



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
2. kvartal

2008

D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 0 8



KVARTALSOVERSIGT, 2. KVARTAL 2008

Det lille billede på forsiden viser Arne Jacobsens ur, "Banker's clock", 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: Hugo Frey Jensen

Redaktionen er afsluttet den 6. juni 2008.

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: kommunikation@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2008 planlægges offentliggjort 18. september 2008.

Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Tema – nogle aspekter af globaliseringen	31
I denne udgave af kvartalsoversigten bringes tre artikler om forskellige økonomiske konsekvenser af globaliseringen. Den første artikel "Globaliseringen, arbejdsmarked og ulighed" vedrører globaliseringens effekt på aflønningen af arbejdskraft og på graden af indkomstulighed i samfundet. Den anden artikel "Globalisering og danske direkte investeringer" analyserer lande- og branchefordelingen af danske direkte investeringer i udlandet samt beskæftigelseseffekter i Danmark af danske virksomheders øgede aktiviteter i udlandet. Den tredje artikel "Valutareserver og statslige investeringsfonde" belyser, hvordan styringen af disse fonde adskiller sig fra styringen af traditionelle valutaeserver i centralbanker.	
Globalisering, arbejdsmarked og ulighed	35
Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling	
Globalisering og danske direkte investeringer	49
Maria Carlsen, Økonomisk Afdeling og Annett Melgaard Jensen, Statistisk Afdeling	
Valutareserver og statslige investeringsfonde	65
Søren Schrøder og Esben Humble Slotsbjerg, Kapitalmarkedsafdelingen	
Danmarks lønkonkurrenceevne	79
Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Økonomisk Afdeling	
I vurderingen af udviklingen i konkurrenceevne fokuseres ofte på vækst i lønomkostninger pr. time eller pr. produceret enhed i Danmark i forhold til udlandet. Målt på denne måde har vi tabt konkurrenceevne over en årrække. Den lave vækst i produktiviteten herhjemme er et langt stykke ad vejen blevet opvejet af forholdsvis gode salgspriser på eksporten af danske varer og tjenester.	
Danmark overgår til Target2	91
Nils Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 24. april 2008	93
Pressemeddelelser	97
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio marts til primo juni

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

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

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

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

DEN GLOBALE ØKONOMI

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

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

Uroen på de finansielle markeder

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

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

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE OMRÅDER OG LANDE

Tabel 1

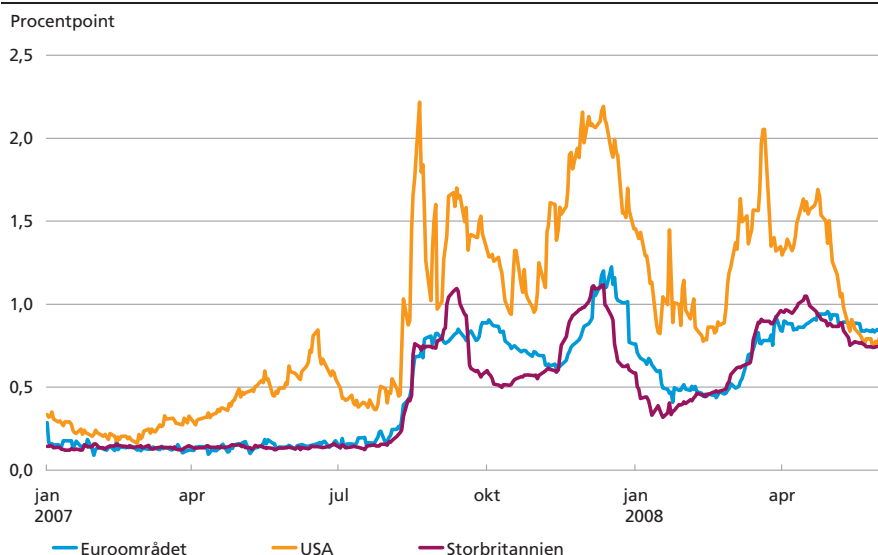
	2008		2009	
	IMF	OECD	IMF	OECD
USA	0,5	1,2	0,6	1,1
Euroområdet	1,4	1,7	1,2	1,4
Tyskland	1,4	1,9	1,0	1,1
Japan	1,4	1,7	1,5	1,5
Kina	9,3	10,0	9,5	9,5
Indien	7,9	7,8	8,0	8,0
Verden	3,7	n.a.	3,8	n.a.

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

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

SPÆND MELLEM SIKRET OG USIKRET PENGEMARKEDSRENTE

Figur 1



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

Kilde: EcoWin.

