsvingsbåndet er +/-15 pct. i forhold til centralkursen.

lånsvæksten udgør p.t. kun en begrænset risiko for den finansielle stabilitet.¹ De høje vækstrater er dog uholdbare på længere sigt. Den betydelige udlånsvækst stimulerer formentlig efterspørgslen og medvirker dermed til det store underskud på betalingsbalancen, jf. figur 6. I begge lande har myndighederne de senere år derfor forsøgt at begrænse udlånsvæksten.

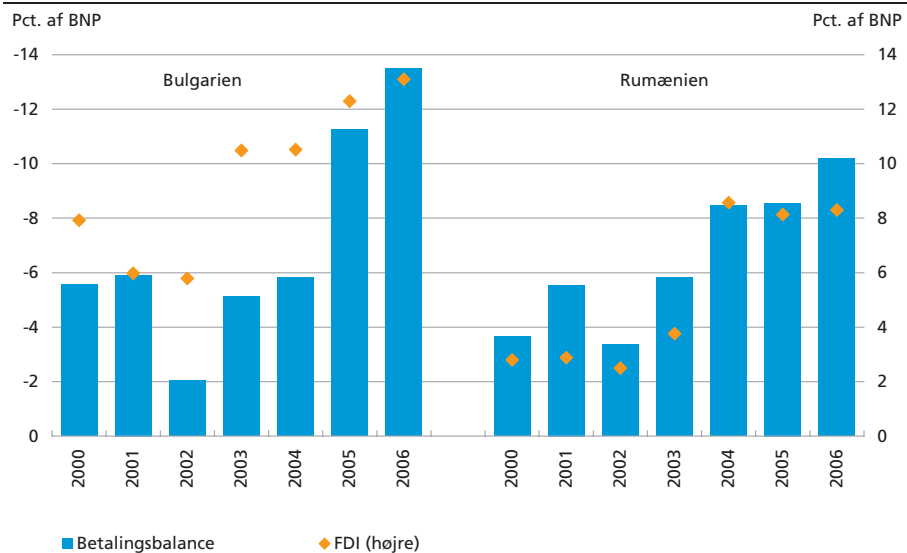
Et højt betalingsbalanceunderskud, som kendetegner begge lande og især Bulgarien, jf. figur 6, er ikke usædvanligt for et land, der befinder sig i en indhentningsproces (catching-up). Det afspejler bl.a. behovet for opbygning af produktionskapaciteten og højt forventet afkast af erhvervsinvesteringer. Kraftig investeringsfremgang har især kendetegnet Bulgarien, hvor investeringskvoten steg fra ca. 16 pct. af BNP i 2000 til 25 pct. i 2006. Udviklingen i de offentlige finanser har i begge lande delvist modvirket udviklingen i den private sektors opsparingsunderskud. Bulgarien har således et budgetoverskud, mens Rumænien har et moderat underskud på de offentlige finanser.²

¹ Udenlandske bankers andel af de samlede bankaktiver i både Bulgarien og Rumænien var i 2004 på omkring 50 pct.

² Kommissionens skøn for Bulgariens budgetoverskud og offentlig gæld i 2006 er på henholdsvis 3,3 pct. og 26 pct. af BNP. For Rumænien skønnes budgetunderskuddet at ligge på 1,4 pct. og gælden på 14 pct. af BNP. European Commission: *Economic forecasts autumn 2006*.

BETALINGSBALANCE OG FDI

Figur 6



Anm.: 2006 er skøn.

Kilde: Economist Intelligence Unit.

Udviklingen i betalingsbalancen skal ses i sammenhæng med udviklingen i direkte udenlandske investeringer, FDI, da disse både har medvirket til stigning i efterspørgslen efter udenlandske varer og finansieret underskuddene, jf. figur 6. Forventningen om EU-medlemskab og privatiseringer har ligesom den makroøkonomiske stabilitet og gode vækst-udsigter været medvirkende til den meget betydelige indstrømning af FDI. Nogle af de medvirkende faktorer – ikke mindst privatiseringer – er midlertidige, og FDI vil på sigt næppe kunne fastholde det høje niveau.

Valutakursen i Rumænien, som har et valutakursregime med såkaldt styret flydning, har indtil videre været upåvirket af udviklingen i betalingsbalanceunderskuddet. Bulgariens faste valutakursregime har heller ikke været truet. Bulgarien har et currency board,¹ som blev indført i 1997, hvor landet havde en hyperinflation og var midt i en finansiell krise. Regimeskiftet i 1997 understøttet af stram finans- og indkomstpolitik samt strukturreformer har haft en stor betydning for stabilisering af økonomien.

Catching-up til EUs niveau

Medlemskabet af EU ventes at få en positiv effekt på aktiviteten i Bulgarien og Rumænien. Størrelsen af effekten er vanskelig at vurdere, idet

¹ Currency board er den mest vidtgående form for fastkurspolitik, hvor enhver frit og uden begrænsninger kan veksle den nationale møntsort til og fra en ankervaluta til en helt fast kurs.

det er usikkert, i hvilket omfang impulser fra øget handel og øgede investeringer fra EU allerede har udspillet deres rolle i tiltrædelsesprocessen. De to landes samhandel med EU er steget i forhold til 1990'erne, og EU er med henholdsvis 65 pct. og 51 pct. af landenes samlede handel både Rumæniens og Bulgariens vigtigste handelspartner.¹ Økonomisk støtte fra EU-budgettet vil også bidrage positivt til aktiviteten i både Bulgarien og Rumænien.

Vækstudsigterne vil også afhænge af, hvorvidt landene formår at føre en stabiliseringsorienteret økonomisk politik, sikre et godt investeringsklima og generelt tilpasse sig udviklingen i den globaliserende verden. Effektiviteten i anvendelsen af EU-strukturfondsmidler har også betydning for væksten, hvilket de positive irske erfaringer i 1990'erne har vist.² Irland er lykkedes med at bevare høje vækstrater også efter landets BNP pr. capita oversteg EUs gennemsnit.³ Blandt de nye EU-lande har især de baltiske lande skabt gunstige forudsætninger for væksten, jf. næste afsnit.

Bulgariens og Rumæniens BNP pr. capita er meget lave – også lavere end i EU10 i 2004 – hvilket tyder på en lang real konvergensproces selv under favorable vækstforudsætninger. En simpel fremskrivning, hvor man antager, at væksthforskellen på ca. 4 pct. i forhold til EU fra perioden 2000-05 bliver bevaret, indikerer, at det vil tage omkring 30 år, inden landene når EUs velstandsniveau, jf. figur 7.⁴

FORELØBIGE ERFARINGER MED EU UDVIDELSEN I 2004

Udvidelsen med de 10 øst- og centraleuropæiske lande i 2004 havde en særlig karakter. Udvidelsen symboliserede genforening mellem øst og vest, og dens politiske betydning har været ubestridt. Akademiske studier pegede forud for udvidelsen i retning af en vækstforøgelse på mellem 1 og 2 procentpoint om året i de nye lande.⁵ Samtidig blev der fra flere sider udtrykt skepsis med hensyn til, hvordan det vil gå med at udvide EU med så mange lande med et relativt lavt velstandsniveau, herunder eksempelvis om det ville føre til en markant vandring af arbejds-

¹ Begge lande, men især Bulgarien, er åbne økonomier. I 2005 udgjorde udenrigshandlen 138 pct. af BNP i Bulgarien og ca. 78 pct. af BNP i Rumænien. Handlen er sum af eksport og import af varer og tjenester.

² EU-strukturfondsmidler, som Irland og nogle andre af de gamle EU-lande modtog, er dog væsentligt større end det, de nye EU-lande inkl. Bulgarien og Rumænien modtager.

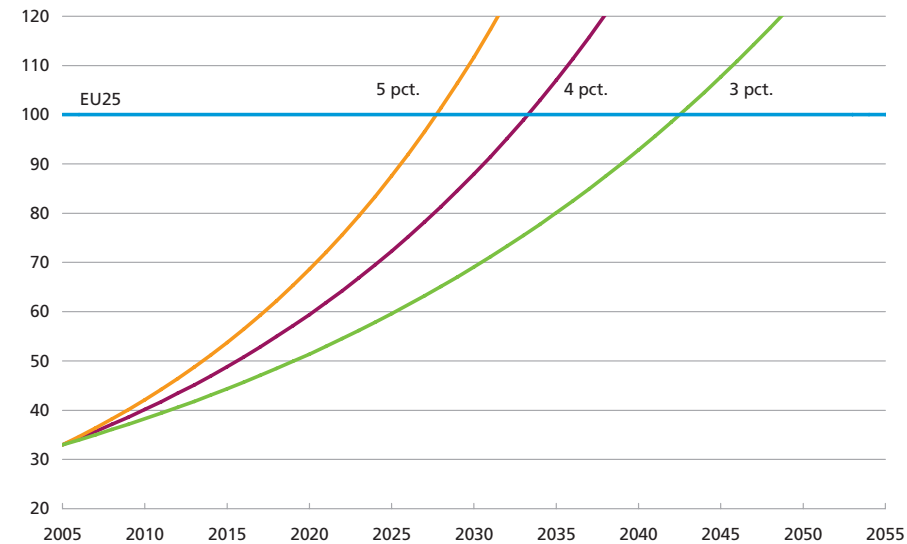
³ Jf. Jens Thomsen, EUs udvidelse 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

⁴ I artiklen *Globalisering og dansk økonomi*, side 23 ff., beskrives mere principielt nogle af mekanismerne i lavindkomstlandenes muligheder for at indhente højindkomstlandene i velfærdsmæssigt henseende.

⁵ The European Advisory Group, 2004, *The 2004 Enlargement: Key Economic Issues, Report on the European Economy 2004*.

BNP PR. CAPITA UNDER FORSKELLIGE ANTAGELSER OM VÆKSTFORSKELLE I FORHOLD TIL EU25

Figur 7



Anm.: Der vises tre scenarier, hvor henholdsvis 3 pct., 4 pct. og 5 pct. udtrykker antagelsen om årlig mervækst i BNP pr. capita (købekraftskorrigeret) i forhold til EU25. En mervækst på ca. 4 pct. svarer til udviklingen i perioden 2000-05. Kilde: Egne beregninger.

kraft fra øst til vest og allokering af produktionen fra vest til øst og dermed et nedadgående pres på vestlige lønninger.

Handel, investeringer og arbejdskraftens bevægelser

Perioden siden udvidelsen er for kort til at drage faste konklusioner omkring de økonomiske konsekvenser. Desuden vil det også i mange henseender være misvisende kun at kigge på de seneste tre år, idet disse landes integration i EU reelt startede allerede i 1990'erne. Frihandelszonen, som blev etableret i starten af 1990'erne dækkede ca. 85 pct. af den bilaterale handel. Barrierer for udenlandske direkte investeringer og fri bevægelighed af kapital blev også afskaffet inden landenes EU-indtræden.

I overensstemmelse med dette har EU10s handel med EU15 været stigende siden starten af 1990'erne, og i 2004 udgjorde den ca. 62 pct. af EU10s samlede udenrigshandel sammenlignet med 56 pct. i 1993. Siden 2004 har denne andel været stort set uændret. De direkte investeringer fra EU15 til EU10 er også steget set i et længere perspektiv og har været af stor betydning for EU10-landene. Stigningen i EU15s investeringer i de nye lande skal dog ikke alene ses i sammenhæng med integrationen i EU, men også i forbindelse med en generel tendens til at flytte produktion til de lande, hvor produktionsomkostningerne er lave. I 2004 ud-

gjorde investeringer til EU10 trods alt kun omkring 4 pct. af EU15s samlede direkte udenlandske investeringer.¹

Undersøgelser viser, at investeringer i EU10-lande kun har haft en begrænset effekt på beskæftigelsen i EU15-lande. Den samlede negative effekt i løbet af de seneste 15 år på jobskabelsen i Tyskland og Østrig, som er blandt de største investorer i EU10, har været på omkring 0,3-0,7 pct.² Samtidig har konkurrence fra de nye lande skabt incitament til større effektivitet i virksomhederne i de gamle EU-lande og billigere varer til forbrugerne.

Udvidelsen har heller ikke haft stor betydning for arbejdskraftens bevægelighed. Udvandringerne fra øst til vest steg efter maj 2004, men omfanget var betydeligt mindre end forventet, sandsynligvis fordi restriktionerne i de fleste gamle EU-lande blev opretholdt i en overgangsperiode.³ I 2004 havde kun UK, Irland og Sverige fjernet barriererne til fri bevægelighed af arbejdskraft, og Irland har oplevet den relativt set største tilstrømning af arbejdstagere. Ifølge Kommissionen har tilgangen af arbejdskraft i de gamle EU-lande været begrænset til de sektorer, hvor der var mangel på arbejdskraft. Migrationen har dermed bidraget til at løse problemerne vedrørende mangel på arbejdskraft og til at opnå bedre økonomiske resultater i Europa.⁴

Real og nominel konvergens

EU10-landene har siden 2004 kunnet fastholde en høj vækst efter deres EU-indtræden. Forskellen i BNP pr. capita i forhold til de gamle EU-lande er derfor blevet indsnævret. Dette er især tilfældet i de Baltiske lande, jf. figur 3. Sloveniens BNP pr. capita lå allerede i 2003 over Portugals BNP, og i 2005 overhalede også Tjekkiet velstandsmæssigt det fattigste af de gamle EU-lande.⁵ Polen befinder sig i den anden ende, med et relativt langsomt catching-up.

De lande, som i udgangspunktet havde lavere BNP pr. capita, har generelt haft en højere vækst, jf. figur 3 og 4, men den førte økonomiske politik har også haft betydning for indsnævringen af væksthforskellene. De baltiske lande, især Estland og Litauen, har de mest stabile politiske

¹ 53 pct. af investeringerne var til andre EU15-lande og 12 pct. til USA.

² European Commission: Enlargement, two years after: an economic evaluation, *European Economy*, Occasional Papers, maj 2006.

³ Der er mulighed for en overgangsperiode på 7 år. Udover UK, Irland og Sverige, som fra starten åbnede deres grænser for arbejdskraften fra Østeuropa, ophævede Grækenland, Portugal, Finland og Spanien restriktionerne 1. maj 2006, mens Belgien, Danmark, Frankrig, Italien, Holland og Luxembourg lavede restriktionerne i større eller mindre omfang. Man har mulighed for også at anvende disse restriktioner i Bulgarien og Rumænien i de første 7 år efter landenes EU-indtræden, og af de gamle EU-lande har kun Sverige og Finland valgt helt at åbne deres grænser for arbejdere fra disse lande.

⁴ European Commission: "Rapport on the Functioning of the Transitional Arrangements set up in the 2003 Accession Treaty", 2006.

⁵ Jf. Jens Thomsen, EUs udvidelse 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

OPFYLDELSE AF KONVERGENSKRITERIER I 2006

Tabel 1

	Inflation	Offentlig saldo i pct. af BNP	Offentlig gæld i pct. af BNP	Lang rente
Litauen	2,7	-0,5	18,7	3,7
Slovenien	2,3	-1,8	29,1	3,8
Konvergenskriteriet, maj rapport	2,6	-3,0	60,0	5,9
Cypern	2,3	-1,9	64,8	4,1
Estland	4,3	2,5	4,0	-
Letland	6,7	-1,0	11,1	3,9
Malta	3,2	-2,9	69,6	4,3
Polen	1,2	-2,2	42,4	5,2
Slovakiet	4,3	-3,4	33,0	4,3
Tjekkiet	2,2	-3,5	30,9	3,8
Ungarn	3,5	-10,1	67,6	7,1
Konvergenskriteriet, december rapport	2,8	-3,0	60,0	6,2

Anm.: Litauen og Slovenien blev konvergensvurderet i maj 2006, mens andre lande blev vurderet i december 2006. De markerede felter indikerer, at kriterieværdien er overskredet. Inflationskriteriet indebærer, at inflationen ikke må være højere end i de tre EU-lande med laveste inflation plus 1,5 procentpoint. Opfyldelsen af rentekriteriet kræver, at landenes lange rente ikke må overstige gennemsnittet af de tre EU-lande med den laveste inflation plus 2 procentpoint.

Kilde: ECBs konvergensrapporter, maj og december 2006.

forhold, et gunstigt forretningsklima, valutakursen knyttet til euro og orden i de offentlige finanser. Disse forhold appellerer til indenlandske såvel som udenlandske investorer, og Estland har det højeste FDI pr. capita af alle europæiske lande.

Den høje BNP-vækst i de baltiske lande har dog også en mindre gunstig side. Der er således klare tegn på overophedning af økonomierne. Både underskuddet på betalingsbalancen og inflationen er meget høj. Netop på grund af den høje inflation kan Estland og Litauen ikke opfylde konvergenskriterierne og har derfor været nødt til at udskyde deltagelsen i euroområdet, som oprindeligt var planlagt til januar 2007. Flere andre nye EU-lande har også både højt betalingsbalanceunderskud og høj inflation. De senere års olieprisstigninger har haft relativt stor betydning for mange østeuropæiske lande, idet landenes produktion er forholdsvis energiintensiv. Harmoniseringen af afgifter til EUs niveau har ligeledes været medvirkende til den høje inflation. Ud over disse midlertidige faktorer har den høje efterspørgselsvækst og Balassa-Samuelson-effekten bidraget til den høje inflation.

For at kunne indtræde i euroområdet skal landene – ud over kriterierne vedrørende inflation, rente, og de offentlige finanser, som er angivet i tabel 1 – deltage i ERM2 i mindst to år uden alvorlige spændinger.¹ Syv af de nye EU-lande deltog i ERM2 i 2006, og kun Polen, Ungarn og Tjek-

¹ Landene er i henhold til deres tiltrædelsestraktater forpligtet til at indføre euroen, når betingelserne herfor er opfyldt.

kiet er endnu ikke indtrådt i valutakurssamarbejdet. Netop for disse tre lande har det relativt lange udsigter for indtræden i eurosamarbejdet. Ungarn har et meget stort offentligt budgetunderskud, som i 2006 var på 10 pct. af BNP. Polen, Tjekkiet og Slovakiet er også som følge af overskridelser af 3-pct. grænsen omfattet af proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store budgetunderskud.¹

En sammenligning af ECBs konvergensrapport fra december 2006 med den tilsvarende rapport fra 2004 viser, at færre lande overskred konvergenskriterierne i 2006, ligesom overskridelserne generelt er mindre end i 2004. I 2006 opfyldte Slovenien som det første af de nye EU-lande samtlige konvergenskriterier. Dermed blev Slovenien i januar 2007 det 13. medlem af euroområdet.²

KOMMENDE EU-UDVIDELSER

De kommende EU-udvidelser og EUs udvidelsesstrategi er blevet diskuteret af stats- og regeringscheferne på møderne i Det Europæiske Råd i både juni og december 2006. Diskussionen i december tog udgangspunkt i en Kommissionsrapport om EUs udvidelsesstrategi og de seneste års fremskridt i de enkelte kandidatlande og potentielle kandidatlande.³

EUs udvidelsesstrategi

I slutningen af 2006 besluttedes en revision af EUs udvidelsesstrategi.⁴ Stats- og regeringscheferne fremhævede, at tempoet i processen mod EU-indtræden skal afhænge af resultaterne af reformerne i det enkelte land, og EU vil undlade at fastsætte datoer for EU-indtræden, før forhandlingerne nærmer sig deres afslutning. De vanskelige spørgsmål som fx administrative reformer, reformer af retsvæsenet og bekæmpelse af korruption skal i fremtiden tages op på et tidligt stadie i tiltrædelsesprocessen. Udvidelsestempoet skal også tage hensyn til EUs evne til at optage nye medlemmer samtidig med, at EU skal kunne fortsætte og uddybe sin egen udvikling.⁵

¹ Polens budgetunderskud ligger kun under 3-pct. grænsen fordi *fundede* pensionsordninger endnu ikke er inkluderet i opgørelsen af underskuddet, og landet er derfor også i budgetunderskudsproceduren. En sådan inkludering skal, ifølge Eurostats beslutning fra 2. marts og 23. september 2004, senest ske i foråret 2007.

² Jf. Niels-Peter Hahnemann, Slovenien: Et økonomisk portræt af det nye euroland, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.

³ Communication from the Commission to the European Parliament and the Council: Enlargement Strategy and Main Challenges 2006-2007 including annexed special report on the EUs capacity to integrate new members, November 2006.