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

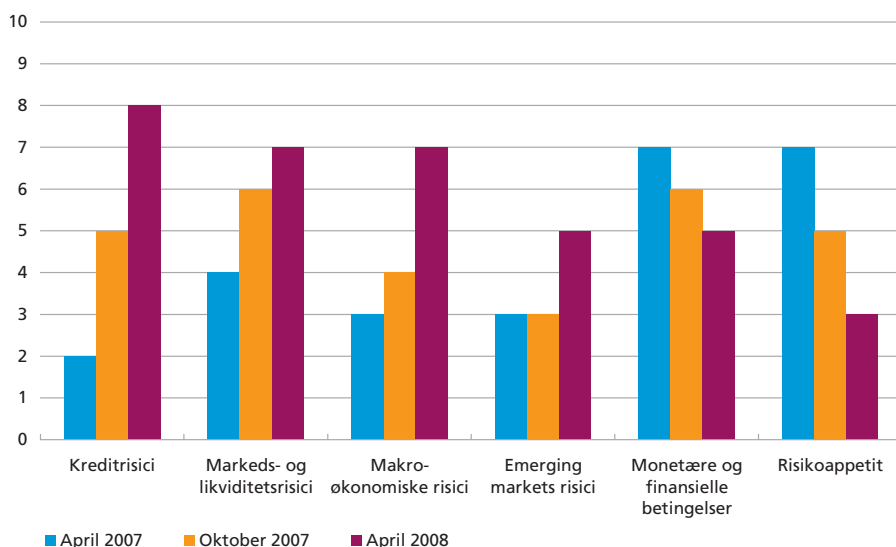
Renten på et usikret udlån ligger fortsat væsentligt over renten på et sikret udlån i pengemarkedet. Det amerikanske rentespænd mellem sikre og usikre udlån har svinget kraftigt de sidste måneder, men er siden slutningen af april indsnævret til 0,8 procentpoint. Rentespændene i de europæiske markeder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

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

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

INDIKATORER FOR DET FINANSIELLE MARKED

Figur 2



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

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

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

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

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

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

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

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

Aktie- og valutamarkedene

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

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

Kraftigt stigende priser på råvarer

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

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

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

FINANCIAL STABILITY FORUMS KONKLUSIONER OG ANBEFALINGER¹

Boks 1

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

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

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

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

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

De fem hovedområder er:

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

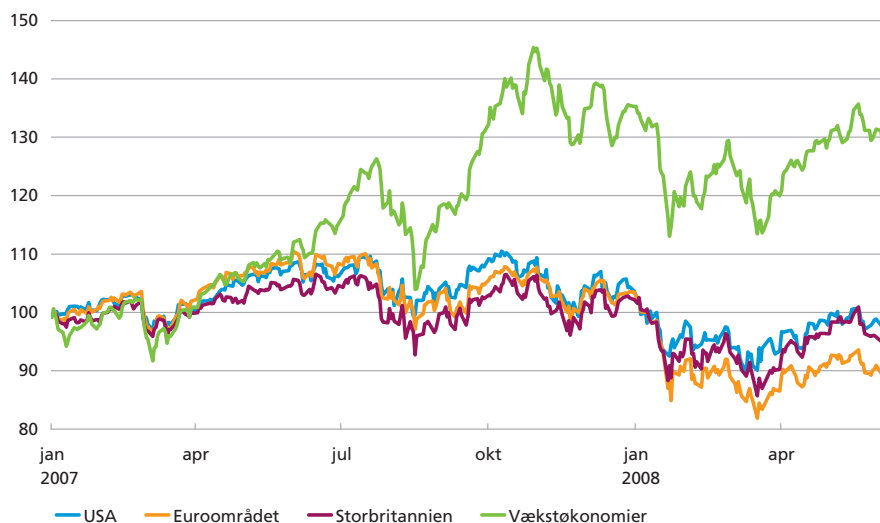
¹ FSFs rapport "Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience" kan ses på hjemmesiden www.fsforum.org/home/home.html.

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

AKTIEINDEKS

Figur 3

Indeks (3. januar 2007 = 100)



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

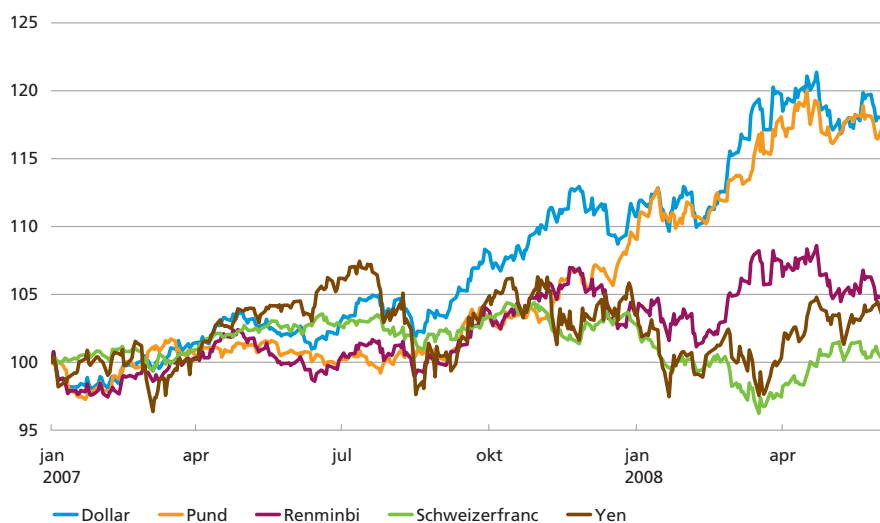
Kilde: EcoWin.