⁴ Det Europæiske råd i Bruxelles, den 14.-15. december 2006: Formandskabets konklusioner.

⁵ Dette er i overensstemmelse med Det Europæiske Råds konklusioner fra København i 1993: "Unionens evne til at optage nye medlemmer uden derved at sætte tempoet i den europæiske integration over styr er ligeledes af stor betydning og bør indgå i overvejelserne i såvel Unionens som ansøgerlandenes almindelige interesse."

Kandidatlande og potentielle kandidatlande

De tre kandidatlande, Tyrkiet, Kroatien og Makedonien, er på forskellige stadier i tiltrædelsesprocessen. Optagelsesforhandlingerne med Kroatien og Tyrkiet begyndte i oktober 2005, mens datoen for starten af forhandlingerne med Makedonien, som i december 2005 opnåede status som kandidatland, endnu ikke er fastsat.¹ Kroatien er længst fremme i forhandlingsprocessen og ventes at blive det 28. medlem af EU, men næppe før EUs institutionelle reformer er på plads, dvs. 2009.² Velstandsmæssigt er landene også på forskellige niveauer, og deres makroøkonomiske situation er meget forskellig, jf. tabel 2.

Optagelsesforhandlingerne med Tyrkiet har fået megen opmærksomhed, senest på grund af Tyrkiets manglende overholdelse af forpligtelser i henhold til den såkaldte Ankara protokol.³ Tyrkiet er ifølge protokollen forpligtet til at fjerne hindringerne for fri bevægelighed af varer med EU-landene, inkl. restriktioner på transportmidler. Trods dette nægter Tyrkiet at give cyprioterne adgang til tyrkiske havne og lufthavne. EU har derfor besluttet, at man ikke vil starte optagelsesforhandlinger på 8 af i alt 35 områder, før Tyrkiet lever op til sine forpligtelser.⁴ Forhandlinger på andre områder kan desuden ikke blive afsluttet, før Tyrkiet opfylder kravene.

Tyrkiet betinger imidlertid sin respekt af protokollen med EUs afskaffelse af den økonomiske isolation af den tyrkiske del af Cypern. Da FN's plan for genforening af øen blev accepteret af tyrkiske cyprioter og afslået af græske cyprioter, lovede EU at afskaffe embargoen mod den tyrkiske del af Cypern. Men fordi Cypern har vetoret, er embargoen endnu ikke blevet afskaffet.

Landene på det vestlige Balkan, Albanien, Bosnien-Hercegovina, Montenegro og Serbien er de potentielle kandidatlande.⁵ De befinder sig i den såkaldte stabiliserings- og associeringsproces, som EU indledte med disse lande i 2000 med det formål at bidrage til fred, stabilisering og økonomisk udvikling.⁶ EUs stats- og regeringschefer understregede end-

¹ Ifølge konklusionerne fra Det Europæiske Råds møde i december 2006 er det nødvendig med yderligere reformer for, at Makedonien kan komme videre i tiltrædelsesprocessen.

² Antallet af kommissærer er med Bulgariens og Rumæniens indtræden i EU oppe på 27. Dette betyder ifølge Nice-traktaten, at antallet af kommissærer i Kommissionen skal reduceres inden yderligere EU-udvidelser, således at der er færre kommissærer end lande. Nice-traktaten specificerer ikke metoden herfor, og dette skal landene være enige om inden 2009, hvor den næste Kommission skal indsættes.

³ Additional Protocol to the Association Agreement.

⁴ Det drejer sig om følgende områder: fri bevægelighed af varer, retten og frihed til at yde tjenesteydelser, finansielle tjenester, landbrug, fiskeri, transportpolitik, toldunion, og eksterne relationer.

⁵ Kosovo er også omtalt i Kommissionens rapport. Kosovo er en del af Serbien, men samtidig under FN's kontrol.

⁶ I aftalerne indgår: handelsindrømmelser med sigte på etablering af et frihandelsområde, økonomisk og finansiell bistand, bistand til demokratisering og humanitær bistand samt samarbejde om retlige og indre anliggender. En stabiliserings- og associeringsaftale er indtil videre kun underskrevet med Albanien. Serbiens EU-associeringsforhandlinger er suspenderet på grund af utilstrækkelig samarbejde med Krigsforbryderdomstolen i Haag.

BEFOLKNING OG ØKONOMISKE INDIKATORER, 2005

Tabel 2

	Befolkning (mio.)	BNP pr. capita PPP (EU25=100)	Handel (pct. af BNP)	Real BNP vækst (pct.)	Inflation (pct.)	Off. budget (pct. af BNP)	Arbejds- løshed (pct.)
<i>Kandidatlande:</i>							
Kroatien	4,4	45,9	99,0	4,3	3,3	-4,1	18,0
Makedonien	2,0	26,6	104,3	3,8	0,0	0,3	37,3
Tyrkiet	71,6	31,6	61,4	7,4	8,2	-2,0	10,2
<i>Potentielle kandidatlande:</i>							
Albanien	3,1	20,4	67,4	5,5	2,4	-3,7	14,2
Bosnien-Hercegovina	3,9	22,8	87,0	5,0	3,7	0,9	44,6
Montenegro	0,6	...	...	4,1	1,8	-2,6	18,5
Serbien	7,4	24,2	71,2	6,2	17,3	1,8	20,1
<i>Memo:</i>							
EU25	461,5	100,0	74,2	1,7	2,2	-2,3	9,2

Anm.: Handel er sum af eksport og import af varer og tjenester. Befolkningstallet for Montenegro er fra 2003, og ledigheden fra 2004.

Kilde: Economists Intelligence Unit, Eurostat og EUs hjemmeside om EU-udvidelser.

nu en gang på deres møde i december 2006, at disse landes fremtid ligger i EU.

OPSUMMERING OG KONKLUSION

Den 1. januar 2007 blev EU udvidet for sjette gang. Denne gang med to relativt fattige Balkan-lande: Bulgarien og Rumænien. Økonomierne i begge lande vokser hurtigt, hvilket også afspejles i de høje inflationsrater og store betalingsbalanceunderskud. Dette har de tilfælles med mange af de øst- og centraleuropæiske lande, der indtrådte i EU i 2004. Bulgariens og Rumæniens BNP pr. capita er meget lave – også lavere end i EU10 i 2004 – hvilket tyder på, at der kan gå flere årtier, før landene når EUs velstandsniveau selv under favorable vækstforudsætninger.

De foreløbige erfaringer med 2004-udvidelsen har været positive. Set over et længere tidsforløb er udenrigshandlen og investeringerne øget markant, og erfaringerne med bevægelser af arbejdskraft er generelt også positive. Den nominelle konvergens forløber dog i mange af landene langsommere end ventet, og flere af landene har måttet udskyde det planlagte tidspunkt for indførelsen af euroen.

De europæiske stats- og regeringschefer besluttede i 2006 at stramme betingelserne omkring opfyldelse af kravene i tiltrædelsesprocessen og understregede ligeledes, at man vil tage hensyn til EUs evne til at integrere nye lande. Balkan-landenes fremtid i EU er blevet bekræftet, men man har på nuværende tidspunkt ikke konkrete planer om at udvide EU med andre lande end Kroatien, Tyrkiet og Makedonien.

EU's lovgivningsproces: Fra Direktivforslag til fælles anvendelse af EU-regler

Birgitte Bundgaard Madsen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

De økonomiske fordele ved et indre finansielt marked i EU har gjort finansiell integration til et prioriteret område. Initiativer til gennemførelse af det indre marked har typisk fundet sted i bølger. I slutningen af 1980'erne blev grundlaget for den finansielle integration skabt med kapitalliberaliseringen og de såkaldte 2. generationsdirektiver, hvor finansielle virksomheder på baggrund af hjemlandskontrol fik mulighed for at udøve grænseoverskridende virksomhed. Introduktionen af euroen accelererede integrationsprocessen og øgede fokus på at fjerne de resterende barrierer. Europa-Kommissionen lancerede i 1999 handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser (Financial Services Action Plan, FSAP). Handlingsplanen gav prioriteter for arbejdet med gennemførelse af det indre finansielle marked, specielt på værdipapirområdet¹, og sigtede mod at fjerne lovgivningsbarrierer.

Arbejdet med handlingsplanen gjorde det åbenbart, at den almindelige proces for vedtagelse af lovgivning inden for EU var for langsom til at kunne følge med de hurtige forandringer i den finansielle sektor. Endvidere resulterede arbejdet ikke nødvendigvis i den grad af harmonisering af reglerne, som er en forudsætning for et indre finansielt marked. På den baggrund etableredes i 2001 en ny lovgivningsprocedure inden for EU, Lamfalussy-proceduren, med henblik på en hurtigere og mere smidig lovgivningsproces. Da et indre finansielt marked i EU ikke blot kræver et fælles regelgrundlag, men også en fælles anvendelse heraf, indeholder Lamfalussy-proceduren også rammerne for et øget tilsynssamarbejde.

I denne artikel ses der på, hvordan direktiver vedtages på det finansielle område efter den nye procedure. Som illustration anvendes vedta-

¹ Jf. Jesper Ulriksen Thuesen, Nye rammer for de europæiske værdipapirmarkeder, side 85 ff.

gelsen af de nye kapitaldækningsregler (Basel II). Der ses endvidere på udviklingen i tilsynssamarbejdet inden for EU og den fælles anvendelse af reglerne.

Lamfalussy-proceduren har en række fordele, særligt den forholdsvis hurtige vedtagelse af nye regler. For mindre lande stiller proceduren imidlertid store resurse-mæssige krav, og der kan endvidere være en tendens til en meget intensiv regulering.

EN NY MODEL FOR VEDTAGELSE AF LOVGIVNING INDEN FOR EU PÅ DET FINANSIELLE OMRÅDE

Proceduren for vedtagelse af lovgivning inden for EU er fastlagt i Traktaten. På det finansielle område er den normale vedtagelsesprocedure, at Rådet, på det finansielle område Ecofin, og Europa-Parlamentet vedtager direktiver i henhold til den fælles beslutningsprocedure (co-decision). I praksis forhandles Kommissionens forslag først i en arbejdsgruppe under Rådet med repræsentanter fra alle medlemslande. Samtidig høres Parlamentet. Når Rådets arbejdsgruppe har færdigforhandlet forslaget, og der er opnået politisk enighed i Rådet, oversendes teksten til Parlamentet. Parlamentet afgiver sin holdning med forslag til ændringer, som Rådet skal tage stilling til. Efter en eventuel ny behandling i Rådets arbejdsgruppe og enighed i Rådet sendes teksten tilbage til Parlamentet til en ny læsning. Direktivet kan først endeligt vedtages, når Parlamentet og Rådet er enige om teksten. Hvis der ikke kan opnås enighed, kan der nedsættes en komite bestående af repræsentanter fra begge institutioner. Hvis der stadig ikke kan opnås enighed, falder forslaget.

En sådan proces tager i gennemsnit tre til fire år og nogle gange længere tid. Der er set eksempler på direktiver, som har været undervejs i mere end 10 år, fx UCITS-direktivet¹. Hertil kommer den tid, som går med den nationale implementering, hvilket sjældent er mindre end halvandet år.

Den fælles beslutningsprocedure gælder ikke kun for vedtagelse af direktiver, men også for ændringer af direktiver, uanset om det er ændringer af teknisk karakter. Set i forhold til den hastige udvikling på det finansielle område har processen betydet, at reguleringen har haft tendens til at halte efter udviklingen.

For at effektivisere lovgivningsprocessen inden for rammerne af traktaten blev den såkaldte Lamfalussy-procedure² indført i 2001 på værdis-

¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/107/EF af 21. januar 2002.

² Committee of Wise Men, Final report of the Committee of wise men on the regulation of European Securities Markets, Brussels, 15. februar 2001.

papirområdet og i 2002 udbredt til hele det finansielle område. Det juridiske grundlag for Lamfalussy-proceduren er en midlertidig aftale mellem Kommissionen, Rådet og Parlamentet. Ideen bag Lamfalussy-proceduren er, at kun de vigtigste overordnede politiske rammer skal vedtages efter den fælles beslutningsprocedure af Rådet og Parlamentet (niveau 1). De vedtagne rammer skal indeholde bemyndigelser til udstedelse af lovgivning af mere teknisk karakter og ændringer heraf, som vedtages af Kommissionen efter konsultation af medlemslandene på embedsmandsniveau i en række komiteer (niveau 2). En sådan opdeling af tilblivelse af lovgivning kendes også fra den danske lovgivningsproces med love vedtaget af Folketinget og bekendtgørelser udstedt af ministerier og styrelser efter bemyndigelse i love. Desuden er der nedsat en række tilsynskomiteer (niveau 3) med deltagelse af de nationale tilsynsmyndigheder, som skal rådgive Kommissionen om udarbejdelse af direktivforslag på det finansielle område. Tilsynskomiteerne skal endvidere udarbejde forslag til niveau 2 regulering og bidrage til en ensartet implementering af reglerne i medlemslandene. Ud over lovgivningsprocessen indeholder Lamfalussy-proceduren også anbefalinger om et udbygget samarbejde og koordination mellem nationale tilsynsmyndigheder på niveau 3 for at opnå en større grad af konvergens i tilsynsmetoder. Lamfalussy-proceduren er nærmere beskrevet i boks 1 og boks 2.

Det tidsmæssige forløb fra fremsættelse til ikrafttrædelse af direktivforslag efter Lamfalussy-proceduren kan illustreres ved tidslinjen i figur 1. Tidslinjen viser de tidsfrister, der sædvanligvis er fastlagt for tilblivelsen af en række direktiver, fx prospektdirektivet¹, og MiFID². Som det fremgår af tidslinjen i figur 1, er en række lovgivningsfaser overlappende tidsmæssigt, hvilket på den ene side giver den nødvendige hastighed, men på den anden side gør modellen sårbar over for forsinkelser på de enkelte niveauer. Vedtagelsen af prospektdirektivet og særligt MiFID er eksempler på, hvordan der kan være behov for at udskyde tidsfristerne i forløbet.

¹ Direktiv om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, 2003/71/EF af 4. november 2003.

² Direktiv om markeder for finansielle instrumenter 2004/39/EF af 27. april 2004.

LAMFALUSSY-PROCEDUREN

Boks 1

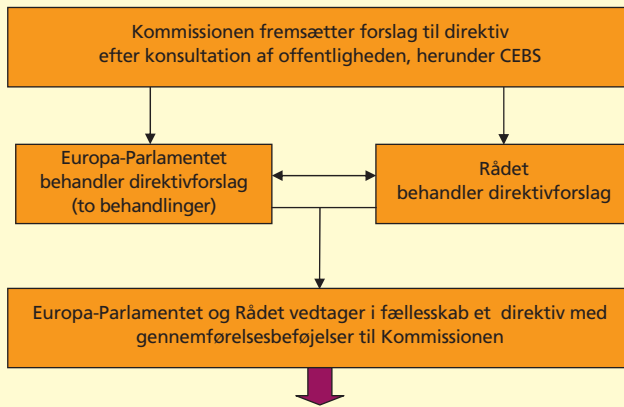
Lamfalussy-proceduren blev vedtaget af Ecofin i marts 2001 efter forarbejde af Committee of Wise Men med Alexandre Lamfalussy som formand med henblik på at effektivisere regeludstedelsen på værdipapirområdet. I 2002 blev den udbredt til de øvrige finansielle områder, dvs. kreditinstitutter, forsikring og pension. Proceduren består af fire niveauer:

- Niveau 1: Europa-Kommissionen fremsætter lovgivningsforslag på basis af rådgivning fra en række udvalg, jf. nedenfor. Forslagene omfatter de centrale overordnede principper og vedtages efter den fælles beslutningsprocedure af Rådet og Parlamentet. I hastende tilfælde kan anvendes en særlig "fast track" procedure, hvorefter der kun foretages høring af Parlamentet en gang. For yderligere at sætte tempoet op i lovgivningsprocessen foreslog The Committee of Wise Men, at en større andel af lovgivningen skulle gennemføres via forordninger i stedet for via direktiver, idet forordninger til forskel fra direktiver er direkte anvendelige og derfor ikke skal implementeres i den nationale lovgivning. Selve implementeringsprocessen varer ofte 18 måneder eller mere.
- Niveau 2: De tekniske detaljer inden for rammerne fastsat under niveau 1 behandles i komitologiproceduren. I henhold til denne procedure har Rådet og Parlamentet delegeret særlige lovgivningsbeføjelser til Kommissionen. Kommissionen assisteres af de såkaldte niveau 2 komiteer med repræsentanter fra medlemsstaterne. I disse komiteer stemmer medlemsstaterne om forslag fra Kommissionen. Hvis der ikke er flertal imod Kommissionens forslag, kan Kommissionen udstede reglerne enten i form af direktiver eller forordninger. Valget mellem forordninger eller direktiver foretages af Kommissionen. Komiteerne på niveau 2 er: The European Banking Committee, EBC, the European Securities Committee, ESC, The European Insurance and Occupational Pensions Committee, EIOPC, og The European Financial Conglomerates Committee, EFCC.
- Niveau 3: På niveau 3 skal en ensartet implementering af reglerne sikres. Dette formål skal opnås via et tæt samarbejde mellem tilsynsmyndighederne. De fleste af niveau 3 komiteerne har derfor til formål at udarbejde fælles standarder og retningslinjer. Komiteerne har ingen lovgivningsbeføjelser, men rådgiver Kommissionen og niveau 2 komiteerne ved udarbejdelse af reguleringen på niveau 2. Komiteerne på niveau 3 er: Committee of European Banking Supervisors, CEBS, the Committee of European Securities Regulators, CESR, og the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS. Komiteerne er tillige samarbejdsorganer for tilsyn inden for EU.
- Niveau 4. Håndhævelse af EU-retten er ifølge Traktaten Kommissionens opgave, men medlemslandene forventes i henhold til Lamfalussy-proceduren at udbygge deres samarbejde også på dette område. Kommissionen kan om nødvendigt anlægge sag mod medlemslandene ved EF-domstolen for manglende rettidig eller ukorrekt implementering af fællesskabsretten.

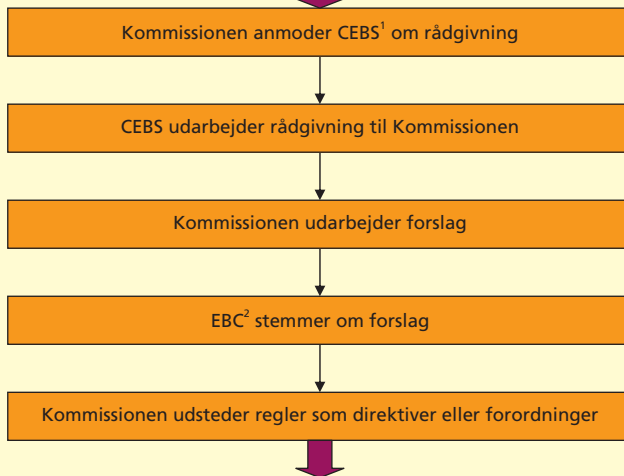
OVERSIGT OVER LAMFALUSSY-PROCEDURENS NIVEAU 1-3 PÅ
BANKOMRÅDET

Boks 2

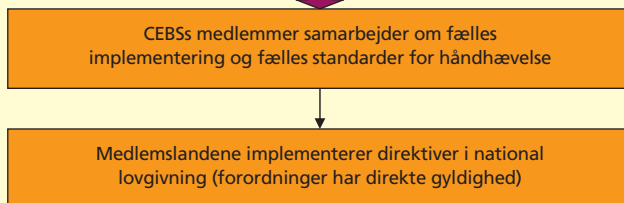
Niveau 1: Direktivvedtagelse



Niveau 2: Regeludstedelse



Niveau 3: Implementering



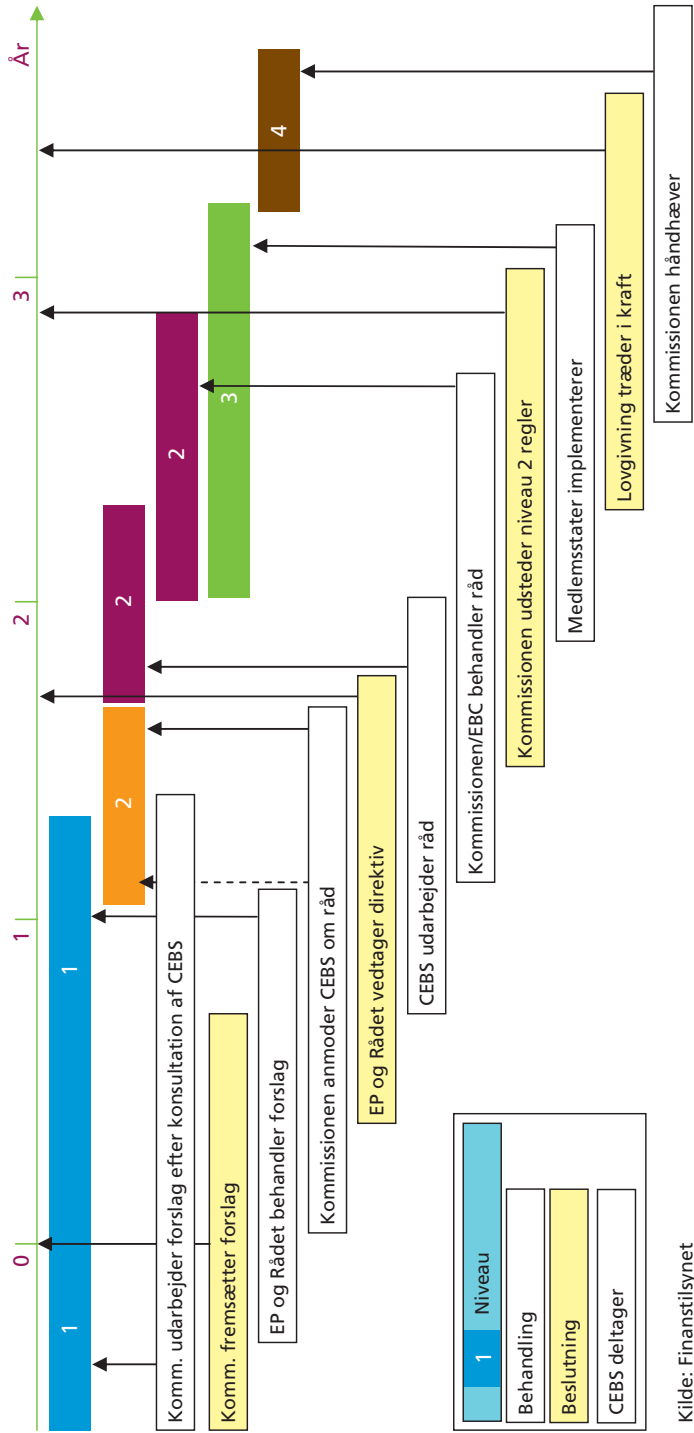
Kilde: Finanstilsynet.

¹ CEBS: Committee of European Banking Supervisors.

² EBC: The European Banking Committee.

TIDSMÆSSIGT FORLØB AF LAMFALUSSY-PROCEDUREN, ET EKSEMPEL

Figur 1



NYE KAPITALDÆKNINGSREGLER FOR KREDITINSTITUTTER

Et eksempel på den nye lovgivningsprocedure er vedtagelsen af de nye kapitaldækningsregler, også kaldet Basel II reglerne¹. Arbejdet med reglerne blev påbegyndt i 1999 i regi af Kommissionen parallelt med udarbejdelsen af anbefalingerne i Baselkomiteen².

Kommissionen fremsatte den 14. juli 2004 forslag til nye kapitaldækningsregler. De nye kapitaldækningsregler blev rent teknisk implementeret i EU reguleringen via revision af de to eksisterende direktiver på området, bankdirektivet (2000/12) og kapitaldækningsdirektivet (93/6). Ændringerne af direktiverne skulle vedtages i henhold til den fælles beslutningsprocedure (co-decision). Parlamentet og Rådet påbegyndte behandlingen sideløbende for at fremskynde processen. I Rådets regi blev forslagene forhandlet i en rådsarbejdsgruppe med deltagelse af medlemsstaterne. Der blev opnået politisk enighed om direktivforslagene i Parlamentet den 28. september 2005 og efterfølgende i Rådet den 11. oktober 2005. Den formelle vedtagelse af direktiverne i Rådet skete i juni 2006.

De nye direktivbestemmelser fastlagde rammerne for de nye kapitaldækningsregler. De mere tekniske bestemmelser, som hovedsagligt fremgår af direktivets bilag, vil i henhold til Lamfalussy-proceduren kunne ændres af Kommissionen efter konsultation af Den Europæiske Bank Komite, herefter EBC, som er en niveau 2 komite.

Sideløbende med vedtagelsen af direktivet arbejdede det Europæiske banktilsynsudvalg, herefter CEBS, som er en niveau 3 komite, på fælles retningslinjer, standarder og anbefalinger med henblik på konvergens i tilsynsmyndighedernes praktiske håndhævelse af de nye regler. Arbejdet, som stadig pågår, er meget omfattende og foregår i et større antal arbejdsgrupper.

For at overholde fristen for ikrafttrædelse af reglerne 1. januar 2007 i medlemsstaterne blev implementeringen i Danmark påbegyndt sideløbende med vedtagelsen af direktiverne og udarbejdelse af anbefalinger i CEBS. Lovforslaget blev fremsat i Folketinget, før direktiverne var formelt vedtaget.

Forarbejdet til direktiverne i den særlige proces har strakt sig over flere år, men selve vedtagelsesproceduren fra Kommissionens fremsættelse af forslag til ikrafttrædelse af reglerne har kun taget ca. 2½ år, hvilket i

¹ Indholdet af reglerne er nærmere beskrevet i Lisbeth Borup og Dorte Kurek, Direktivforslag om nye kapitaldækningsregler (Basel II), Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2005.

² Baselkomiteen, der har sekretariat i Bank for International Settlements, BIS, blev oprettet i 1975 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet. Komiteen har repræsentanter fra følgende lande: Belgien, Canada, Frankrig, Holland, Italien, Japan, Luxembourg, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA.

forhold til vedtagelse af de tidligere kapitaldækningsregler er meget hurtigt, idet der tidligere gik omkring 5 år.

Vedtagelsen af kapitaldækningsreglerne har endvidere været præget af en stor grad af transparens i forhold til interesseorganisationerne. Der har løbende været afholdt høringsrunder, dels under tilblivelsen i Basel/Kommissionens regi, dels også undervejs i vedtagelsesprocessen. Der har været foretaget 5 runder af konsekvensberegninger med deltagelse af kreditinstitutter, herunder også en række danske. CEBS har løbende afholdt høringsrunder omkring tilblivelsen af de supplerende regler.¹

ØGET TILSYNSSAMARBEJDE

Den nye lovgivningsproces, Lamfalussy-proceduren, ledsages af et udbygget samarbejde og koordination mellem nationale tilsynsmyndigheder på det finansielle område for at opnå en større grad af konvergens i tilsynsmetoder. Effekten af lovgivningen afhænger dels af, hvorledes reglerne implementeres, men i lige så høj grad af, hvorledes tilsynsmyndighederne anvender lovgivningen i praksis. Inden for EU er der med 27 medlemslande mere end 60 tilsynsmyndigheder for institutter og markeder. Disse nationale tilsynsmyndigheder har forskellige formål og mandater og forskellige tilsynsmæssige beføjelser. Lamfalussy-proceduren har påbegyndt en ændring af strukturen af tilsyn inden for EU ved at introducere tilsynskomiteer (niveau 3), hvis formål er at opnå konvergens i regulering og tilsyn. Komiteerne fastsætter regler uden formelt mandat til at gøre dette. I stedet træffes beslutninger i enighed, og efterlevelse og samarbejde er primært på frivillig basis for medlemslandenes myndigheder.

ERFARINGER MED LAMFALUSSY-PROCEDURENS MODEL FOR VEDTAGELSE AF LOVGIVNING OG TILSYNSSAMARBEJDE

Der er sket en udvikling hen imod en kortere proces for vedtagelse af direktiver. Denne tendens er særlig klar på værdipapirområdet, hvor forhandlingerne om fx prospektdirektivet fra fremsættelse til vedtagelse tog godt 16 måneder mod ca. 9 år for det tidligere direktiv. Lamfalussy-proceduren har således allerede vist, at den kan sætte hastigheden op i lovgivningsprocessen på det finansielle område til gavn for den finansielle integration.

¹ Se www.c-ebs.org for høringsrunder.

Som det fremgår af figur 1, er det en konsekvens af de meget stramme tidsfrister for udarbejdelse af lovgivningen, at en række processer på niveau 2 og 3 skal foregå sideløbende med selve direktivforhandlingerne på niveau 1. For kapitaldækningsreglerne begyndte CEBS sit arbejde med anbefalinger mv. sideløbende med forhandlingerne af direktiverne. På værdipapirområdet har dette tidspres givet sig udtryk i flere tilfælde af niveau 2 regulering, som er blevet udarbejdet på baggrund af udkast til niveau 1 direktiver. Tilsvarende har medlemsstaterne befundet sig i en situation, hvor de tekniske niveau 2 regler ikke har været vedtaget, førend meget sent i forhold til den endelige implementeringsfrist i de enkelte medlemslande. Det har resulteret i, at medlemslandene har måttet påbegynde den nationale implementeringsproces, før de endelige regler har været kendt. Særligt har arbejdet med MiFID direktivet været ramt af dette.

Der har i forbindelse med vedtagelsen af de nye kapitaldækningsregler været igangsat et meget omfattende arbejde i undergrupper til CEBS. På grund af de meget stramme tidsfrister er meget af arbejdet foregået samtidigt. Det kræver meget store resurser hos ikke mindst medlemslandenes tilsynsmyndigheder, og det kan være svært for de mindre lande at honorere. Danmark deltager i et mindre antal arbejdsgrupper på området.

Den grundlæggende ide bag Lamfalussy-proceduren er, at Rådet og Parlamentet alene skal vedtage rammeprincipper for lovgivning og give bemyndigelser til niveau 2 til vedtagelse af regler af teknisk karakter. Adskillelsen mellem rammeprincipper og tekniske bestemmelser har i praksis vist sig svær. MiFID er et eksempel på, at reguleringen på den ene side er blevet meget detaljeret, men at der samtidig ikke er taget stilling til politisk kontroversielle spørgsmål, som i stedet har været overladt til niveau 2 reguleringen. Hertil kommer, at der er en tendens til, at der på niveau 3 tilføjes en mængde yderligere regler, idet tilsynsmyndigheder i 27 lande skal opnå kompromiser om principper og regler for tilsynsmæssige metoder.

Lamfalussy-procedurens fortsatte succes afhænger af en hurtig, præcis og sammenhængende implementering af de fælles regler.

Nye rammer for de europæiske værdipapirmarkeder

Jesper Ulriksen Thuesen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Inden for EU er der i de seneste år udformet nye fælles rammebetingelser for de europæiske værdipapirmarkeder. De nye direktiver og gennemførelsesbestemmelserne indebærer meget omfattende ændringer, som vil påvirke udviklingen på kapitalmarkederne. I disse måneder færdiggøres dette arbejde. Nærværende artikel giver en kort oversigt over de væsentligste ændringer med fokus på, hvordan de påvirker de forskellige deltagere på de europæiske værdipapirmarkeder.

Den nye EU-regulering indeholder på nogle områder helt nye muligheder, mens der på andre områder først og fremmest er tale om at skabe en større ensartethed mellem medlemslandene, så reguleringen kan understøtte den fortsatte udvikling hen mod et fuldt integreret værdipapirmarked i EU. Den nye regulering forventes at øge konkurrencen mellem de forskellige handelspladser i Europa, at styrke den grænseoverskridende konkurrence mellem værdipapirhandlere og at give en mere ensartet tilgang til investorbeskyttelse.

Der er fortsat dele af de europæiske kapitalmarkeder og markedsaktører, som ikke er omfattet af fælles EU-regulering.

AMBITIONEN OM ET FULDT INTEGRERET VÆRDIPAPIRMARKED

Fri bevægelse for kapital og serviceydelser er en del af de grundlæggende principper for EU og det indre marked. Virksomheder skal uhindret kunne udstede kapital inden for hele EU, og investorer skal tilsvarende kunne foretage placeringer på tværs af landegrænser. Værdipapirhandlere og udbydere af handelspladser og andre infrastrukturer skal kunne operere på EU-plan på samme måde, som det hidtil er sket inden for hvert enkelt medlemsland.

Ambitionen om et fuldt integreret finansielt marked blev i 1999 konkretiseret i EUs finansielle handlingsplan¹, der udstak en ambitiøs tids-

¹ *Finansielle Tjenesteydelser: Etablering af en Ramme for de Finansielle Markeder: En Handlingsplan*, Meddelelse fra Kommissionen, 11. maj 1999.

plan frem til 2005 for revision af EU-reguleringen på det finansielle område, herunder de direktiver som vedrører værdipapirmarkedene. Ændringerne på værdipapirområdet vedrører især følgende direktiver¹:

- Direktivet om markeder for finansielle instrumenter, MiFID, (tidligere investeringsservicedirektivet).²
- Prospektdirektivet.³
- Markedsmisbrugsdirektivet.⁴
- Gennemsigthedsdirektivet.⁵
- Overtagelsesdirektivet.⁶

Det har været en vigtig del af det samlede initiativ at styrke samarbejdet mellem de nationale tilsynsmyndigheder på værdipapirområdet for at skabe ensartede muligheder for markeder og markedsaktører overalt i EU. Dette arbejde er især forankret i Committee of European Securities Regulators, CESR⁷, hvor Finanstilsynet deltager.

BETYDNINGEN FOR MARKEDSAKTØRERNE

Ændringerne af EU-reguleringen på værdipapirområdet har haft det dobbelte formål at sikre rammerne for et effektivt og velfungerende fælles værdipapirmarked og en høj grad af investorbeskyttelse i forbindelse med værdipapirtransaktioner nationalt og grænseoverskridende inden for EU. På nogle områder introduceres helt nye muligheder, fx i form af nye former for handelspladser og måder at handle værdipapirer på. På andre områder er der i højere grad tale om at skabe en større ensartethed mellem de nationale reguleringer. Det gælder fx bestemmelser om prospekter, investorbeskyttelse og best execution. Her er tale om områder, hvor en større ensartethed var nødvendig for at understøtte udviklingen mod et reelt fælles værdipapirmarked.

Der er forskel på, hvor store tilpasninger markedsdeltagere i forskellige medlemsstater står over for som følge af den nye regulering. For de fleste markedsdeltagere er der dog tale om betydelige ændringer. Det gælder ikke mindst for værdipapirhandlerne. På lidt længere sigt vil samtlige markedsdeltagere blive påvirket af de ændrede konkurrenceforhold.

¹ Den overvejende del af disse direktiver er gennemført i dansk regulering, herunder i særdeleshed ved tilpasninger i værdipapirhandelsloven og tilhørende bekendtgørelser.

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004.

³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003.

⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003.

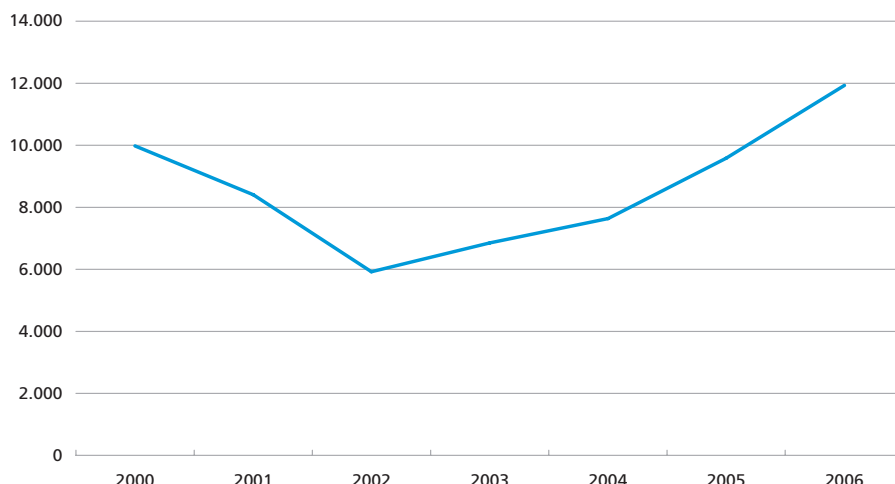
⁵ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004.

⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004.

⁷ For en fyldestgørende beskrivelse af CESR og dens arbejde henvises til www.cesr-eu.org. Tilsynssamarbejdet vil ikke blive berørt yderligere her.

MARKEDSKAPITALISERING PÅ DE EUROPÆISKE AKTIEBØRSE, MIA. EURO, ULTIMO ÅRET

Figur 1



Anm.: Værdi for 2006 er estimeret på baggrund af udviklingen frem til og med november 2006. Datamaterialet omfatter følgende børs: Athens Exchange, Borsa Italiana, Bratislava Stock Exchange, Budapest Stock Exchange, Cyprus Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext, Iceland Stock Exchange, Irish Stock Exchange, Ljubljana Stock Exchange, London Stock Exchange, Luxembourg Stock Exchange, Malta Stock Exchange, OMX, Oslo Børs, Prague Stock Exchange, Spanish Exchanges (BME), SWX Swiss Exchange, Virt-X, Warsaw Stock Exchange og Wiener Börse.

Kilde: FESE.

Handelspladser og handelsformer

Den nye regulering skelner mellem tre hovedformer for handel med værdipapirer:

- Regulerede markeder.
- Multilaterale handelsfaciliteter, såkaldte MHFer.
- Systematisk internalisering.

Værdipapirer kan som hidtil også handles uden for handelspladser, fx ved handel på et telefonmarked. Den samlede markedskapitalisering på de europæiske aktiebørser er illustreret i figur 1.

Regulerede markeder er værdipapirhandelspladser, som vi i Danmark har kendt i form af børs og autoriserede markedspladser, dvs. Københavns Fondsbørs, som nu er ejet af OMX, og Dansk AMP. Ud over krav til selskabskonstruktion, startkapital mv. bliver der bl.a. stillet en række krav til personlige egenskaber og kompetencer hos den personkreds, der er ansvarlig for driften af regulerede markeder. Regulerede markeder er også omfattet af nye fælles regler, som skal forhindre markedsmisbrug, dvs. insiderhandel og kursmanipulation.

I den nye regulering er der ikke tale om et egentligt europæisk pas for markedsoperatører for regulerede markeder, dvs. man kan ikke drive denne form for virksomhed grænseoverskridende på baggrund af hjem-

landets godkendelse og tilsyn. Men den generelle frie ret til at drive og etablere virksomhed på tværs af landegrænserne inden for EU vil i praksis gøre det forholdsvist let at udøve grænseoverskridende virksomhed for operatører af regulerede markeder.

Multilateral handelsfacilitet, MHF, er reguleringsmæssigt en helt ny form for handelsplads, der indføres med MiFID. Som handelssystem, der bringer købere og sælgere af værdipapirer sammen, kan en MHF være nøjagtig som et reguleret marked. Der stilles dog lidt lempeligere krav til tilladelse og drift af en MHF, og først og fremmest er der forskelle på de krav, der stilles til udstedere og investorer på de to former for handelspladser. De nye og reviderede regler om markedsmisbrug, overtagelsestilbud og oplysningsforpligtelser, jf. nedenfor, gælder ikke for aktiviteter på MHFer. På MHFer kan der handles både værdipapirer, der er optaget til handel på regulerede markeder, og andre værdipapirer, dvs. unoterede værdipapirer.

Eksempler på MHFer kan være forskellige udgaver af MTS-handelssystemer, hvorpå en stor del af engros-handlen med europæiske statspapirer foregår i dag. MTS-handelssystemerne opererer i dag under forskellige nationale reguleringer.

MHFer kan drives af investeringsselskaber, kreditinstitutter og operatører af regulerede markeder. Drift af en MHF er en investeringsservice-aktivitet. Det betyder, at der – i modsætning til operation af regulerede markeder – er et egentligt europæisk pas for selskaber, der driver en MHF. En udenlandsk virksomhed, der har tilladelse til at drive en MHF i et andet EU-land, kan derfor også drive MHF-aktivitet via en filial i Danmark på baggrund af tilladelsen fra hjemlandet og under tilsyn af hjemlandets myndigheder.