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

UDVIKLING I EURO OVER FOR UDVALGTE VALUTAER

Figur 4

Indeks (1. januar 2007 = 100)

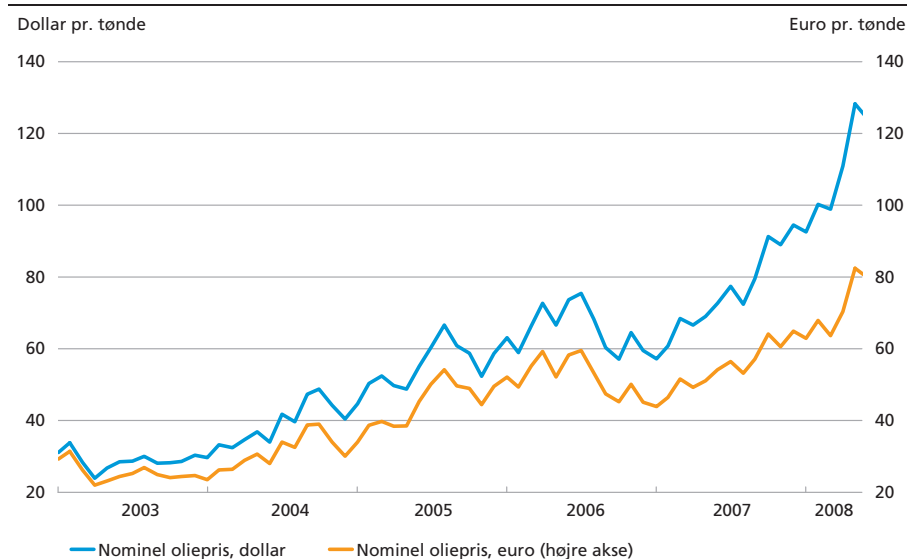


Anm.: Udenlandsk enhed pr. euro. Et stigende indeks svarer til en styrkelse af euro.

Kilde: EcoWin.

OLIEPRISER I DOLLAR OG EURO

Figur 5



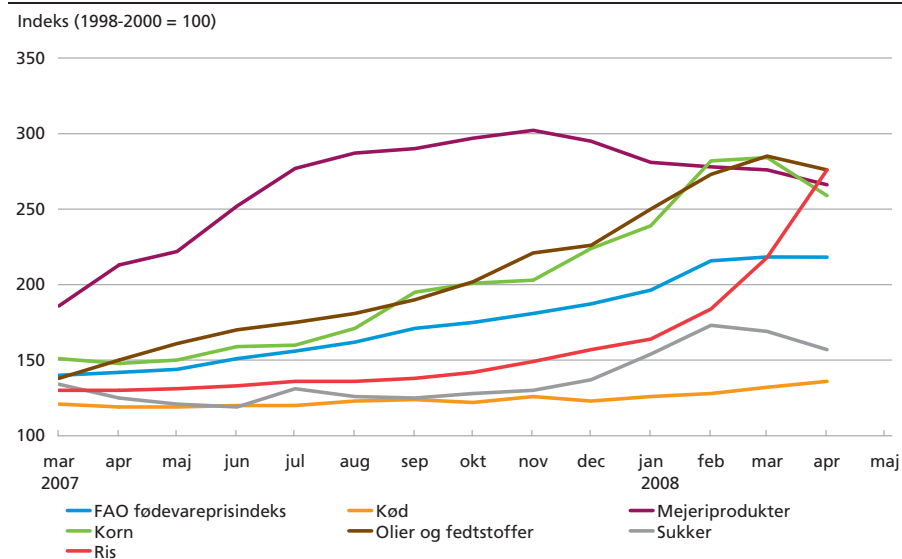
Anm.: Data er månedsgennemsnit.

Kilde: EcoWin.

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

PRISUDVIKLINGEN FOR UDVALGTE FØDEVARER

Figur 6



Kilde: Food and Agriculture Organization of the United Nations.

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

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

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

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

USA

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

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

² OECD-FAO Agricultural Outlook 2008-2017.

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

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

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

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

Europa

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

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

INITIATIVER FOR AT HJÆLPE BOLIGEJERE	Boks 2
For at imødegå de faldende boligpriser og hjælpe boligejere i nød har den amerikanske regering gennemført en række initiativer. De vigtigste er følgende: • FHASecure (31. august 2007): Federal Housing Administration (FHA) tilbyder at hjælpe boligejere, hvis månedlige ydelse er steget kraftigt i forbindelse med, at ydelsen på deres lån justeres. Med FHASecure tilbyder FHA at forsikre en refinansiering af boligen, således at de ramte boligejere kan opnå en lavere rente og dermed lavere ydelse. Det er kun boligejere med en god kredithistorie og stabil indkomst, der kan ansøge. Regeringen forventede ved introduktionen, at omkring 240.000 familier ville modtage hjælp. • Hope Now (10. oktober 2007): Regeringen støtter dannelsen af den private organisation Hope Now. Organisationen består bl.a. af en række store private banker, som rådgiver boligejere med henblik på at omstrukturere lån – bl.a. ved samarbejde med FHASecure. • Mortgage Forgiveness Debt Relief Act of 2007 (20. december 2007): Denne lov medfører, at boligejere i de næste tre år i visse tilfælde ikke skal betale skat af eftergivet boliggyld (eftergivet gyld betragtes normalt som indkomst og er derfor skattepligtig). • Vækstpakken (13. februar 2008): Kontante skatterabatter for ca. 100 mia.dollar. Borgere, der tjener under 75.000 dollar for enlige eller 150.000 dollar for par, får en skatterabat på minimum 300 dollar og op til 600 dollar pr. person. Også pensionister og invaliderede krigsveteraner kan få hjælpen. Yderligere kan man få 300 dollar ekstra rabat pr. barn. En familie med to børn kan således få op til 1.800 dollar i skatterabat. Skatterabatten forventes at blive givet til omkring 130 mio. husholdninger. • Lempet regulering af agencies (13. februar 2008 – en del af vækstpakken): Amerikanske agencies er finansielle institutioner, som er oprettet ved særlig lov, men samtidig er private selskaber. Givet deres politiske forankring er der en forventning om, at regeringen vil holde hånden under selskaberne, hvis de kommer i uføre. De to vigtigste agencies er <i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i> (Freddie Mac) og <i>Federal National Mortgage Association</i> (Fannie Mae). Selskaberne har to forretningssområder. For det første garanterer de for pantebreve, som opfylder visse standarder. For det andet investerer de direkte i pantebreve og andre boligrelaterede lån. Den øvre beløbsgrænse for de pantebreve, som Fannie Mae og Freddie Mac må udstede garantier for, øges fra 417.000 dollar til 729.750 dollar. • Lempelse af kapitalkrav for agencies (19. marts 2008): Kapitalkravet for Fannie Mae og Freddie Mac lempes, hvilket giver selskaberne mulighed for at investere for yderligere 200 mia.dollar direkte i boliglån eller for at garantere for yderligere 2.000 mia.dollar.	

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

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

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

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

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

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

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

De nye vækstøkonomier

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

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

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

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

DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

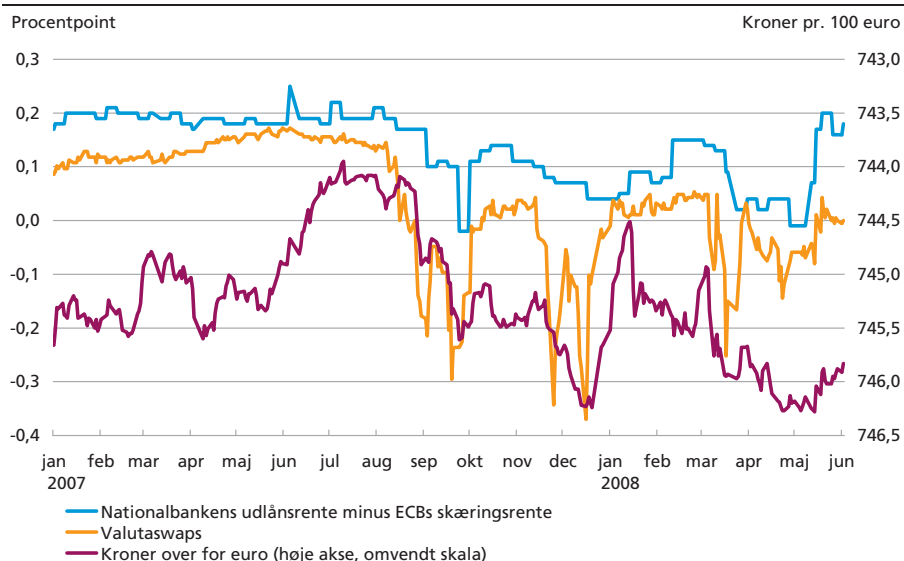
Penge- og valutamarkedet

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

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

RENTESPÆND OG VALUTAKURS MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 7