Formålet med at indføre mulighederne for MHFer har været at styrke konkurrencen mellem handelspladser og at give mulighed for at tiltrække en del af den handel, der i dag foretages uden for de etablerede børser og autoriserede markedspladser, fx på grund af de omkostninger, der er forbundet med både optagelse til handel og løbende oplysningsforpligtelser for virksomheder, der handles på regulerede markeder.

Systematisk internalisering er en ny betegnelse, der indføres med den nye regulering. Det svarer delvis til det, man i Danmark hidtil har betegnet som strakshandler, idet der er tale om, at værdipapirhandleren udfører kundeordrer ved at handle op mod sin egenbeholdning på basis af priser, som værdipapirhandleren stiller. En værdipapirhandler, der på systematisk vis udfører kundeordrer på denne måde uden for regulerede markeder og MHFer, vil være underlagt en række krav, herunder krav om håndtering af interessekonflikter, gennemsigtighed i prisstillelsen og informationer, der i øvrigt skal stilles til rådighed for kunderne.

Særligt om gennemsigtighed på regulerede markeder og MHFer

Med den nye regulering introduceres en klar skelnen mellem de handelsinformationer, der skal offentliggøres af hensyn til en passende gennemsigtighed på værdipapirmarkedene, og de handelsinformationer, der skal danne baggrund for overvågning af markedet, herunder overvågning af brud på reglerne om insiderhandel og kursmanipulation. Gennemsigtighedsreglerne gælder som udgangspunkt kun for handel med aktier, der er optaget til handel på regulerede markeder, men medlemslandene kan vælge at lave nationale regler for andre typer af værdipapirer.

Regulerede markeder og MHFer skal "på rimelige forretningsmæssige vilkår" offentliggøre førhandelsinformation i form af købs- og salgskurser, samt hvor meget der kan handles til ved disse kurser (såkaldt markedsdybde). For særligt store handler vil reglerne dog ikke gælde.

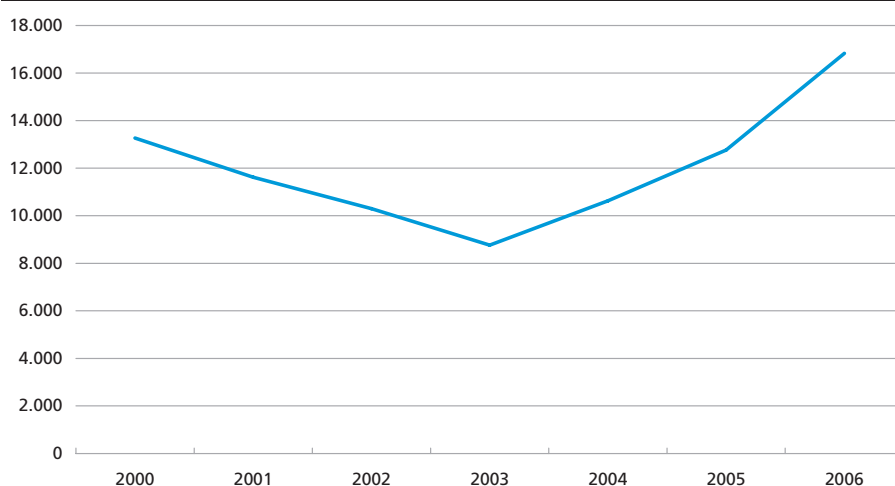
Regulerede markeder og MHFer skal ligeledes "på rimelige forretningsmæssige vilkår" offentliggøre efterhandelsinformation i form af kurser, mængder og tidspunkter for de indgåede handler.

Både for før- og efterhandelsinformation kan markederne undtages for deres forpligtelser til at offentliggøre transaktioner, hvis det kan begrundes i transaktionernes art eller størrelse. Markederne ejer selv deres information og kan derfor sælge denne.

Udviklingen i de europæiske aktiebørsers årlige omsætning er illustreret i figur 2.

ÅRLIG OMSÆTNING PÅ DE EUROPÆISKE AKTIEBØRSE, MIA. EURO

Figur 2



Anm.: Omsætning er opgjort single counted. Værdi for 2006 er estimeret på baggrund af udviklingen frem til og med november 2006. Data omfatter følgende børs: Athens Exchange, Borsa Italiana, Bratislava Stock Exchange, Budapest Stock Exchange, Cyprus Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext, Iceland Stock Exchange, Irish Stock Exchange, Ljubljana Stock Exchange, London Stock Exchange, Luxembourg Stock Exchange, Malta Stock Exchange, OMX, Oslo Børs, Prague Stock Exchange, Spanish Exchanges (BME), SWX Swiss Exchange, Virt-X, Warsaw Stock Exchange og Wiener Börse.

Kilde: FESE.

Virksomhederne – låntagerne på værdipapirmarkedene

Sigtet med den nye regulering er at gøre det muligt for udstedere af værdipapirer at rejse kapital på et samlet europæisk kapitalmarked, dvs. uafhængigt af nationale grænser og på tværs af handelspladser for værdipapirer.

Det sker bl.a. ved at indføre ensartede regler for, hvad der skal være indeholdt i prospekter for værdipapirudstedelser og ved at indføre et europæisk pas for prospekter. Det betyder, at et prospekt, der er godkendt af de ansvarlige myndigheder i ét medlemsland, kan bruges til udstedelser inden for hele EU. Harmoniseringen af reglerne for prospekter gælder værdipapirer, der udbydes til offentligheden, herunder værdipapirer der skal handles på et reguleret marked inden for EU. Harmoniseringen af prospektreglerne indbefatter krav til både format, indhold og sprog. For at understøtte en ensartet vurdering af prospekter i de forskellige medlemslande vil det efter en overgangsperiode ikke længere være muligt for medlemslandenes myndigheder at uddelegere arbejdet med godkendelse af prospekter, som det tidligere har været brugt i Danmark med uddelegering til Københavns Fondsbørs og Dansk AMP.

De nye regler indbefatter harmoniserede krav til, hvilke oplysninger udstedere af værdipapirer på regulerede markeder løbende skal give til markedet. Det drejer sig bl.a. om forpligtelser til hurtigst muligt at offentliggøre al relevant intern viden om virksomheden samt at offentliggøre ledende medarbejderes personlige transaktioner i virksomhedens aktier og tilknyttede værdipapirer. De harmoniserede krav omfatter tillige bestemmelser om, hvilke metoder og medier der kan accepteres til brug for offentliggørelse af relevante oplysninger, således at investorer behandles ensartet.

Der er også udarbejdet fælles regler for udstedernes forpligtelser til rettidigt at offentliggøre præcise informationer om års- og halvårsrapporter, køb og salg af større aktiebesiddelser med tilhørende stemmerettigheder, udsteders besiddelse af egne aktier i virksomheden samt en række andre relevante oplysninger i relation til de pågældende værdipapirer. Disse regler gælder for udstedelser, der handles på regulerede markeder.

Investorer og investorbeskyttelsesregler – långiverne på værdipapirmarkedene

Beskyttelse af investorerne er en central del af helheden i den nye værdipapirmarkedsregulering. For at understøtte tilliden til de europæiske værdipapirmarkeder skal investorerne være sikret en ensartet og høj grad af beskyttelse, uanset om der handles værdipapirer inden for eller på tværs af nationale grænser i EU og uanset nationaliteten af den vær-

dipapirhandler, der får handelsordren. Reglerne giver sig først og fremmest udslag i en række krav, som værdipapirhandlerne skal leve op til for at sikre, at investorerne kan foretage deres placeringer på et fuldt oplyst grundlag og efterfølgende få dokumentation for, at deres ordrer er udført på de aftalte vilkår.

Værdipapirhandlerne skal tage højde for, at ikke alle typer af kunder har den samme ekspertise inden for værdipapirhandel. Der er tre forskellige former for kunder. Detailkunder, herunder nogle erhvervsvirksomheder, vil være omfattet af de mest vidtgående regler om investorbeskyttelse. Professionelle kunder vil være omfattet af moderat investorbeskyttelse. For såkaldte godkendte modparter, herunder andre værdipapirhandlere og andre med særlig ekspertise inden for værdipapirmarkeder, vil der ikke gælde regler for investorbeskyttelse. En værdipapirhandler vil skulle opdele samtlige sine kunder inden for disse kategorier og orientere hver kunde om kundes placering.

Værdipapirhandlernes forpligtelser til at sikre investorbeskyttelsen kan inddeles i tre hovedgrupper: Informationer til kunden, viden om kunden og best execution.

Informationer til kunden handler om, at kunden forud for investering skal gives tilstrækkelig information både om værdipapirhandleren selv og om de produkter, der tilbydes. Herunder skal kunden oplyses om de potentielle interessekonflikter, der kan opstå, og om de effektive systemer og kontrolprocedurer, en værdipapirhandler skal have etableret for at imødegå interessekonflikter.

Viden om kunden betyder, at værdipapirhandleren på baggrund af oplysninger fra kunden selv om kundens ekspertise inden for værdipapirhandel, kundens finansielle situation mv. skal vurdere, om en given investering er til gavn for kunden. Hvis det ikke er tilfældet, skal kunden advares, men kan naturligvis alligevel vælge at gennemføre transaktionen. Der er dog også mulighed for at gennemføre transaktioner for kunden uden at foretage en sådan vurdering. Det kræver, at handlen sker på kundens initiativ og ikke vedrører komplekse værdipapirer, samt at kunden er fuldt informeret om situationen.

Best execution drejer sig om, at værdipapirhandleren skal træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det bedst mulige resultat for kunden ved gennemførelsen af handlen. Det gælder ikke blot den pris, der handles til, og de omkostninger, der er forbundet med handlen, men også andre forhold som hurtighed og sikkerhed i gennemførelse og afvikling. Hvis der foreligger en specifik instruks fra kunden, er værdipapirhandleren imidlertid altid forpligtet til at følge denne instruks.

Den nye regulering indeholder også særlige regler til beskyttelse af mindretalsaktionærer i selskaber, hvis papirer handles på regulerede

markeder. Det sker i form af bestemmelser, der skal sikre, at alle aktionærer gives tilstrækkelig tid og information til at træffe investeringsbeslutninger, og at ledelsen varetager aktionærernes interesser.

Værdipapirhandlerne – formidlerne på værdipapirmarkederne

Den nye regulering fastlægger mere ensartede krav til europæiske værdipapirhandlere og medfører betydelige ændringer. Som det allerede fremgår ovenfor, stiller alene bestemmelserne om investorbeskyttelse store krav til måden, hvorpå værdipapirhandlerne skal føre deres forretning.

Værdipapirhandlere er omfattet af et europæisk pas. Det betyder, at de kan tilbyde tjenesteydelser grænseoverskridende enten direkte eller via filialer i andre lande på baggrund af den tilladelse, der er givet i hjemlandet. Det betyder også, at de har ret til på ikke-diskriminerende vilkår at få adgang til regulerede markeder i andre medlemslande enten direkte via en filial eller som fjernmedlemmer. De har endvidere ret til at få adgang til efterhandelsinfrastrukturer i andre lande, herunder clearing- og afviklingssystemer.

Ud over samordnede krav til startkapital, fit-and-proper regler for ejere og ledelse, organisatoriske krav, krav om medlemskab af en godkendt investorgarantiordning, krav om revision mv. stilles der en række helt nye krav, herunder ikke mindst i relation til værdipapirhandlernes medvirken til at skabe gennemsigtighed i værdipapirhandlen.

Værdipapirhandlere, som foretager systematisk internalisering, skal offentliggøre både førhandelsinformation i form af bindende købs- og salgspriser og efterhandelsinformation i form af pris, mængde og tidspunkt for transaktionen. Gennemsigtighedsreglerne gælder kun for likvide aktier, som er optaget til handel på et reguleret marked og kun for handler op til såkaldt "normal markedsstørrelse".

Værdipapirhandlere skal sikre, at de relevante oplysninger om samtlige værdipapirtransaktioner, de har foretaget enten for egen eller for en kundes regning, er tilgængelige i mindst fem år, således at de kan tjekkes af tilsynsmyndigheden.

OMRÅDER DER FORTSAT IKKE ER UNDER FÆLLES REGULERING

Selvregulering og markedsindretning

Med de nye fælles direktiver på værdipapiriområdet er det stadig i høj grad op til den enkelte markedsplads at definere de konkrete rammer for, hvordan handlen skal foregå netop der. Det sker i form af de bestemmelser, der fastlægges lokalt, herunder fx udvidet før- og efterhandelsgennemsigtighed, market-maker ordninger, matchingsystemer og

valg af elektroniske handelsplatforme. Forskellige markedspladser kan derfor stadig tilpasses efter den type handel, man søger at tiltrække, hvilket er et vigtigt led i konkurrencen mellem de forskellige markedspladser.

Produkter og markedsdeltagere uden for fælles regulering

Store dele af værdipapirmarkedene ligger stadig uden for, hvad der EU-reguleres. Det gælder både for produkter og for markedsdeltagere.

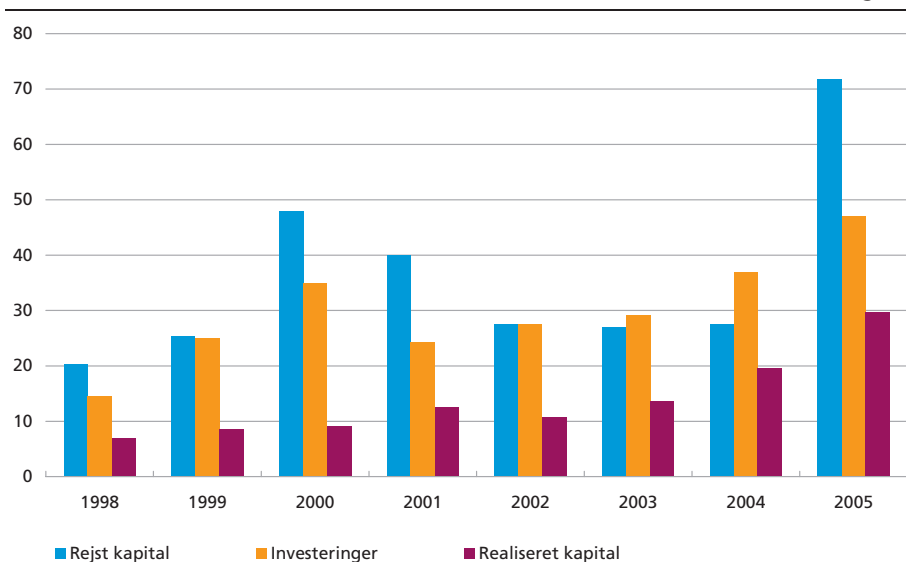
Som omtalt ovenfor gælder de nye regler for markeds gennemsigthed som udgangspunkt kun for handel med aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. Det efterlader muligheder for medlemslandene og de enkelte markedspladser til at udforme egne regler for gennemsigthed for handel med andre værdipapirer, hvad enten det gælder simple produkter som obligationer eller mere avancerede finansielle instrumenter som fx kreditderivater.

En stor mængde aktier er ikke optaget til handel på et reguleret marked, og dermed i vid udstrækning fortsat ikke dækket af fælles regulering. Det gælder aktier og ejerandele, der besiddes af ventureselskaber og private equity-fonde, der i de senere år har spillet en større rolle for de europæiske værdipapirmarkeder. Udviklingen inden for private equity i Europa er illustreret i figur 3.

Hedgefonde har stået for en stærkt stigende del af handelsaktiviteten på de europæiske og internationale værdipapirmarkeder. Mange hedge-

UDVIKLINGEN INDEN FOR EUROPÆISK PRIVATE EQUITY, MIA. EURO

Figur 3



Kilde: Report of the Alternative Investment Expert Group, (European Private Equity Survey. Thompson Financial and PwC), Europa-Kommissionen, juli 2006.

fonde omlægger relativt ofte deres positioner, og væksten i midler, der administreres af hedgefonde, har betydet, at de nu på verdensplan skønnes at forvalte mere end 1.300 mia.dollar. Hedgefonde er ikke omfattet af EU-regulering, hverken som investeringsselskaber eller som investorer.

DET FORTSATTE ARBEJDE MED RAMMERNE FOR DE EUROPÆISKE VÆRDIPAPIRMARKEDER

Det er et bærende princip inden for EU, at der kun bør reguleres på fællesskabsplan, når det er nødvendigt for at nå det endelige mål om et fuldt integreret europæisk værdipapirmarked. Der foregår i øjeblikket arbejde på flere områder med at afdække eventuelle yderligere behov for tiltag på fællesskabsniveau.

Den europæiske finansielle integration er generelt mere fremskreden på engrossiden end på detailsiden. Det gælder også for de europæiske værdipapirmarkeder, hvor en stor del af den nye regulering har fokus på engrossiden. Europa-Kommissionen har fremlagt en såkaldt hvidbog¹, der afstikker de overordnede linjer for EU-arbejdet frem til 2010. Efter gennemførelsen af de mange direktiver i den første finansielle handlingsplan er fokus nu i højere grad på evaluering og tilpasning – det Kommissionen betegner bedre regulering snarere end mere regulering. Endvidere er der kommet fokus på detailsiden. Det giver sig bl.a. udslag i, at investeringsfonde og realkredit er fremhævet som prioriterede områder, og arbejdet hermed er i gang.

CESR har indledt den første del af den erfaringsopsamling, der senere skal danne baggrund for evaluering af de nye regler på værdipapirområdet. Det drejer sig i første omgang om erfaringer med prospektdirektivet.

Kommissionen har endvidere taget initiativ til informationsindsamling fra markeder og markedsdeltagere vedrørende det eventuelt hensigtsmæssige i at udvide de nye gennemsigtighedsregler for aktier til også at omfatte obligationer eller på anden vis etablere fælles gennemsigtighedsregler for obligationer.

En af de største tilbageværende forhindringer for et fuldt integreret værdipapirmarked i Europa ligger i manglen på integration af infrastrukturerne for efterhandel, dvs. fx for clearing og afvikling. I de såkaldte Giovannini-rapporter² identificeredes de største forhindringer på

¹ Hvidbog: *Politikken for finansielle tjenesteydelser 2005-2010*, Europa-Kommissionen, december 2005.

² *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, The Giovannini Group, Brussels, November 2001. *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, The Giovannini Group, Brussels, April 2003. For en oversigt over Europa-Kommissionens initiativer i kølvandet på de to rapporter henvises til Kommissionens hjemmeside:
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/index_en.htm#com

dette område, og der blev anvist en vej til at nedbryde disse forhindringer. På baggrund heraf har Europa-Kommissionen iværksat en lang række initiativer med det formål at nå frem til løsninger på såvel de juridiske som de tekniske og politiske problemer med at gennemføre grænseoverskridende clearing og afvikling på samme vilkår, som det kan ske nationalt, herunder om der er behov for regulering på EU-niveau. Den seneste udmelding fra Kommissionen er kommet i form af en erklæring fra kommissær McCreevy¹, hvori der lægges op til, at der ikke foreløbig tages reguleringsmæssige initiativer fra Kommissionens side. I stedet skal sektoren selv udarbejde løsninger baseret på en såkaldt Code of Conduct², der blev offentliggjort i november 2006 og bl.a. sætter deadlines for konkrete skridt mod tættere integration.

Både for private equity og for hedgefonde har Kommissionen taget initiativ til arbejde, der skal afdække betydningen for den europæiske finansielle sektor og de europæiske værdipapirmarkeder. På begge områder er dette arbejde foreløbig resulteret i rapporter fra ekspertgrupper, og Kommissionen vil arbejde videre bl.a. på baggrund af anbefalingerne i disse rapporter.

Endelig foregår der på andre punkter, som fx corporate governance, et fælleseuropæisk arbejde, alt sammen ud fra den grundlæggende præmis, at der ikke nødvendigvis skal udarbejdes fælles EU-regulering.

¹ Pressemeddelelse af 7. november 2006 fra kommissær McCreevy.

² *European Code of Conduct for clearing and Settlement*, 7 November 2006. Denne code of conduct er undertegnet af den europæiske infrastruktur i form af børser, centrale modparter og værdipapircentraler, herunder OMX Exchanges og Værdipapircentralen.