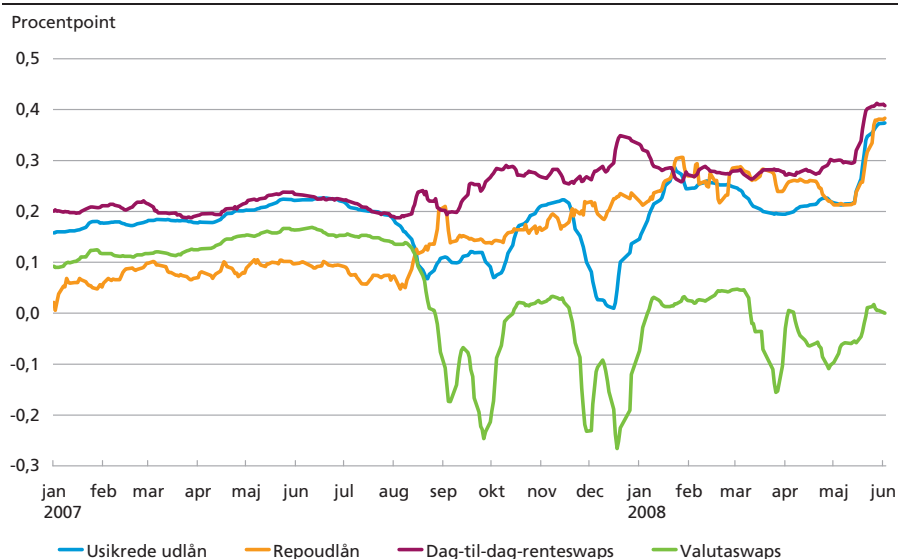
Anm.: Rentespændet for valutaswaps er bestemt ud fra terminstillægget for 3-måneders valutaterminforretninger mellem kroner og euro.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

3-MÅNEDERS RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 8



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

Kilde: EcoWin og Danmarks Nationalbank.

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

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

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

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

Midlertidig belåningsfacilitet i Nationalbanken

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

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

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

VALUTASWAPS OG RENTESPÆND

Boks 3

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

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

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

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

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

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

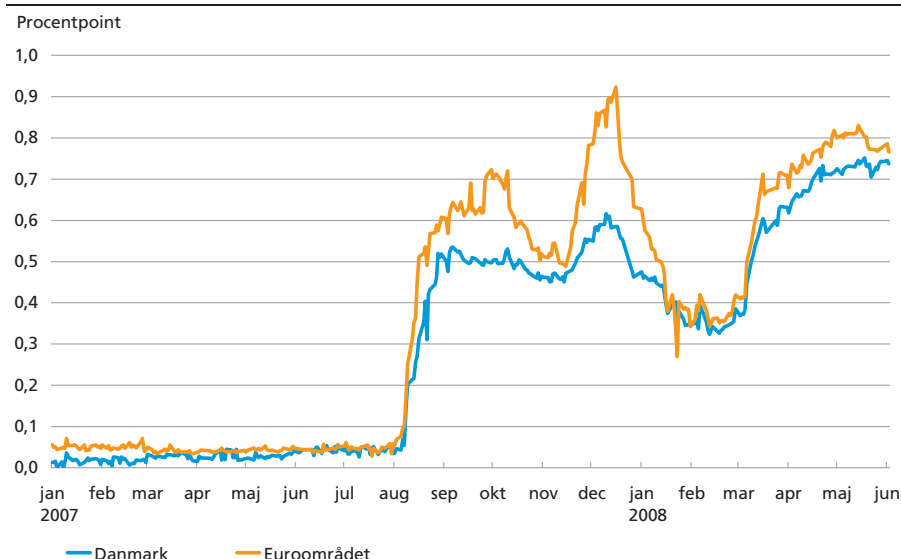
Herudover kan der være produktspecifikke forhold, der kan give anledning til forskelle i renterne. Renten på lån med sikkerhed i obligationer, repoer, og valutaswaps kan fx være drevet af efterspørgslen på det underliggende aktiv, der stilles som sikkerhed, dvs. henholdsvis obligationer eller valuta.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

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

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

FORSKEL MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS RENTER

Figur 9



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

Kilde: EcoWin.