SEPA – Single Euro Payments Area

Elin Amundsen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING

Den europæiske banksektor arbejder i disse år med at etablere et fælles betalingsområde for betalinger i euro, kaldet SEPA (Single Euro Payments Area). Med SEPA vil der blive indført en række fælleseuropæiske betalingsinstrumenter, som kan bruges af borgere og virksomheder til eurobetalinger i hele Europa. Efter planen vil bankerne begynde at tilbyde deres kunder de nye instrumenter i 2008.

De danske pengeinstitutter har via Finansrådet deltaget i arbejdet med udviklingen af SEPA og planlægger også at udbyde de nye betalingsinstrumenter. Danske borgere og virksomheder vil dermed få mulighed for at benytte betalingsinstrumenterne i SEPA, når de foretager eurobetalinger. Da SEPA kun omhandler betalinger i euro, vil projektet ikke have indflydelse på danske kronebetalinger.

I dag er afviklingen af borgeres og virksomheders betalinger i Europa præget af en høj grad af national fragmentering, trods indførelsen af euroen. Med SEPA bliver det enklere og billigere at foretage grænseoverskridende betalinger i euro, hvilket vil understøtte det indre marked for varer og tjenester i EU. Herudover rummer SEPA potentiale for en række andre effektivitetsgevinster og stordriftsfordele for de europæiske banker og deres kunder.

Inden for SEPA vil der ikke være forskel på at foretage en national og en grænseoverskridende eurobetaling. Forbrugerne vil kunne foretage eurobetalinger til hele Europa fra én bankkonto ved hjælp af ét sæt betalingsinstrumenter lige så enkelt og sikkert, som de i dag foretager nationale betalinger. Virksomheder vil også få gavn af den ensartede håndtering af eurobetalinger og ikke længere være nødsaget til at have konti i flere lande for at afsende og modtage disse betalinger.

I denne artikel beskrives først baggrunden for SEPA. Dernæst gennemgås de væsentligste elementer i SEPA, herunder de nye betalingsinstrumenter, samt projektets organisering og tidsplan. Endvidere omtales kort nogle væsentlige problemstillinger, som er blevet påpeget af Den Europæiske Centralbank, ECB, og Europa-Kommissionen. Dernæst rede-

gøres først for planerne om at udvikle tillægsydelser til betalingsinstrumenterne i SEPA og til sidst for de danske pengeinstitutters arbejde med at indføre disse instrumenter i Danmark.

BAGGRUNDEN FOR SEPA

Betalinger, der involverer borgere og virksomheder, kaldes detailbetalinger.¹ Der kan fx være tale om forbrugeres betalinger for varekøb i forretninger eller på internettet. Denne type betalinger kan foregå ved udveksling af kontanter eller elektronisk via forskellige typer af betalingsinstrumenter. Eksempler på elektroniske betalinger er konto-til-konto overførsler, direkte debitering som fx Betalingsservice i Danmark og kortbetalinger, jf. boks 1.

Indførelsen af den fælles valuta, euroen – først i elektronisk form 1. januar 1999 og siden som sedler og mønter 1. januar 2002 – var som udgangspunkt et væsentligt skridt til realiseringen af et fælles betalingsområde i Europa. Inden for et sådan område er der ikke forskel på at håndtere nationale og grænseoverskridende betalinger, dvs. landegrænser har ingen betydning for betalingsafviklingen. Det gælder både for afsendere (debitorer) og modtagere (kreditorer) af betalinger.

Overgangen til euroen blev dog ikke umiddelbart fulgt af en øget integration af den europæiske detailbetalingsafvikling. Dette kom bl.a. til udtryk ved fortsat høje omkostninger ved udførelse af grænseoverskridende betalinger. En undersøgelse iværksat af Kommissionen viste, at det i 2001 i gennemsnit kostede ca. 24 euro at afvikle en grænseoverskridende konto-til-konto overførsel i EU på 100 euro, jf. figur 1. Der var endvidere ikke tegn på, at disse omkostninger var faldet de foregående år.²

Fra politisk side var det tidligere blevet forsøgt at øge effektiviteten af grænseoverskridende detailbetalinger i Europa. I 1997 vedtog Rådet og Europa-Parlamentet et direktiv om konto-til-konto overførsler over landegrænserne i EU, jf. boks 2. Direktivet fastsatte en række krav til oplysningerne om disse overførsler og deres udførelse. Desuden indeholdt direktivet bestemmelser om kundernes klagemuligheder og krav til kompensation, hvis bankerne ikke levede op til deres forpligtelser.

¹ Modstykket hertil er betalinger mellem banker, kaldet interbankbetalinger. Disse betalinger er som regel væsentlig større end detailbetalinger og afvikles normalt i centralbankernes såkaldte realtidsbruttoafviklingssystemer. Grænseoverskridende interbankbetalinger i euro afvikles typisk i de europæiske centralbankers fælles betalingssystem Target, jf. kapitel 8 i *Betalingsformidling i Danmark*, Danmarks Nationalbank (2005).

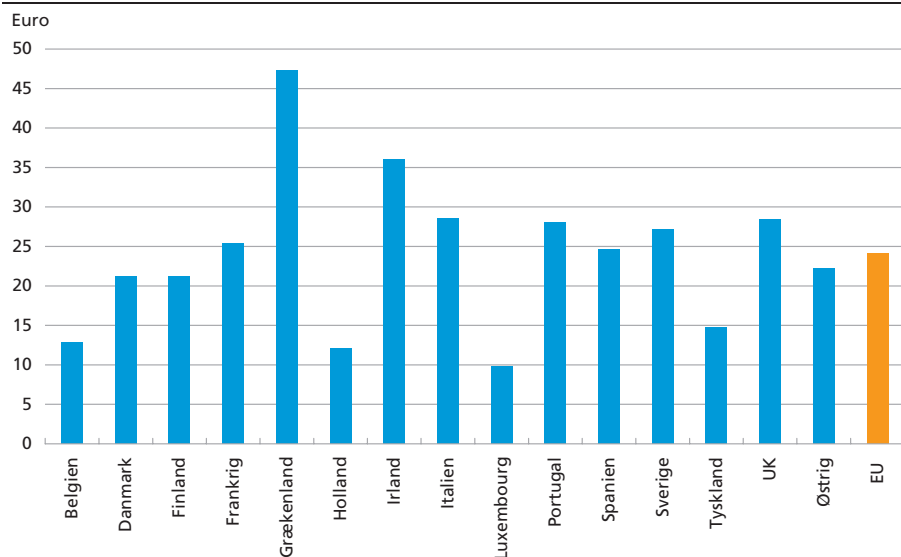
² Ved lignende undersøgelser i 1993 og 1994 blev de gennemsnitlige omkostninger for en grænseoverskridende konto-til-konto overførsel i EU beregnet til henholdsvis knap 24 euro og 25-26 euro, jf. Retail Banking Research (2001).

ELEKTRONISKE DETAILBETALINGER	Boks 1
Når forbrugere foretager deres daglige indkøb af varer og tjenester, skal der overføres penge fra køber til sælger. Sådanne betalinger kaldes detailbetalinger. Kontanter er stadig udbredte til detailbetalinger, men en stor andel af disse betalinger foregår i dag ved elektroniske overførsler som kortbetalinger, konto-til-konto overførsler eller såkaldte direkte debiteringer. Ved en elektronisk detailbetaling for et varekøb skal forbrugers konto debiteres, mens forretningens (kreditors) konto skal krediteres. Den samlede proces fra varekøbet til bogføringen af kundekonti kaldes afviklingen og kræver en velfungerende betalingsinfrastruktur med faste aftaler mellem alle involverede parter. Betalingsinfrastrukturen er en samlet betegnelse for de konti, betalingssystemer og netværk, der indgår, når penge flyttes fra afsenders til modtagers konto. Et <i>betalingskort</i> skal i første omgang udstedes. Udsteder er som regel den bank, hvor forbrugeren har sin konto. Når kortet herefter bruges til et varekøb, skal der overføres penge fra forbrugers til forretningens konto. Krediteringen af kortbetalingen på forretningens konto kaldes indløsning og varetages som regel også af en bank. Der findes forskellige typer af betalingskort, hvoraf de to mest kendte er debetkort og kreditkort. Et debetkort er direkte knyttet til kortholders bankkonto. Når et sådant kort benyttes, hæves beløbet på kontoen typisk den efterfølgende bankdag. Dankortet er et eksempel på et debetkort. Et kreditkort giver i stedet kortholder adgang til kredit, hvis maksimale størrelse og løbetid er nærmere aftalt mellem kortholder og kortudsteder. Ved en <i>konto-til-konto overførsel</i> foretager forbrugeren med en betalingsordre en overførsel fra egen bankkonto til modtagerens bankkonto. En sådan betaling kan foregå via forbrugers webbank eller i en banks filial og kræver, at modtagerens kontonummer er kendt. Når betalingen er foretaget, debiteres forbrugers konto, mens modtagerens konto krediteres. Hvis de to parter ikke har samme bank, foregår udvekslingen af bogføringsoplysninger og beløb mellem de respektive banker via betalingsinfrastrukturen. I forbindelse med en <i>direkte debitering</i> indledes betalingsoverførslen i stedet af modtager på baggrund af en tilladelse fra forbrugeren. Direkte debitering anvendes typisk ved gentagne betalinger som huslejebetalinger, tele- og avisabonnementer, mv. Betalingservice i Danmark er et eksempel på direkte debitering. Ved at tilmelde en regning til Betalingservice giver en forbruger modtager ret til at trække et beløb på forbrugers konto. Inden betalingsdatoen indsender modtager oplysninger til PBS, som sender bogføringsoplysningerne videre til forbrugers og modtagerens pengeinstitutter. Forbrugeren kan frem til den 7. kalenderdag i måneden afvise en betaling. Der er i dag vidt forskellige nationale regler og procedurer for afvikling af betalinger med ovennævnte betalingsinstrumenter. Et af SEPA-projektets vigtigste mål er at harmonisere disse regler og procedurer og dermed fjerne forskellene mellem nationale og grænseoverskridende eurobetalinger.	

Som en konsekvens af de manglende fremskridt vedtog Europa-Parlamentet og Rådet i 2001 en forordning om grænseoverskridende betalinger i euro, jf. boks 2. Forordningen forbyder bankerne at opkræve et

BETALERS OG MODTAGERS SAMLEDE OMKOSTNINGER VED EN GRÆNSEOVERSKRIDENDE EUROBETALING I EU, 2001

Figur 1



Anm.: Data stammer fra en undersøgelse, hvor i alt 1480 grænseoverskridende konto-til-konto overførsler af 100 euro blev sendt fra forskellige bankkonti i de 15 EU-lande.

Kilde: Retail Banking Research (2001).

højere gebyr for en grænseoverskridende betaling i euro end for en tilsvarende indenlandsk betaling. Bestemmelserne i forordningen gælder for korttransaktioner, herunder i hæveautomater, og konto-til-konto overførsler.¹

For de europæiske banker betød forordningen, at det i vid udstrækning blev urentabelt at foretage grænseoverskridende betalinger på vegne af kunder. Det skyldes, at bankerne ikke længere kunne tage et gebyr, som var stort nok til at dække deres reelle udgifter ved disse betalinger.² Forordningen medvirkede hermed til at sætte bankerne under pres for at opbygge den nødvendige betalingsinfrastruktur, der kunne nedbringe omkostningerne ved grænseoverskridende betalinger.

I maj 2002 blev den europæiske banksektor enig om strategien for et projekt, der skulle føre til dannelsen af et fælles detailbetalingsområde i euro – i daglig tale SEPA. Strategien blev beskrevet i en såkaldt hvidbog med titlen "Euroland: Our Single Payments Area"³. I sommeren samme

¹ Kommissionen har for nylig fremlagt dokumentation for, at der er sket et markant fald i omkostningerne ved grænseoverskridende eurobetalinger i Europa. Ifølge Kommissionens egne beregninger udgjorde de gennemsnitlige omkostninger i euroområdet for en grænseoverskridende konto-til-konto overførsel i euro kun ca. 2,5 euro i 2005 (Europa-Kommissionen (2007)).

² I princippet kunne bankerne vælge at opfylde forordningens krav ved at øge gebyrerne på deres nationale eurobetalinger. Ifølge en undersøgelse af Retail Banking Research fra 2005 er der dog ikke tegn på, at dette har været tilfældet, jf. Europa-Kommissionen (2007).

³ Se European Payment Councils hjemmeside (www.europeanpaymentscouncil.eu) under "EPC Documents".

år fastlagde bankerne ledelsesstrukturen i projektet og dannede European Payments Council, EPC, til at varetage opgaven med etableringen af SEPA.

De første par år gik arbejdet med SEPA kun langsomt fremad. Både ECB og Kommissionen udtrykte ved flere lejligheder bekymring for projektet og understregede muligheden for at påtage sig en mere aktiv rolle, hvis der ikke skete større fremdrift.¹ I de seneste år har arbejdet med SEPA dog fulgt den skitserede plan, og de europæiske bankers opbakning til og involvering i projektet har været stigende.

SEPA-PROJEKTET

Målet med SEPA er ikke kun at løse problemerne med grænseoverskridende betalinger, men mere generelt at etablere et fælles detailbetalingsområde, hvor der ikke er forskel på nationale og grænseoverskridende betalinger i euro. Populært sagt skal der for en franskmænd i Lyon ikke være forskel på at foretage en betaling i euro til en landsmand i Nice eller til en tysker i Hamborg. Dette skal gælde uanset typen af betaling (konto-til-konto overførsel, direkte debitering eller kortbetaling).

SEPA-projektet ledes som nævnt af EPC, der omfatter 66 medlemmer i form af europæiske banker og sammenslutninger af banker. Finansrådet er medlem af EPC på vegne af de danske pengeinstitutter. EPCs øverste organ og besluttende myndighed er "Plenary", en bestyrelse, der mødes kvartalsvis. Derudover består EPC af en række arbejdsgrupper, som varetager de tekniske dele af projektet, og et mindre sekretariat.

For at danne et fælles detailbetalingsområde skal de nationale procedurer harmoniseres, så betalinger afvikles efter de samme principper. EPC har indtil nu fokuseret på at fastlægge rammerne for tre betalingsinstrumenter – betalingskort, konto-til-konto overførsler og direkte debitering – der udgør SEPAs grundsten, jf. boks 3. Inden for disse rammer er det op til bankerne at udvikle betalingsprodukter, der kan tilbydes kunderne i forbindelse med deres eurobetalinger.

Ved udviklingen af de fælles betalingsinstrumenter er det også blevet fastlagt, hvilke tekniske standarder betalingsmeddelelserne skal følge. Det er nødvendigt at have ens standarder for at sikre en høj grad af automatisk håndtering i bankerne af deres indbyrdes meddelelser og kundernes betalingsmeddelelser. EPC har besluttet, at betalingsmeddelelserne i SEPA skal basere sig på internationale standarder,² som vil være obligatoriske, når bankerne sender meddelelser til hinanden.

¹ Jf. fx Tumpel-Gugerell (2005).

² De såkaldte UNIFI (ISO 20022) meddelelsesstandarder.

EU-LOVGIVNING FOR DETAILBETALINGER

Boks 2

Direktiv for grænseoverskridende pengeoverførsler (97/5/EF)

Fra politisk side har der i mange år været fokus på betydningen for EUs indre marked af at kunne foretage sikre og billige grænseoverskridende betalinger. I 1990 offentliggjorde Europa-Kommissionen en rapport, der understregede behovet for at forbedre afviklingen af disse betalinger, Europa-Kommissionen (1990). Endvidere vedtog Kommissionen samme år en såkaldt henstilling, dvs. en anbefaling til medlemslandene, om vilkårene ved udførelse af grænseoverskridende finansielle transaktioner i EU.

I 1993 og 1994 blev der på Kommissionens foranledning foretaget to undersøgelser af grænseoverskridende betalinger i EU, som viste, at der ikke var sket væsentlige fremskridt. I lyset heraf fremlagde Kommissionen i 1994 et forslag til et direktiv for grænseoverskridende konto-til-konto overførsler. Efter en række mindre ændringer blev forslaget vedtaget af Europa-Parlamentet og Rådet i januar 1997 som Direktiv 97/5/EF om grænseoverskridende pengeoverførsler.

Formålet med direktivet var at sikre, at grænseoverskridende pengeoverførsler i EU foregik sikkert, billigt og hurtigt. Direktivet fastsatte bl.a. minimumskrav til oplysningerne om og udførelsen af grænseoverskridende pengeoverførsler i EU. Derudover indeholdt direktivet bestemmelser om kundernes klagemuligheder og krav til kompensation, hvis bankerne ikke levede op til deres forpligtelser. Direktivet skulle være implementeret i national lovgivning senest i august 1999.

I 2001 viste en undersøgelse, at der var store problemer med direktivets praktiske efterlevelse, jf. Retail Banking Research (2001) og Europa-Kommissionen (2002). Bestemmelserne om en maksimal afviklingstid på seks dage blev i store træk opfyldt, men ikke direktivets krav til kundeinformation, fordeling af gebyrer samt kundernes krav om rentekompensation ved forsinkede overførsler og tilbagebetaling af ulovlige gebyrer. Derudover viste undersøgelsen, at der ikke var tegn på, at omkostningerne ved grænseoverskridende betalinger var faldet, trods direktivet og indførelsen af euroen.

Forordning om grænseoverskridende betalinger i euro (2560/2001/EF)

I december 2001 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning om grænseoverskridende betalinger i euro (2560/2001/EF). Forordningen forbød bankerne at tage et højere gebyr for grænseoverskridende betalinger i euro end for lignende indenlandske betalinger. Formålet var at nedbringe kundernes omkostninger ved grænseoverskridende betalinger og styrke bankernes incitament til at etablere en infrastruktur for disse betalinger.

Forordningen dækkede betalinger op til 12.500 euro (50.000 euro siden 1. januar 2006) i form af konto-til-konto overførsler, kortbetalinger og transaktioner med hævekort. Ud over ovennævnte bestemmelser indeholdt forordningen krav til information om gebyrer og brug af det internationale bankkontonummer, IBAN, og bankidentifikationskoden, BIC. Derudover fastlagde forordningen, at EU-landene fremover ikke må kræve indberetning til betalingsbalancestatistik for betalinger under 12.500 euro. Forordningen trådte i kraft 1. juli 2002, dog 1. juli 2003 for konto-til-konto overførsler.

Forordningen indeholdt en bestemmelse om, at EU-lande, der ikke er en del af euroområdet, kan lade deres nationale valuta være omfattet af forordningen. Regeringen i Sverige har valgt at gøre brug af denne mulighed for svenske kroner.

Kommissionen planlægger at offentliggøre en evaluering af forordningen og eventuelle forslag til ændringer i midten af 2007, jf. Europa-Kommissionen (2007).

BETALINGSINSTRUMENTER I SEPA

Boks 3

SEPA konto-til-konto overførsler

EPC har defineret et regelsæt for konto-til-konto overførsler i euro. For at opfylde regelsættet skal en konto-til-konto overførsel som minimum (i) afvikles inden for tre bankdage, (ii) indeholde både afsenders og modtagers internationale bankkonto-nummer, IBAN (International Bank Account Number), samt begge bankers bankidentifikationskode, BIC (Bank Identifier Code), (iii) kunne nå alle modtagere i Europa og (iv) ikke indebære, at modtager opkræves et gebyr. Der kan eventuelt blive behov for at ændre regelsættets bestemmelser om antal afviklingsdage, hvis der i det kommende betalingstjenestedirektiv stilles krav om en kortere afviklingstid, jf. boks 4.

SEPA direkte debitering

I Europa findes i dag to forskellige modeller for direkte debitering: (a) En model, hvor debitor giver mandatet til at trække penge på sin konto direkte til kreditor, uden at debtors bank er involveret; og (b) en model, hvor debitor giver mandatet til sin egen bank. Den sidste model svarer til den, der oftest anvendes i Danmark.

EPC har udarbejdet regelsæt for begge modeller i euro, men på nuværende tidspunkt er det kun den første model, kreditormodellen, der er vedtaget i EPCs bestyrelse. For at opfylde EPCs regelsæt skal en direkte debitering som minimum (i) afvikles inden for fem bankdage, for så vidt angår den første betaling, og inden for to dage for efterfølgende betalinger, (ii) indeholde oplysninger om debtors og kreditors IBAN og begge bankers BIC og (iii) kunne nå alle kreditorer i Europa.