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

Pengeinstitutternes renter og kreditudviklingen

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

MIDLERTIDIG BELÅNINGSFACILITET I NATIONALBANKEN¹

Boks 4

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

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

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

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

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

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

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

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

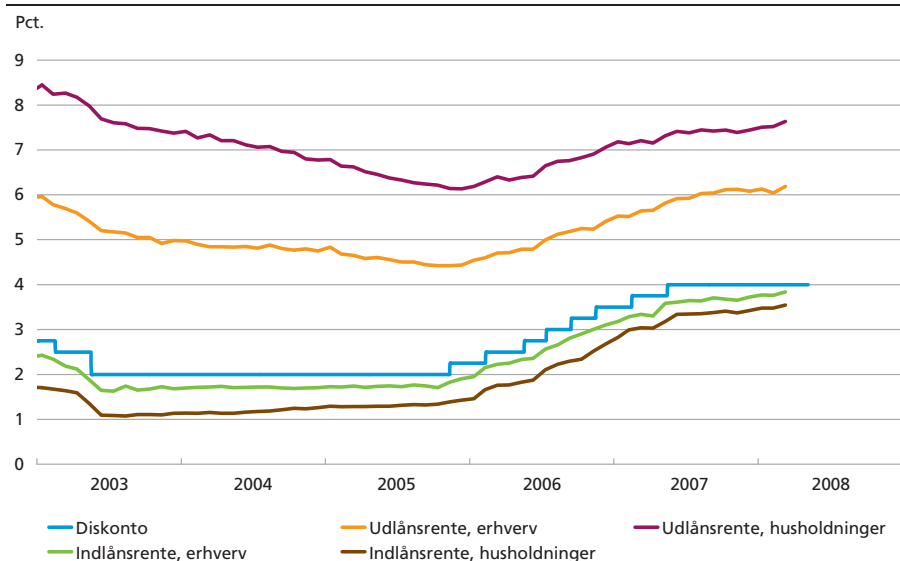
Finanstilsynet har oplyst, at låneobligationer, der er belånbare i Nationalbanken, kan medregnes til et långivende pengeinstituts likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed, frem til en måned inden facilitetens udløb. Ved opgørelsen af likviditeten kan pengeinstituttet medregne den nominelle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

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

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

DISKONTOEN OG PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSITLIGE RENTER

Figur 10

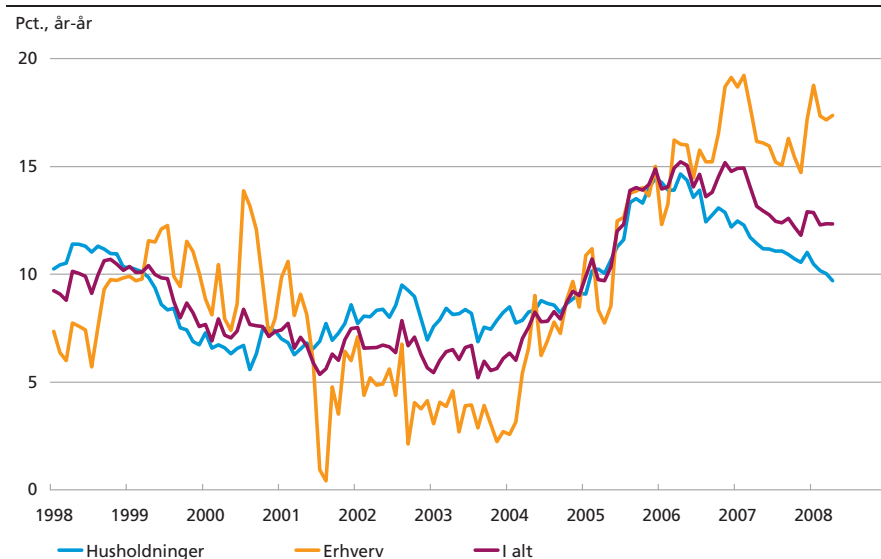


Anm.: Diskontoen er på daglig basis. Øvrige renter er månedsgennemsnit for udestående forretninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDLÅNSVÆKST I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 11



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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

Økonomisk aktivitet, privat forbrug og boligmarked

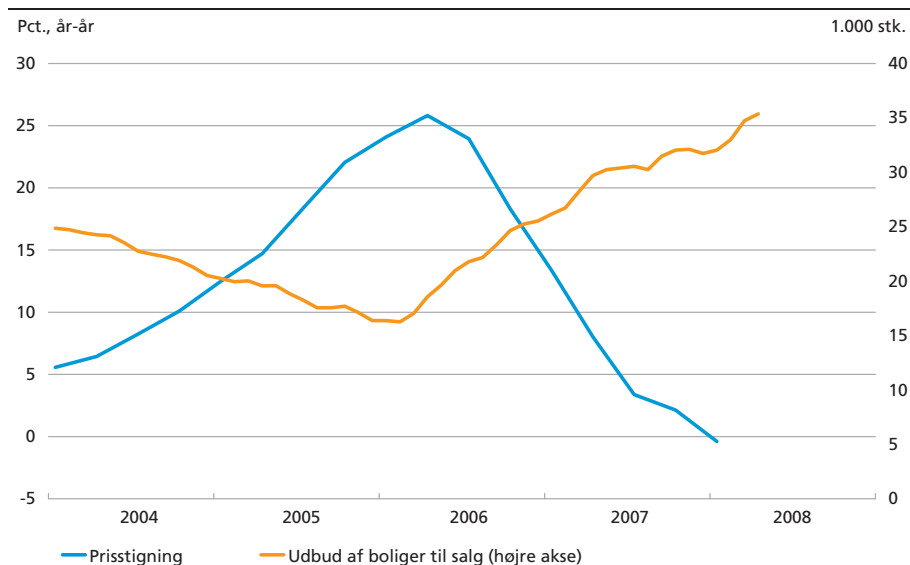
Væksten i dansk økonomi aftog i 2007 til 1,8 pct. efter stærk fremgang i de foregående år. Der foreligger på nuværende tidspunkt ingen officiel opgørelse af udviklingen i BNP ind i 2008, men afdæmpningen skønnes ud fra de tilgængelige nøgletal at være fortsat i 2008. Dansk økonomi befinder sig stadig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

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

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

PRISSTIGNING OG UDBUD AF PARCELHUSE TIL SALG

Figur 13



Kilde: Realkreditrådets ejendomspris- og boligudbudsstatistik.