Ud over de to modeller, der er beregnet på forbrugere som debitorer, arbejder EPC også på en business-to-business model for direkte debitering, svarende til Leverandør-service i Danmark.

SEPA kortbetalinger

Endelig har EPC også fastlagt de overordnede principper for kortbetalinger i euro. Principperne skal overholdes af alle udstedere og indlødere af betalingskort samt kortoperatører i SEPA. EPCs principper for betalinger med "SEPA-kort" vil bl.a. indebære, (i) at kortholder vil kunne anvende ét og samme betalingskort i hele euroområdet, dog forudsat at forretningen accepterer det pågældende kort, (ii) at der for kortholdere og forretninger ikke vil være forskel på den praktiske håndtering af SEPA-kort, uanset hvor i euroområdet kortet anvendes, og (iii) at kortoperatører vil kunne tilbyde deres ydelser og konkurrere om kunder i hele euroområdet.

De fælles betalingsinstrumenter i SEPA kræver også i en vis udstrækning, at lovgivningen for detailbetalinger er ens i de enkelte lande. Det gælder i særlig grad for direkte debiteringer. For at understøtte SEPA og mere generelt udviklingen af det indre marked for betalingstjenester fremsatte Kommissionen i december 2005 forslag til et direktiv for betalingstjenester i EU, jf. boks 4. Forslaget blev i 2006 behandlet i Rådet og Europa-Parlamentet, hvor drøftelserne er fortsat i 2007.

De fleste europæiske lande har i dag deres egne systemer til afvikling af detailbetalinger. Med indførelsen af de fælles betalingsinstrumenter i

BETALINGSTJENESTEDIREKTIVET

Boks 4

Europa-Kommissionen offentliggjorde i december 2005 et forslag til et direktiv for betalingstjenester i EU. Et væsentligt formål med direktivet er at understøtte SEPA ved at harmonisere EU-landenes lovgivning for detailbetalinger. Direktivet er dog ikke blot møntet på eurobetalinger, men vil også dække betalingstjenester i andre EU-valutaer, fx betalinger i Danmark i danske kroner.

Ifølge Kommissionens forslag skal der være tale om et såkaldt totalharmoniseringsdirektiv, dvs. de nationale love i EU-landene må ikke afvige fra direktivet. Direktivforslaget er inddelt i fire hovedafsnit: (i) Et afsnit om direktivets rækkevidde, (ii) et afsnit om adgangen til at udbyde betalingstjenester, (iii) et afsnit med informationskrav, og (iv) et afsnit om de generelle aftalevilkår ved udførelse af betalingstjenester.

For så vidt angår *rækkevidden*, vil direktivet regulere forskellige typer af detailbetalinger, herunder konto-til-konto overførsler, direkte debitering og kortbetalinger. Desuden vil betalinger med mere moderne betalingsmidler, fx e-pengeprodukter¹ og mobiltelefoner, være omfattet af direktivet. Direktivets rækkevidde har været genstand for intense drøftelser i forbindelse med medlemslandenes behandling af Kommissionens forslag og er fortsat ikke endeligt afklaret.

I direktivforslagets afsnit om *adgangen til at udbyde betalingstjenester* lægger Kommissionen op til at indføre en ny type betalingsformidlere i EU-lovgivningen, kaldet betalingsinstitutter. Disse institutter vil på baggrund af en godkendelse hos hjemlandets tilsynsmyndighed kunne udbyde betalingstjenester i hele EU, dvs. have et såkaldt europæisk pas. Eksempler på betalingsinstitutter kan være udstedere og indlødere af betalingskort med bred anvendelse som PBS i Danmark eller virksomheder, der udfører pengeoverførsel som Western Union og Moneygram og teleselskaber.

Direktivforslagets *Informationskrav* og *generelle aftalevilkår* vil gælde for alle typer af betalingsformidlere, dvs. ud over betalingsinstitutter også banker (kreditinstitutter) og e-pengeinstitutter¹. Blandt aftalevilkårene, der indgår i direktivforslaget, er regler for ændringer og ophør af betalingskontrakter, fx en aftale om brug af et betalingskort, fordelingen af tab ved misbrug af et betalingsinstrument, annullering af betalingsordrer, antal afviklingsdage, valørdage, gebyrer og ansvar for betalingens gennemførelse.

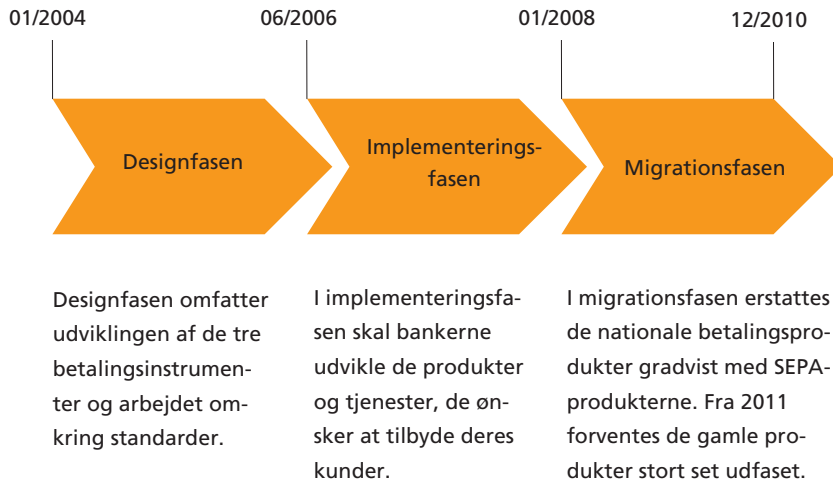
Kommissionens forslag er i 2006 blevet behandlet i Europa-Parlamentet og Rådet, hvor drøftelserne er fortsat i 2007. I forhold til betalingsinstrumenterne i SEPA har bestemmelserne i direktivet især betydning for direkte debitering. I lyset af tidsplanen for SEPA er det afgørende, at betalingstjenestedirektivet – eller som minimum de relevante dele – vedtages snarest muligt. På mødet i Ecofin-rådet 10. oktober 2006 understregede ministrene vigtigheden af en hurtig vedtagelse af betalingstjenestedirektivet af hensyn til SEPA.

¹ E-penge – eller elektroniske penge – er midler, som er lagret på et elektronisk medium, fx et chipkort eller en computer. Udstedelse af e-penge i EU er reguleret ved Direktiv 2000/46/EF om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af e-penge og tilsyn med en sådan virksomhed (e-pengedirektivet). Direktivet introducerede en ny type finansielle institutter i EU, kaldet e-pengeinstitutter, der er underlagt mere restriktive aktivitetsbegrænsninger og andre tilsynskrav end traditionelle kreditinstitutter.

SEPA bliver det muligt at harmonisere betalingsafviklingen på tværs af landegrænserne. Hermed er der skabt grundlag for en integration, herunder en vis konsolidering, af detailbetalingsinfrastrukturen i Europa. EPC har valgt kun at definere de overordnede rammer for denne infra-

TIDSPLANEN FOR SEPA

Figur 2



Kilde: ECB (2006a).

struktur og overlade det til markeds kræfterne at bestemme udviklingen. Den europæiske afviklingsindustri arbejder i øjeblikket med forskellige planer for den fremtidige betalingsafvikling i SEPA.¹

SEPA-projektet er inddelt i en række faser, jf. figur 2. Designfasen, der har været koncentreret om at fastlægge principperne for de tre betalingsinstrumenter i SEPA, blev afsluttet i 2006. Projektet er nu i implementeringsfasen, hvor bankerne udvikler de nye produkter, som opfylder kravene til betalingsinstrumenterne i SEPA. Ifølge tidsplanen overgår projektet fra begyndelsen af 2008 til migrationsfasen, hvor de nationale betalingsprodukter gradvis erstattes af de nye produkter. Fra 2011 forventes de gamle betalingsprodukter stort set at være udfaset.

Problemstillinger

ECB og Kommissionen har i løbet af 2005 og 2006 udtrykt bekymring for udviklingen i projektet. Det skyldes, at projektet overvejende har koncentreret sig om grænseoverskridende eurobetalinger. ECB og Kommissionen frygter derfor, at projektet resulterer i et "mini-SEPA", der kun harmoniserer grænseoverskridende betalinger, mens nationale betalinger forbliver som i dag.

Både ECB og Kommissionen finder endvidere, at udviklingen inden for betalingskort går i en forkert retning. Det var tidligere visionen, at

¹ Fx har European Automated Clearing House Association (EACHA), der er den europæiske brancheorganisation for centraler, der afvikler detailbetalinger (fx PBS i Danmark), defineret procedurer, der skal sikre, at centralerne kan sende meddelelser til hinanden (såkaldt interoperabilitet). Tilsvarende har Euro Banking Association (EBA) udviklet det første europæiske betalingssystem, der kan nå alle modtagere i Europa, kaldet STEP2, jf. Danmarks Nationalbank (2005).

europæerne ville få ét fælles debetkort, som kunne anvendes overalt i Europa. Dette har vist sig at være kompliceret, og ECB og Kommissionen frygter nu, at de velfungerende nationale betalingskort forsvinder og i stedet erstattes af de internationale betalingskort fra VISA og MasterCard, der dermed bliver enerådende på dette område.¹

Årsagen til denne udvikling er, at der er høje omkostninger for de nationale betalingskort ved at opfylde de principper for betalingskort i SEPA, som EPC har defineret, jf. boks 3. Da betalingsinfrastrukturen til afvikling af nationale kortbetalinger ofte er mere effektiv end infrastrukturen til afvikling af internationale kortbetalinger, kan en overgang til de internationale kort medføre, at det i fremtiden bliver dyrere for forretningerne at tage imod kortbetalinger. Forbrugerne vil i mange tilfælde komme til at bære denne udgift, da forretningerne ofte enten vil overvælte omkostningen på varepriserne eller ophøre med at modtage betaling med kort.

Der foregår også en diskussion af direkte debitering, da den samme model ikke foretrækkes i alle de deltagende lande. Den model, der er vedtaget i EPC, er kreditormodellen, hvor debtors bank ikke er direkte involveret i mandathåndteringen, jf. boks 3. I lande som Danmark, hvor mandatet i dag gives til egen bank, har der været et ønske om at kunne fortsætte med denne model i SEPA. ECB har derfor bedt EPC om at udvikle regelsæt for begge modeller for direkte debitering.

Det er fortsat uafklaret, hvilken model der skal anvendes, herunder om bankerne bliver påkrævet at tilbyde begge direkte debiteringsmodeller. Endvidere har det øget usikkerheden om direkte debitering i SEPA, at betalingstjenestedirektivet ikke er vedtaget. Det bevirker, at bankerne i øjeblikket tøver med at implementere dette instrument, og der er rejst tvivl om, hvorvidt tidsplanen kan holde, for så vidt angår direkte debitering.²

Kommissionen og ECB har også anført, at brugerne ikke har været nok involveret i processen, og at det kan betyde, at de nye betalingsinstrumenter ikke lever op til brugernes ønsker. Det kan i sidste ende få konsekvenser for udbredelsen af disse instrumenter. Gennemsigtighed og fortsat udvikling af SEPA-produkterne er blevet fremhævet som vigtige faktorer for projektets succes.³

TILLÆGSYDELSER I SEPA

SEPA-projektet kan overordnet opdeles i to dele. Første del har været at danne grundstenene i SEPA – betalingsinstrumenter, infrastruktur, stan-

¹ Jf. ECB (2006b). I Belgien og Finland har bankerne således valgt at udfase deres nationale betalingskort og i stedet anvende MasterCards debetkort, Maestro.

² Jf. interview med Gerard Hartsink, formand for EPC, i tidsskriftet SPEED, Vol. 1, No. 3, Winter 2006/07.

³ Jf. ECB (2006c) og Europa-Kommissionen (2006).

E-FAKTURERING OG E-BOGFØRING	Boks 5
E-fakturerings, på engelsk e-invoicing, tilbydes i dag til mange virksomheder specielt i de nordiske og baltiske lande. I stedet for at modtage regninger i papirform modtager kunden regningen elektronisk i sin webbank. Når kunden accepterer regningen, dannes der automatisk en betalingsinstruktion med al nødvendig information om kreditor og debitor. E-fakturering kan, kombineret med konto-til-konto overførsler, i princippet erstatte direkte debitering. En anden tillægsydelse er e-bogføring, på engelsk e-reconciliation, af betalte regninger. Denne ydelse tilbydes også til virksomheder i dag. Når debitor har betalt regningen sammenlignes informationen fra regningen med debtors betaling, og virksomhedens bogføringssystemer opdateres automatisk.	

darder og det juridiske grundlag. Anden del er at anvende betalingsinstrumenterne fuldt elektronisk¹ og kombinere betalinger med såkaldte tillægsydelser.

Bankerne tilbyder ofte kunderne tillægsydelser ud over selve betalingsinstrumenterne. Tillægsydelser omfatter en bred vifte af ydelser og kan i princippet leveres af både banker og udbydere af betalingstjenester som fx PBS i Danmark. Formålet med tillægsydelser er at simplificere processen før og efter selve betalingen for kunden. De mest kendte er e-fakturering og e-bogføring, jf. boks 5.

Tillægsydelser håndteres i EPC som led i arbejdet med såkaldte additional optional services, AOS. Ud over tillægsydelserne omfatter AOS også forbedringer til regelsættene for betalingsinstrumenterne, hvilket fx kan være kortere afviklingstid for konto-til-konto overførsler. Euro Banking Association, EBA, har bl.a. udviklet et "priority payments" produkt, der gør det muligt for kunder at afvikle konto-til-konto overførsler inden for samme bankdag.

EPC har med udviklingen af betalingsinstrumenterne i SEPA fokuseret på bank-til-bank forholdet med det formål at sikre såkaldt straight-through-processing af eurobetalinger mellem bankerne. Tillægsydelserne omhandler forholdet mellem bank og kunde og vil, når de kombineres med elektroniske betalinger, eliminere papir og kontanter i betalingshåndteringen, hvilket kan medføre store økonomiske gevinster.

SEPA I DANMARK

EPC afgrænser SEPA til at dække eurobetalinger i EØS-landene² og Schweiz. For de danske pengeinstitutter skal alle grænseoverskridende

¹ Fuldt elektroniske betalinger er betalinger, hvor der ikke indgår papir i processen. Det kan fx være en kortbetaling, der anvender chip og PIN-kode.

² EØS omfatter EU, Island, Liechtenstein og Norge.

eurobetalinger med SEPA-producter opfylde de standarder, EPC har defineret. Finansrådet varetager som de danske pengeinstitutters interesseorganisation rollen som koordinator for den danske SEPA-implementering.

Finansrådet har nedsat en arbejdsgruppe, der undersøger, hvordan de danske eurobetalingsinstrumenter kan opfylde SEPA-kravene, og hvordan afviklingen skal foregå, så alle potentielle modtagere nås. Finansrådet planlægger på baggrund af dette arbejde at udsende en vejledning til de danske pengeinstitutter i løbet af foråret. Denne vejledning vil bl.a. specificere, hvad der bliver fælles sektortiltag, og hvad der bliver op til det enkelte pengeinstitut at tage beslutning om i forbindelse med SEPA.

En af de danske sektorbeslutninger er, at det ikke bliver et krav at benytte det internationale bankkontonummer IBAN i den indenlandske betalingsformidling, hvilket er tilfældet i SEPA, jf. boks 3. Nogle danske pengeinstitutter overvejer at tilbyde deres kunder at benytte IBAN i betalingsordrer. Pengeinstitutterne vil så sørge for at oversætte IBAN til det danske kontonummer, der bruges i den indenlandske betalingsafvikling.

Eurodetailbetalinger i Danmark indgår i dag i den dokumentløse clearing og afvikles via Sumclearingen i euro.¹ Et af kravene i SEPA er som nævnt, at der skal benyttes særlige standarder ved meddelelser mellem bankerne. Disse standarder anvendes i dag ikke i den dokumentløse clearing, og de danske pengeinstitutter har besluttet, at betalinger med instrumenterne i SEPA ikke skal videreformidles via den indenlandske betalingsinfrastruktur.

Grundlæggende bliver det op til det enkelte pengeinstitut selv at beslutte, hvordan det ønsker at afvikle eurobetalinger udført med SEPA-betalingsinstrumenter. I øjeblikket er det kun EBA, der har annonceret at ville tilbyde et betalingssystem, der kan nå alle modtagere i Europa, det såkaldte STEP2. Danske pengeinstitutter kan vælge mellem at tilslutte sig STEP2 som enten direkte eller indirekte medlem. Alternativt kan pengeinstitutterne vælge at overdrage afviklingen af deres eurobetalinger til et andet pengeinstitut, der er tilsluttet STEP2.

De danske kronebetalinger ændres isoleret set ikke med SEPA, og for brugerne vil derfor ikke mærke forskel, når de foretager deres daglige betalinger. For forbrugere og virksomheder med grænseoverskridende eurobetalinger vil SEPA dog medføre, at afviklingen bliver lettere og hurtigere i forhold til i dag.

¹ For en gennemgang af den dokumentløse clearing og Sumclearingen henvises til *Betalingsformidling i Danmark*, Danmarks Nationalbank (2005), kapitel 6.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank (2005), *Betalingsformidling i Danmark*, 2005.

ECB (2006a), The Single Euro Payments Area (SEPA) – an integrated retail payments market, 2006.

ECB (2006b), The Eurosystem's view of a "SEPA for cards", November 2006.

ECB (2006c), Towards a single euro payments area – fourth progress report, February 2006.

EPC (2002), *Euroland: Our Single Payments Area*, May 2002.

Europa-Kommissionen (1990), Discussion paper – making payments in the Internal Market, September 1990.

Europa-Kommissionen (2002), Report from the Commission to the European Parliament and to the Council on the application of Directive 97/5/EC on cross-border credit transfers, November 2002.

Europa-Kommissionen (2006), Consultative paper on SEPA Incentives, February 2006.

Europa-Kommissionen (2007), Commission Staff Working Document addressed to the European Parliament and to the Council on the impact of Regulation (EC) No. 2560/2001 on bank charges for national payments, January 2007.

Retail Banking Research (2001), Study on the verification of a Common and Coherent Application of Directive 97/5/EC on Cross-Border Credit Transfers in the 15 Member States - Transfer exercise, September 2001.

Retail Banking Research (2005), Study of the impact of Regulation 2560/2001 on bank charges for national payments, September 2005.

Tumpel-Gugerell, G. (2005), SEPA: Making the dream become a reality, tale afholdt 15. november 2005, EU/US Retail Banking Forum, Bruxelles.

Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 6. december 2006

Tak for invitationen til at tale her ved Finansrådets årsmøde.

Dansk økonomi er fortsat præget af højkonjunktur, og der er ikke tegn på, at den umiddelbart er ved at klinge af.

Opsvinget begyndte i midten af 2003 og er siden taget til i styrke. Opsvinget blev oprindeligt understøttet af indkomstskattelettelser og er gradvist blevet forstærket af en bemærkelsesværdig fremgang i den internationale økonomi. I dette billede har Europa generelt været bag efter resten af verden, men nu hvor væksten i den amerikanske økonomi synes at aftage, stiger aktiviteten blandt vore vigtigste handelspartnere i Europa. Fremgangen i dansk økonomi har medført et fald i arbejdsløsheden, som ikke er set lavere siden oliekrisen ramte os i 1970'erne.

Det hører med, at i modsætning til tidligere opsving er betalingsbalancen fortsat stærk, og overskuddet på de offentlige finanser har et solidt strukturelt fundament.

Billedet af den danske økonomi kan imidlertid ikke tegnes fuldstændigt, uden at der peges på de foreliggende risici. De globale ubalancer er fortsat iøjnefaldende med det enorme amerikanske betalingsbalanceunderskud som det dominerende træk. Det er stadig den overvejende opfattelse, at ubalancerne vil rette sig over tid. Den amerikanske økonomi er på vej ned i tempo som følge af et vigende boligmarked. Risikoen for mere abrupte tilpasninger kan dog ikke udelukkes.

Faresignalerne for den danske økonomi kommer imidlertid indefra. Udviklingen afhænger af, hvorledes vi selv håndterer situationen. Vi har her i landet gennem lang tid haft lav inflation og moderate lønstigninger. Det er et fænomen, som vi deler med mange andre lande, og som blandt andet er resultatet af en voksende erkendelse af de gunstige virkninger for samfundsøkonomien af en lav inflation.