SUBPRIME-UROENS REALØKONOMISKE VIRKNING I DANMARK

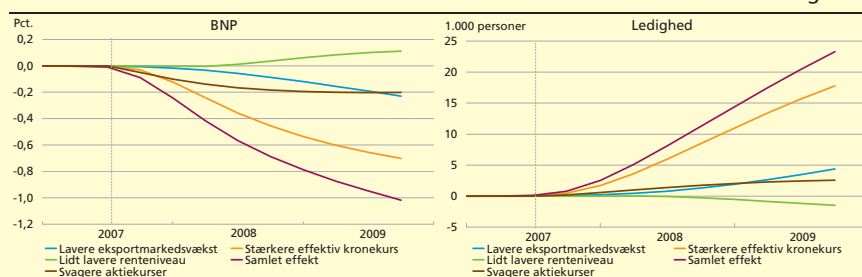
Boks 5

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

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

SUBPRIME-KRISENS AFLEDTE EFFEKTER PÅ DANSK BNP OG LEDIGHED

Figur 12



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

Kilde: Egne beregninger på Nationalbankens makroøkonometriske model Mona.

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

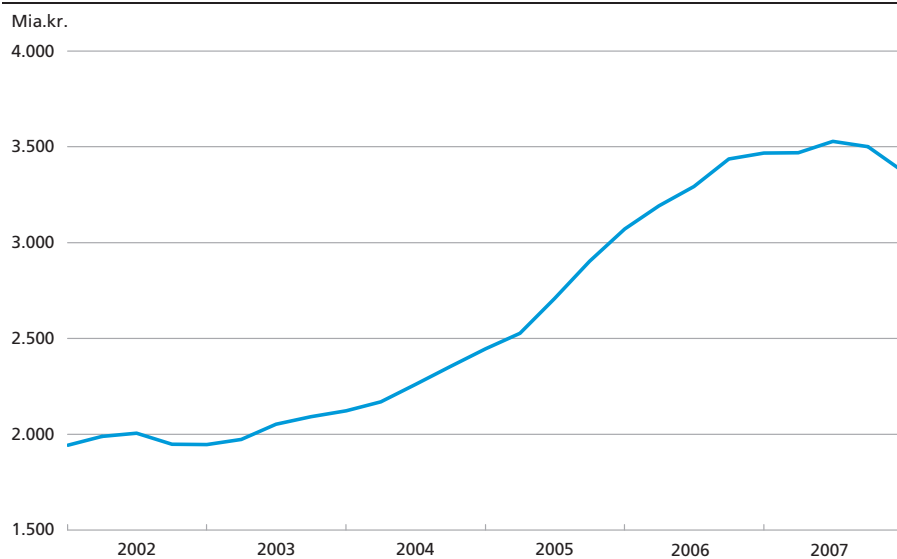
Aktiekursfaldet reducerer husholdningernes formuer, hvilket bidrager til at reducere privatforbruget og dermed BNP, men effekten er forholdsvis beskeden. Det samme gælder svækkelsen af eksportmarkedsvæksten. Den kraftigste aktivitetseffekt udgår fra styrkelsen af den effektive kronekurs på mere end 2,5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

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

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

HUSHOLDNINGERNES SAMLEDE FORMUE

Figur 14



Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

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

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

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

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

HUSHOLDNINGERNES INDKOMST, FORBRUG OG OPSPARING

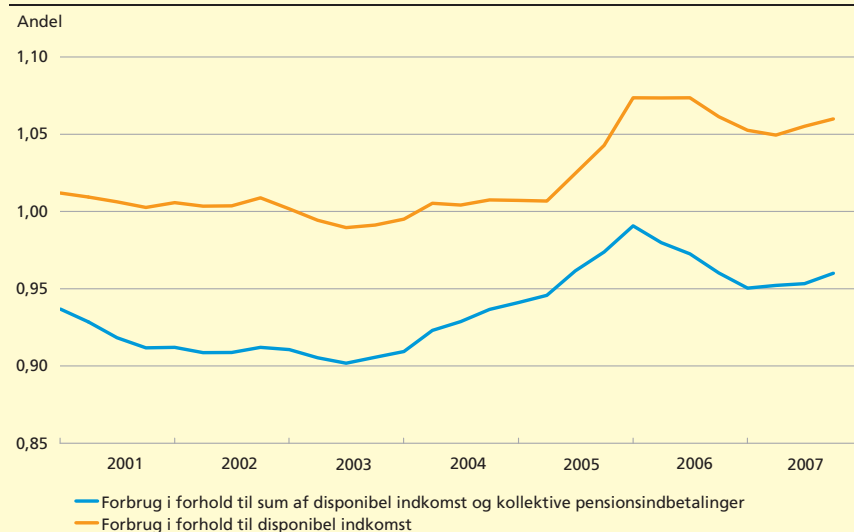
Boks 6

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

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

FORBRUGSKVOTE MED OG UDEN KOLLEKTIVE PENSIONSBIIDRAG

Figur 15



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik.