Den lave arbejdsløshed i kombination med en fortsat robust stigning i efterspørgslen efter danske varer indebærer en risiko for, at presset på arbejdsmarkedet slår igennem som højere inflation. Det er velkendt, at dette senere kan føre til større arbejdsløshed. Selv om det ikke anses for det mest sandsynlige forløb, er risikoen for en skadelig overophedning af økonomien voksende. Det er baggrunden for, at Nationalbanken har anbefalet – og fortsat anbefaler – at der sker en begrænsning af den

samlede stigning i efterspørgslen som en foranstaltning, der skal skabe større sikkerhed for en fortsat gunstig udvikling i den danske økonomi.

Vi har i Nationalbanken noteret os, at regeringen har valgt at se tiden an.

Det kritiske omdrejningspunkt i de kommende år er som nævnt arbejdsmarkedet. Befolkningen i de mest erhvervsaktive grupper falder og sætter grænser for væksten i arbejdsstyrken. Beskæftigelsen vil efter alt at dømme stort set blive uændret i modsætning til de foregående år, hvor der har været tale om en fremgang på 70.000, siden opsvinget tog sin begyndelse i 2003.

Det fortsatte opsving vil blive dæmpet af manglen på arbejdskraft.

Vi har i år set tiltagende lønstigninger, og det indenlandske prispres har været gradvist stigende. Det er uvist, hvor meget tilpasningsprocessen i sidste ende vil slå igennem på inflationen.

Boligmarkedet tiltrækker sig med rette stor opmærksomhed. Vi har set meget stærke prisstigninger på fast ejendom, ikke mindst i Hovedstadsområdet. De seneste tal tyder på, at prisstigningerne fortsætter, men i afdæmpet tempo. I nogle af de dyreste områder er der spredte tegn på svagt vigende priser, og det er blevet mere udbredt at give afslag i forhold til den udbudte pris.

En af de vigtigste faktorer bag de stigende boligpriser har været den lave rente.

I 1998 var 80 pct. af husholdningernes samlede lån i penge- og realkreditinstitutterne til fast rente. Det tal er nu faldet til 40 pct. Det er således over halvdelen af de udestående lån, der har rentetilpasning eller helt variabel rente, og låntagerne må se frem til en højere ydelse på deres lån i 2007 som følge af stigningen i den korte rente det seneste års tid.

Tager man hensyn til, at husholdningerne også har renteindtægter, vil husholdningernes nettorenteudgifter efter skat stige med lidt mere end 2 mia.kr. eller 0,3 pct. af forbruget.

Det er især ved at påvirke den tidsmæssige placering af forbrug og investeringer, at renten påvirker aktiviteten.

Selv om renten er steget, er realrenten efter skat fortsat meget lav – ikke meget over 1 pct. for de fleste. Renteniveauet har derfor fortsat en ekspansiv virkning på dansk økonomi.

Fremgangen i økonomien afspejler sig også i det finansielle system. Bankernes balancer vokser stærkt. Der er samtidig rekordhøje overskud, mangel på arbejdskraft, stigende løn og store bonusbetalinger.

Pengeinstitutternes udlån vokser med godt 20 pct. år-til-år. Sammenligningen i pengeinstitutternes udlån på erhverv og husholdninger følger et velkendt mønster. Udlån til husholdninger kommer først i et

forbrugsdrevet opsving, og væksten heri har været tocifret siden 2004. Pengeinstitutterne er gået stærkt ind i boligfinansiering med såkaldte prioritetslån. Herudover har mange husholdninger – godt understøttet af en række pengeinstitutters markedsføring – fået større risikoappetit. Udlån til erhverv kommer senere i et opsving, når virksomhedernes investeringer ikke længere kan finansieres af egne midler. Væksten i erhvervsudlånene blev tocifret i slutningen af 2004 og er nu oppe på 20 pct. år-til-år.

Den høje stigningstakt i udlånene er et gennemsnitstal for alle pengeinstitutter. Spredningen mellem institutterne er betydelig. I nogle pengeinstitutter stiger udlånene med mere end 50 pct. år-til-år.

Den stærke udlånsvækst ses tydeligt i pengeinstitutternes balance-sammensætning. Forskellen mellem pengeinstitutternes udlån og indlån er vokset markant i de seneste år. De samlede udlån overstiger nu de samlede indlån med et trecifret milliardbeløb. Hermed er pengeinstitutterne i stigende grad blevet afhængige af finansiering på de finansielle markeder i form af pengemarkedslån hos andre banker og udstedelse af værdipapirer, nationalt som internationalt. Samtidig bliver det vigtigt for det enkelte pengeinstitut at opretholde adgangen til disse finansieringskilder. Kilderne er mere følsomme end traditionelle indlån over for ændringer i markedsvilkårene og vurderingen af instituttets egen økonomiske tilstand. Det kan øge pengeinstitutternes sårbarhed.

Økonomi- og erhvervsministeren er ved at lægge sidste hånd på et lovforslag, som giver pengeinstitutter adgang til at udstede særligt dækkede obligationer (SDO) på lige fod med realkreditinstitutterne. Hvorfor er det nu nødvendigt at ændre på det danske system med finansiering af fast ejendom gennem realkreditinstitutterne? Realkredit er et velfungerende og stabilt system, som har givet ejere af fast ejendom adgang til finansiering på kapitalmarkedsvilkår med en gennemsigtig omkostningsstruktur.

Lad mig sige det lige ud. Ændringen er kommet til os udefra og har også positive elementer. Den skærper konkurrencen mellem de danske finansielle institutter og giver danske institutter adgang til at arbejde på samme vilkår som udenlandske kreditinstitutter. Man skal også holde sig for øje, at lovændringen ikke vil føre til en stor omvæltning af dansk boligfinansiering fra den ene dag til den anden. Der er allerede sket meget i de seneste par år. Her tænker jeg på, at pengeinstitutterne med stor succes har introduceret de såkaldte prioritetslån. Set i det perspektiv kan SDOer udstedt af pengeinstitutter fremme den finansielle stabilitet som en stabil finansieringskilde til udlån mod pant i fast ejendom, og dermed dække det store indlånsunderskud på en mere tilfredsstillende vis.

Når SDO-lovgivningen laves om, så foretrækker Nationalbanken en robust og en enkel model. Der er fra pengeinstitutternes side rejst ønske om en ophævelse af de nuværende begrænsninger i afdragsprofiler og løbetider. Det kan vi tilslutte os, da vi samtidig foreslår, at lånegrænsen for boliglån nedsættes til 70 pct. af boligens værdi. Hermed bliver det også lettere for institutterne at overholde det løbende krav om, at et lån baseret på særligt dækkede obligationer aldrig må overstige 80 pct. af pantets værdi i hele lånets løbetid. Skulle der være tale om en mindre stramning heri, er det ikke utilsigtet.

I forbindelse med arbejdet med SDO er der nedsat to udvalg, som ser på henholdsvis balanceprincippet og såkaldt fælles funding. Nationalbanken er indstillet på, at det danske balanceprincip tilpasses og gøres mere fleksibelt, således at det er bedre i overensstemmelse med moderne risikostyringsmetoder. I den forbindelse er det vigtigt, at et nyt balanceprincip giver samme sikkerhed som det eksisterende system.

Fælles funding optager mange af de tilstedeværende. Det er et markedsmæssigt vilkår, at udstedelse af obligationer til fordelagtige priser kræver stort volumen. Samtidig er det Finansrådets ønske: "at kunden under hele kundeforholdet oplever, at det er pengeinstituttet, der står som kreditor for lånet og dermed er kundens bankforbindelse, selv om pengeinstituttet reelt blot forvalter lånet på vegne af fundingselskabet".

Jeg kan forstå, at det er vigtigt for den enkelte bank, at beslutningerne kan træffes lokalt ved skranken. Det står mig derimod ikke ganske klart, hvor meget man behøver at ændre på grundlæggende juridiske principper for at opnå denne situation. Allerede i dag formidler bankerne jo forretninger på vegne af andre juridiske enheder så som investeringsforeninger, forsikringselskaber mv. Nuvel, om ønsket i sidste ende kan opfyldes, vil være Justitsministeriets opgave at vurdere.

Det er Nationalbankens vurdering, at det danske banksystem er robust i dag. Indtjeningen er særdeles god, og stødpuderne er store, men aftagende. For pengeinstitutternes under ét er stødpuderne i forhold til lovens minimumskrav til kapital faldet gennem 3 år fra 7,5 pct. af udlån og garantier til 4 pct.

Reguleringen af de danske pengeinstitutter undergår store forandringer i disse år. Først blev regnskabsreglerne ændret, så der alene kan foretages nedskrivninger på udlån ud fra en objektiv vurdering af værdien. Der kan ikke længere foretages hensættelser baseret på et forsigtighedsprincip. I 2007 træder de nye kapitaldækningsregler i kraft. Solvensen for et kreditinstitut vil nu blive opgjort med risikovægte, som svarer bedre til den faktiske risiko i porteføljen. Det lovmæssige kapitalkrav bliver mindre i kroner og øre, men vil desuden svinge mere.

Jeg vil gerne understrege, at ændringerne i regnskabsregler og kapitaldækningsregler betyder, at lovgivningen ikke i samme omfang som før automatisk skaber reserver i kreditinstitutterne. Ansvarer ligger nu i høj grad på ledelsen, og det er en særdeles vigtig ledelsesopgave at få etableret en tilstrækkelig stødpude ved fastlæggelsen af solvensen for det enkelte institut.

Jeg vil gerne slutte af med at sige, at vi i Nationalbanken glæder os over fremgangen i den finansielle sektor, som er et spejlbillede af den gode danske økonomi. Og jeg vil på Nationalbankens vegne sige tak for det gode samarbejde.

Udgivne Working Papers

- Seasonal adjustment of Danish financial time series
using the X-12-ARIMA procedure
af Charlotte Franck Fæste og Mette Kramer Pedersen 2006 • 44
- Monetære udviklingstendenser og konjunkturcykler
i Danmark siden 1875
af Kim Abildgren 2006 • 43
- What drives financial markets? Real-time macroeconomic
indicators
af Jakob Lage Hansen 2006 • 42
- Brug af kontanter i Danmark
af Maria Carlsen og Johanne Dinesen Riishøj 2006 • 41
- Risk and return in the bond markets – past developments
and future prospects
af Allan Bødskov Andersen og Jakob Lage Hansen 2006 • 40
- Price Setting Behaviour in Denmark. A Study of CPI
Micro Data 1997-2005 June 2006
af Bo William Hansen og Niels Lynggård Hansen 2006 • 39
- Identifying monetary policy in a small open economy
under fixed exchange rates
af Niels C. Beier og Peter Ejler Storgaard 2006 • 38
- En opgørelse af boligformuen
af Jan Overgaard Olesen og Erik Haller Pedersen 2006 • 37
- A risk index for euro-denominated assets
af Jakob Lage Hansen 2006 • 36

Danmarks Nationalbank's operating costs and number
of employees in an international comparison
af Erik Haller Pedersen 2006 • 35

Et input-output baseret mål for underliggende
indenlandsk inflation i Danmark 1903-2002
af Kim Abildgren 2006 • 34

Pressemeddelelser

DEN 7. DECEMBER 2006: RENTEFORHØJELSE

Diskontoen og foliorenten forhøjes med 0,25 pct. til 3,50 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 pct. til 3,75 pct. Forhøjelsen har virkning fra 8. december 2006.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet minimumsbudrenten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 pct. til 3,50 pct.

DEN 20. JANUAR 2007: TO KUNSTNERE GÅR VIDERE MED SEDDELDESIGN

Nationalbanken har bedt kunstnerne Kaspar Bonnén og Karin Birgitte Lund om hver især at viderebearbejde deres idéoplæg til en ny dansk seddelserie. De er valgt blandt de otte idéoplæg, som blev offentliggjort den 11. januar i Nationalbanken. På baggrund af de bearbejdede oplæg vil Nationalbanken foretage en endelig vurdering af, hvilket af de to oplæg der bedst egner sig til nyt dansk seddeldesign.

Idéoplæggene fra Kaspar Bonnén og Karin Birgitte Lund rummer begge et stort potentiale men kan ikke anvendes i deres nuværende form. De to kunstnere skal derfor i perioden frem til 1. maj 2007 bearbejde deres idéoplæg.

Nationalbanken vil umiddelbart herefter offentliggøre, hvem af de to der udvælges som kunstner til den nye danske seddelserie.

De otte idéoplæg kan ses i Nationalbankens forhal på alle hverdage mellem kl. 9.00 og 16.00 frem til den 2. februar.

Tabelafsnit

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

Kilde- og signaturforklaring

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

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

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 16. februar 2007.

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

RENTER OG AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente		Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100	
2002	2,75	2,95	2,75	2002	3,00	4,45	5,47	199,49
2003	2,00	2,15	2,00	2003	2,16	4,46	5,45	244,35
2004	2,00	2,15	2,00	2004	2,16	3,87	5,07	286,66
2005	2,25	2,40	2,25	2005	2,46	3,30	4,39	393,52
2006	3,50	3,75	3,50	2006	3,81	3,95	5,24	441,48
2006 9. jun ...	2,75	3,00	2,75	jul 06	3,22	3,97	5,35	369,29
4. aug ..	3,00	3,25	3,00	aug 06	3,33	3,83	5,27	390,57
6. okt ...	3,25	3,50	3,25	sep 06	3,46	3,67	5,18	403,39
8. dec...	3,50	3,75	3,50	okt 06	3,61	3,86	5,22	418,92
				nov 06	3,71	3,74	5,19	424,33
				dec 06	3,81	3,95	5,24	441,48
2007 16. feb ...	3,50	3,75	3,50	jan 07	3,90	4,06	5,28	462,84

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			Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
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
aug 06	180,0	56,5	55,1	156,4	16,1	121,6	50,8
sep 06	180,2	56,4	66,6	157,5	14,2	130,7	41,0
okt 06	179,5	56,8	64,8	153,8	19,9	131,2	42,5
nov 06	180,2	57,8	83,9	147,4	3,7	131,1	20,1
dec 06	171,8	59,8	71,5	163,2	9,0	153,7	18,4
jan 07	173,7	57,6	69,7	167,5	21,0	160,4	28,1

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			National- bankens netto- valuta- køb	National- bankens netto- obliga- tionskøb	Andre faktorer	Penge- og real- kreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Inden- landsk brutto- finansie- rings- behov	Salg af inden- landske stats- papirer	Likvi- ditets- påvirk- ning				Ændring	Ultimo
Mia.kr.								
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
2006	-14,5	16,2	-30,6	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	...
aug 06	-24,2	-3,6	-20,7	-0,8	0,7	0,1	-20,6	50,8
sep 06	-6,2	5,3	-11,5	0,1	1,5	0,0	-9,8	41,0
okt 06	5,8	4,6	1,1	0,0	0,7	-0,4	1,5	42,5
nov 06	-20,5	-1,1	-19,4	0,3	-1,7	-1,6	-22,4	20,1
dec 06	-1,9	-5,9	4,0	0,1	-5,2	-0,6	-1,7	18,4
jan 07	5,5	3,1	2,4	...	...	...	...	28,1

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo	Mia.kr.							
2002	3.198,5	79,9	1.944,6	142,8	36,5	723,3	1.125,9	-66,8
2003	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
2004	3.684,5	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-65,7
2005	4.227,5	107,8	2.584,2	75,3	53,4	971,3	1.321,3	-172,9
2006	4.684,9	116,8	2.956,0	51,8	60,3	1.077,0	1.433,8	-223,0
jul 06	4.416,5	114,0	2.789,2	63,4	54,7	1.033,0	1.356,3	-222,5
aug 06	4.421,4	111,7	2.819,2	54,9	55,6	1.048,1	1.362,7	-228,5
sep 06	4.506,0	111,7	2.854,1	61,1	56,8	1.051,1	1.385,5	-227,9
okt 06	4.507,1	113,1	2.874,5	58,7	58,6	1.074,8	1.381,4	-225,0
nov 06	4.645,0	115,8	2.922,6	41,5	58,6	1.095,6	1.384,6	-226,0
dec 06	4.684,9	116,8	2.956,0	51,8	60,3	1.077,0	1.433,8	-223,0
Ændring i forhold til året før, pct.								
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	-25,3	15,3	14,4	8,1	...
2006	...	8,3	14,4	-31,3	12,8	10,9	8,5	...
jul 06	...	13,0	14,3	-46,6	10,9	5,1	10,2	...
aug 06	...	10,1	13,4	-37,1	12,1	10,3	7,2	...
sep 06	...	9,1	13,6	-25,2	9,9	12,2	8,3	...
okt 06	...	9,4	14,1	-24,1	13,3	13,2	11,6	...
nov 06	...	12,5	14,6	-28,1	13,1	14,7	11,7	...
dec 06	...	8,3	14,4	-31,3	12,8	10,9	8,5	...

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.								
2002	39,0	399,1	438,1	102,7	18,5	559,3	6,6	45,2	611,2
2003	41,0	428,1	469,1	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,5
2004	43,7	492,8	536,5	119,2	21,0	676,7	2,0	20,2	699,0
2005	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,4	798,7
2006	50,7	648,6	699,3	143,0	17,9	860,2	8,0	21,3	889,6
jul 06	48,4	642,9	691,3	147,4	17,4	856,2	11,4	10,2	878,1
aug 06	48,1	629,6	677,7	155,5	17,6	850,8	13,8	8,1	872,8
sep 06	48,6	625,6	674,3	150,3	17,4	842,0	13,9	10,1	866,0
okt 06	48,6	632,9	681,5	163,9	17,5	862,9	17,0	10,1	890,1
nov 06	49,5	635,0	684,5	162,1	18,9	865,5	16,7	7,1	889,4
dec 06	50,7	648,6	699,3	143,0	17,9	860,2	8,0	21,3	889,6
Ændring i forhold til året før, pct.									
2002	...	...	3,9	...	...	4,6	...	...	11,8
2003	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	11,3
2004	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
2005	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,3
2006	...	...	8,7	...	...	10,8	...	...	11,4
jul 06	...	...	10,3	...	...	7,4	...	...	9,2
aug 06	...	...	8,2	...	...	7,4	...	...	9,2
sep 06	...	...	8,4	...	...	8,0	...	...	10,6
okt 06	...	...	8,3	...	...	9,2	...	...	12,0
nov 06	...	...	6,5	...	...	9,2	...	...	11,3
dec 06	...	...	8,7	...	...	10,8	...	...	11,4

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.							
2002	2.040,1	419,8	599,2	253,5	231,3	620,9	685,6	764,7
2003	2.204,4	468,7	662,9	271,5	285,7	764,4	823,8	795,1
2004	2.418,3	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
2005	2.862,9	651,6	920,1	396,6	370,0	858,3	972,0	1.065,6
2006	3.244,8	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.133,6	1.148,3
jul 06	3.021,5	649,6	1.020,8	430,8	415,9	888,9	1.039,0	1.103,1
aug 06	3.000,0	656,9	1.032,9	434,9	417,8	867,2	997,0	1.108,3
sep 06	3.128,9	726,9	1.055,8	448,1	430,5	901,6	1.118,1	1.105,9
okt 06	3.096,9	679,9	1.061,6	449,2	428,6	916,5	1.057,6	1.125,2
nov 06	3.226,8	700,2	1.097,5	454,8	443,8	934,9	1.101,1	1.138,2
dec 06	3.244,8	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.133,6	1.148,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
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	...	31,6	21,9	22,1	19,5	10,0	18,1	17,3
2006	...	9,7	22,2	19,8	23,8	3,6	16,6	7,8
jul 06	...	22,1	20,9	21,3	27,0	-10,1	9,6	3,8
aug 06	...	26,0	20,6	21,6	24,2	-12,9	0,0	5,6
sep 06	...	31,9	20,2	20,3	26,4	-11,1	3,3	8,4
okt 06	...	22,1	20,5	20,6	24,3	-3,6	9,8	8,4
nov 06	...	16,1	22,8	21,0	23,6	-0,5	8,8	10,0
dec 06	...	9,7	22,2	19,8	23,8	3,6	16,6	7,8

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.							
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
2006	2.699,9	245,1	1.834,8	1.407,7	370,8	574,1	226,5	2.297,9
jul 06	2.102,6	131,7	1.771,8	1.361,8	360,1	155,1	121,1	1.818,9
aug 06	2.142,4	154,4	1.786,7	1.371,1	362,0	159,1	134,6	1.846,0
sep 06	2.175,6	176,3	1.799,2	1.380,1	364,2	163,9	138,1	1.875,9
okt 06	2.186,0	167,8	1.813,3	1.390,4	367,5	164,9	143,7	1.880,9
nov 06	2.244,4	182,1	1.828,2	1.402,7	370,3	186,9	167,3	1.917,2
dec 06	2.699,9	245,1	1.834,8	1.407,7	370,8	574,1	226,5	2.297,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2006	...	141,7	10,2	9,9	10,9	-11,0	49,3	2,7
jul 06	...	44,9	11,4	11,8	10,7	14,2	388,7	5,2
aug 06	...	49,1	10,0	9,8	10,3	6,6	639,9	2,5
sep 06	...	23,5	10,4	10,5	9,7	-5,2	383,9	1,7
okt 06	...	189,7	10,9	10,8	10,2	-3,1	378,2	6,5
nov 06	...	168,7	10,6	10,5	10,5	-15,3	132,3	6,1
dec 06	...	141,7	10,2	9,9	10,9	-11,0	49,3	2,7

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									
2002	1.917,0	1.241,6	619,2	631,8	253,5	353,0	1.285,1	988,0	266,2
2003	2.087,7	1.343,6	683,1	693,2	271,5	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
2004	2.276,0	1.466,1	741,0	786,0	324,8	426,8	1.489,9	1.141,3	314,2
2005	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
2006	3.000,8	1.882,7	1.015,2	1.166,0	475,0	636,9	1.834,8	1.407,7	378,3
jul 06	2.826,1	1.792,5	940,5	1.054,2	430,8	572,8	1.771,8	1.361,8	367,7
aug 06	2.853,1	1.805,9	952,9	1.066,4	434,9	583,3	1.786,7	1.371,1	369,6
sep 06	2.888,5	1.828,1	963,8	1.089,3	448,1	592,3	1.799,2	1.380,1	371,5
okt 06	2.916,7	1.839,6	979,1	1.103,3	449,2	604,1	1.813,3	1.390,4	375,0
nov 06	2.967,4	1.857,4	1.009,7	1.139,2	454,8	632,1	1.828,2	1.402,7	377,7
dec 06	3.000,8	1.882,7	1.015,2	1.166,0	475,0	636,9	1.834,8	1.407,7	378,3
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2006	14,8	12,2	19,1	22,7	19,8	24,8	10,2	9,9	10,7
jul 06	14,6	13,9	15,8	20,6	21,3	19,3	11,4	11,8	10,6
aug 06	13,6	12,4	15,2	20,3	21,6	18,7	10,0	9,8	10,1
sep 06	13,8	12,7	15,2	19,9	20,3	19,2	10,4	10,5	9,4
okt 06	14,5	13,1	16,5	21,1	20,6	21,0	10,9	10,8	10,0
nov 06	15,2	12,9	18,7	23,4	21,0	24,4	10,6	10,5	10,2
dec 06	14,8	12,2	19,1	22,7	19,8	24,8	10,2	9,9	10,7

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.						
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
2006	83,5	878,4	870,7	639,5	1.832,7	85,7	432,2
jul 06	86,8	815,7	867,5	651,8	1.770,0	83,0	386,2
aug 06	86,9	826,1	872,6	655,3	1.785,5	84,5	394,5
sep 06	86,6	834,0	877,1	658,7	1.797,8	85,7	403,3
okt 06	86,6	843,2	882,1	661,0	1.811,9	86,8	412,3
nov 06	86,2	855,2	885,4	653,4	1.826,8	87,8	422,3
dec 06	83,5	878,4	870,7	639,5	1.832,7	85,7	432,2

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	Finansielle selskaber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansielle selskaber
Procent p.a.								
3. kv. 04	5,2	7,1	4,8	2,9	1,6	1,2	1,7	2,1
4. kv. 04	5,1	6,9	4,8	2,8	1,6	1,2	1,7	2,1
1. kv. 05	5,1	6,7	4,8	2,8	1,7	1,3	1,7	2,1
2. kv. 05	4,9	6,5	4,6	2,7	1,7	1,3	1,7	2,1
3. kv. 05	4,8	6,3	4,5	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
4. kv. 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
1. kv. 06	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
2. kv. 06	5,0	6,4	4,7	3,1	2,1	1,8	2,3	2,6
3. kv. 06	5,2	6,6	5,0	3,3	2,4	2,1	2,5	2,8
4. kv. 06	5,4	6,8	5,2	3,5	2,7	2,4	2,9	3,2
jul 06	5,1	6,4	4,8	3,2	2,2	1,9	2,4	2,7
aug 06	5,3	6,6	5,0	3,4	2,4	2,1	2,6	2,7
sep 06	5,4	6,7	5,1	3,4	2,5	2,2	2,7	2,9
okt 06	5,4	6,8	5,2	3,4	2,6	2,3	2,8	3,1
nov 06	5,5	6,8	5,3	3,5	2,7	2,3	2,9	3,1
dec 06	5,4	6,9	5,2	3,6	2,9	2,5	3,0	3,3

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							
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
2006	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
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
2. kv. 06	835,0	404,0	327,8	269,6	259,1	277,0	24,6
3. kv. 06	879,0	424,7	351,6	282,4	272,6	292,6	25,9
4. kv. 06	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
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
2. kv. 06	...	5,0	14,6	3,4	11,7	4,7	-1,8
3. kv. 06	...	9,7	5,8	4,6	1,0	3,8	0,2
4. kv. 06	...	9,2	5,3	1,7	3,3	0,0	1,2

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.							
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
2006	2.555,1	458,0	387,6	172,2	2.041,1	279,6	950,9	352,5
aug 06	2.105,0	448,3	419,6	169,9	1.557,4	272,6	839,2	277,6
sep 06	2.142,9	448,6	417,6	176,3	1.594,9	266,3	868,2	286,4
okt 06	2.141,8	455,1	416,2	178,6	1.594,8	270,5	901,3	306,5
nov 06	2.161,2	441,2	399,0	169,9	1.636,9	265,3	928,8	330,0
dec 06	2.555,1	458,0	387,6	172,2	2.041,1	279,6	950,9	352,5
jan 07	2.095,9	452,9	377,8	178,2	1.598,8	268,2	992,4	362,4

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansi- el netto- formue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
2001	556	195	334	1.135	2.220	1.322	898	2.220
2002	583	188	320	1.171	2.262	1.431	830	2.261
2003	620	166	399	1.262	2.449	1.509	940	2.449
2004	668	174	472	1.397	2.712	1.639	1.073	2.712
2005	768	172	612	1.609	3.161	1.839	1.322	3.161
3. kv. 05	768	166	559	1.585	3.078	1.798	1.281	3.079
4. kv. 05	768	172	612	1.609	3.161	1.839	1.322	3.161
1. kv. 06	770	166	643	1.594	3.173	1.865	1.309	3.174
2. kv. 06	794	169	628	1.551	3.142	1.905	1.237	3.142
3. kv. 06	823	178	666	1.625	3.292	1.990	1.302	3.292

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansi- el netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia.kr.								
2001	547	128	716	1.390	1.154	91	1.052	-906	1.390
2002	533	117	639	1.290	1.130	96	937	-872	1.290
2003	661	121	642	1.424	1.152	109	1.123	-961	1.423
2004	639	162	736	1.537	1.204	144	1.238	-1.049	1.537
2005	723	163	965	1.851	1.346	148	1.514	-1.157	1.851
3. kv. 05	717	170	895	1.782	1.306	148	1.468	-1.141	1.782
4. kv. 05	723	163	965	1.851	1.346	148	1.514	-1.157	1.851
1. kv. 06	747	150	1.042	1.939	1.461	131	1.532	-1.184	1.940
2. kv. 06	747	144	992	1.883	1.473	149	1.455	-1.194	1.883
3. kv. 06	764	154	1.051	1.968	1.546	145	1.531	-1.254	1.968

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.					
2002	64,3	17,8	82,1	-24,7	-23,3	34,1
2003	65,9	23,2	89,2	-16,8	-24,0	48,3
2004	55,1	19,8	74,9	-2,4	-27,7	44,7
2005	44,4	38,5	82,9	0,8	-24,7	58,9
2006	17,3	40,3	57,6	8,2	-26,4	39,5
jan 05 - dec 05	44,4	38,5	82,9	0,8	-24,7	58,9
jan 06 - dec 06	17,3	40,3	57,6	8,2	-26,4	39,5
jul 06	2,6	3,3	5,9	2,8	-2,1	6,6
aug 06	2,0	6,8	8,8	1,1	-2,1	7,7
sep 06	1,7	3,7	5,4	0,9	-2,1	4,2
okt 06	0,1	2,4	2,5	1,6	-2,0	2,1
nov 06	1,0	2,6	3,6	1,0	-2,1	2,5
dec 06	1,6	1,8	3,3	0,4	-2,1	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- erhver- 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				
2002	35,2	-44,9	52,3	1,2	21,3	-19,7	45,4
2003	48,3	-8,0	17,8	-98,3	72,5	-1,5	30,8
2004	44,9	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	59,0	-6,2
2005	60,6	-90,1	78,6	-66,9	23,9	-17,9	-11,8
2006	39,3	-49,2	39,3	-97,4	82,6	-52,5	-37,9
jan 05 - dec 05	60,6	-90,1	78,6	-66,9	23,9	-17,9	-11,8
jan 06 - dec 06	39,3	-49,2	39,3	-97,4	82,6	-52,5	-37,9
jul 06	6,7	-14,9	4,2	7,0	13,3	-17,2	-0,9
aug 06	7,7	-8,6	3,5	35,1	-35,8	-3,9	-2,0
sep 06	4,2	-17,6	29,0	-44,3	6,2	22,3	-0,2
okt 06	2,1	2,3	-8,9	11,6	10,1	-18,1	-0,9
nov 06	2,5	1,3	4,0	-30,0	28,4	-5,0	1,2
dec 06	1,3	35,2	-36,2	10,4	-17,1	-1,8	-8,2

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.					
2002	8,5	24,0	4,9	-34,8	-1,4	1,2
2003	-30,3	66,3	9,1	-121,5	-21,9	-98,3
2004	-6,2	56,9	9,7	-104,4	-43,0	-87,1
2005	20,9	123,4	-19,5	-108,2	-83,5	-66,9
2006	10,5	72,0	-31,3	-17,0	-131,6	-97,4
jul 06	-2,9	8,7	-0,4	-3,4	5,1	7,0
aug 06	8,7	20,3	-0,2	12,9	-6,6	35,1
sep 06	0,2	2,2	-10,1	-31,5	-5,0	-44,3
okt 06	9,3	3,3	11,7	-8,7	-3,9	11,6
nov 06	-20,3	13,0	11,7	-29,4	-5,1	-30,0
dec 06	16,9	0,7	-1,8	9,4	-14,8	10,4

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

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		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	152	2.037
2002	465	148	253	359	14	57	451	34	198	1.979
2003	413	198	309	446	17	57	518	31	229	2.220
2004	459	214	369	548	48	31	584	20	221	2.495
2005	560	244	555	684	70	34	720	19	215	3.103
3. kv. 05	530	245	503	712	57	34	684	21	231	3.018
4. kv. 05	560	244	555	684	70	34	720	19	215	3.101
1. kv. 06	578	256	674	633	62	36	730	24	184	3.176
2. kv. 06	577	264	639	607	42	39	743	26	185	3.121
3. kv. 06	607	279	676	642	68	36	811	27	184	3.331
Passiver										
2001	393	242	201	745	...	30	630	15	5	2.258
2002	393	194	146	756	...	30	669	13	4	2.206
2003	434	162	186	762	...	28	801	13	4	2.391
2004	427	202	238	857	...	17	819	27	2	2.589
2005	506	225	307	1.020	...	23	970	29	3	3.083
3. kv. 05	481	217	303	985	...	21	998	29	2	3.036
4. kv. 05	506	225	307	1.020	...	23	970	29	3	3.083
1. kv. 06	535	240	289	1.008	...	24	1.036	33	1	3.166
2. kv. 06	537	242	269	1.010	...	25	1.066	34	1	3.186
3. kv. 06	546	271	292	1.056	...	26	1.111	42	3	3.348
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	32	12	131	-309	48	14	-234	-7	221	-92
2005	54	19	249	-336	70	11	-250	-10	214	20
3. kv. 05	50	29	200	-273	57	13	-313	-8	230	-16
4. kv. 05	54	19	249	-336	70	11	-250	-10	214	20
1. kv. 06	43	17	385	-376	62	12	-306	-9	185	12
2. kv. 06	39	22	369	-404	42	14	-323	-7	185	-64
3. kv. 06	61	7	384	-414	68	10	-301	-15	182	-17

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	1.400,7	666,9	371,2	271,8	3,2	1.313,1	635,1	547,6
2004	1.459,4	708,5	388,5	285,5	4,9	1.387,4	666,8	594,8
2005	1.552,0	754,1	401,4	319,2	3,9	1.478,6	757,1	683,8
3. kv. 05	389,8	186,2	100,1	78,5	1,3	366,1	197,3	173,6
4. kv. 05	404,9	199,4	103,7	89,2	-1,1	391,3	202,6	188,9
1. kv. 06	387,9	192,4	100,6	82,5	2,0	377,4	199,5	189,0
2. kv. 06	414,0	199,8	103,6	94,1	3,6	401,1	212,6	199,7
3. kv. 06	411,2	194,0	104,0	89,7	4,6	392,2	218,5	199,5

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	0,4	1,0	0,7	-0,2	...	0,0	-1,0	-1,6
2004	2,1	4,7	1,6	5,6	...	4,1	2,2	7,0
2005	3,1	4,2	1,1	9,6	...	4,4	7,3	10,8
3. kv. 05	4,2	4,8	1,3	9,3	...	3,5	10,2	9,5
4. kv. 05	2,4	1,9	1,7	10,5	...	3,9	10,3	14,2
1. kv. 06	4,5	5,1	0,6	14,9	...	5,6	14,4	17,4
2. kv. 06	2,2	3,3	0,3	11,7	...	4,1	8,4	13,4
3. kv. 06	3,2	1,6	0,5	11,2	...	4,9	8,9	13,1

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

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

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	10,8	19,6	69,6	7,7	4,5	57,4	50,7	16,2	34,5
	Vækst i forhold til året før, pct.									
2002	2,4	2,1	1,8	2,6	2,6	5,0	2,5	2,5	0,1	3,6
2003	2,0	0,9	0,7	2,6	2,7	8,1	2,1	1,9	0,4	2,6
2004	0,9	2,6	-2,1	1,5	2,8	4,8	1,1	0,8	1,1	0,6
2005	1,7	7,6	1,0	1,0	2,4	3,2	0,6	0,7	3,4	-0,6
2006	1,9	5,3	2,2	1,2	2,1	0,9	1,1	1,3	3,1	0,4
1. kv. 04	0,7	-3,2	-2,0	2,1	2,8	4,9	1,7	1,4	-0,6	2,3
2. kv. 04	0,8	2,6	-2,5	1,6	2,8	4,9	1,1	0,8	0,3	1,1
3. kv. 04	1,0	4,8	-2,6	1,5	2,7	4,7	1,0	0,7	1,7	0,2
4. kv. 04	1,2	6,4	-1,1	1,0	2,7	4,9	0,5	0,3	3,2	-1,0
1. kv. 05	1,1	4,6	0,3	0,7	2,4	4,0	0,2	0,3	2,8	-0,9
2. kv. 05	1,6	6,7	0,6	1,0	2,3	3,2	0,7	0,7	3,5	-0,6
3. kv. 05	2,2	10,1	1,5	1,1	2,3	3,0	0,8	0,8	3,9	-0,6
4. kv. 05	2,0	8,9	1,5	1,0	2,3	2,6	0,7	0,9	3,3	-0,2
1. kv. 06	2,0	8,9	0,9	1,2	2,2	2,6	1,0	1,1	3,7	-0,1
2. kv. 06	2,0	8,3	1,9	1,0	2,0	0,4	1,0	1,1	3,8	-0,2
3. kv. 06	1,8	3,9	2,6	1,3	2,0	0,2	1,2	1,6	3,2	0,8
4. kv. 06	1,6	0,4	3,5	1,3	2,0	0,4	1,3	1,3	1,9	1,0

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2006.

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 57,4 pct. af HICP's vægtgrundlag og 51,7 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.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	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
Pct. af arbejds- styrken	2000=100	2000=100	Stk.	Nettotal					
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	148.578	9	1	7	20
2006	4,5	108,1	124,0	1.231	156.500	10	9	21	24
Sæsonkorrigeret									
aug 06	4,4	106,9	125,0	94	13.059	9	8	21	27
sep 06	4,2	108,6	123,5	95	12.981	10	14	21	20
okt 06	4,1	111,0	124,7	100	13.126	9	11	23	25
nov 06	4,0	112,2	125,8	134	12.797	11	10	24	23
dec 06	3,9	109,4	129,3	70	12.622	9	11	23	23
jan 07	...	...	...	100	...	9	14	23	22

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	117,0	162,0
2002	2.784	1.932	128,5	128,5	120,4	168,0
2003	2.748	1.909	133,3	133,8	124,1	173,2
2004	2.748	1.908	137,4	138,0	127,4	188,6
2005	2.767	1.930	141,4	141,8	130,8	221,9
Sæsonkorrigeret						
3. kv. 05	2.771	1.934	142,1	142,1	131,0	227,9
4. kv. 05	2.786	1.951	143,0	143,2	131,8	240,3
1. kv. 06	2.797	1.961	144,2	144,4	133,1	254,1
2. kv. 06	2.806	1.970	144,9	145,6	133,7	265,7
3. kv. 06	2.821	1.986	146,5	146,6	134,4	...
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	-1,3	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,1
2004	0,0	0,0	3,1	3,1	2,7	8,9
2005	0,7	1,2	2,9	2,7	2,6	17,6
3. kv. 05	0,8	1,3	2,8	2,7	2,6	18,7
4. kv. 05	1,5	2,4	2,9	2,9	2,4	22,8
1. kv. 06	1,6	2,5	2,9	2,9	2,2	24,7
2. kv. 06	1,7	2,4	3,2	3,2	2,8	23,3
3. kv. 06	1,8	2,7	3,1	3,2	2,6	...

Kvartalsoversigt - 1. kvartal 2007

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	GBP	SEK	NOK	USD	JPY	CHF
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
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
2006	745,91	1.094,32	80,62	92,71	594,70	5,1123	474,22
aug 06	746,09	1.102,59	81,01	93,36	582,38	5,0233	472,95
sep 06	746,01	1.105,05	80,51	90,35	586,16	5,0071	470,95
okt 06	745,55	1.108,58	80,57	88,80	591,21	4,9820	468,96
nov 06	745,64	1.106,37	81,93	90,44	578,93	4,9348	468,30
dec 06	745,49	1.107,96	82,49	91,39	564,24	4,8154	466,84
jan 07	745,39	1.123,70	82,10	90,05	573,47	4,7613	461,42

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
2002	97,7	229,9	219,5	102,4	103,5	93,8
2003	101,2	234,7	223,3	106,4	108,4	95,8
2004	102,2	237,4	227,1	106,8	109,8	97,9
2005	101,6	241,7	231,4	106,2	109,3	100,0
2006	101,6	246,2	235,9	106,2	...	102,2
aug 06	101,9	246,7	236,9	106,1	...	102,5
sep 06	102,0	247,5	237,1	106,5	110,5	102,5
okt 06	101,9	247,3	236,9	106,5	...	102,6
nov 06	101,9	247,1	237,0	106,3	...	102,6
dec 06	102,3	247,3	237,6	106,4	...	103,0
jan 07	102,1	246,4	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
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	-0,5	2,2
2006	0,0	1,9	2,0	0,0	...	2,2
aug 06	0,6	2,0	2,2	0,4	...	2,3
sep 06	1,0	1,5	1,7	0,7	1,3	1,7
okt 06	1,0	1,5	1,6	0,8	...	1,6
nov 06	1,2	1,7	1,9	0,7	...	1,9
dec 06	1,5	1,8	1,9	1,0	...	1,9
jan 07	1,2	1,8	...	...	...	...

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

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

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

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

- **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.

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.