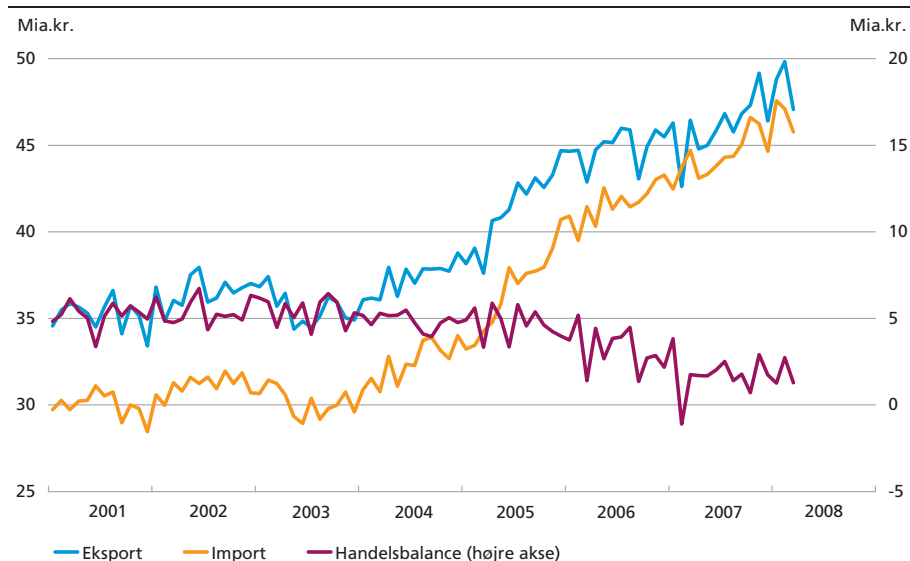
¹ Mere præcist omfatter de kollektivt aftalte pensionsbidrag nettoindbetalinger til kollektive pensionsordninger tillagt den forøgelse af pensionsformuen, der kan henføres til formueindkomst i pensionsordningerne.

Udenrigshandel og betalingsbalance

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

UDENRIGSHANDLENS HOVEDPOSTER

Figur 16



Anm.: Ekskl. skibe mv.

Kilde: Danmarks Statistik.

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

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

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

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

Arbejdsmarked og løn

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

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

OLIEPRISENS BETYDNING FOR BETALINGSBALANCEN

Boks 7

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

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

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

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

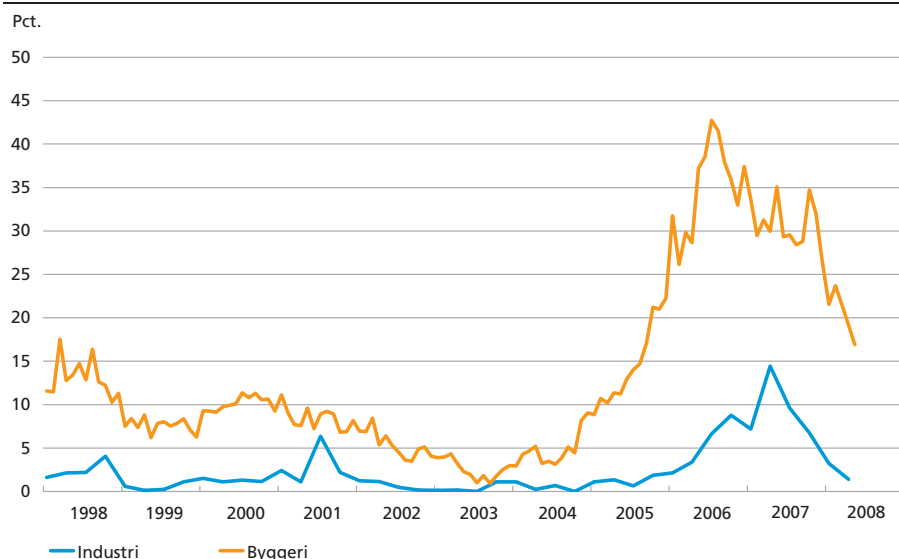
Udhulingen af husholdningernes købekraft dæmper efterspørgslen efter andre varer i såvel Danmark som udlandet. Nedgangen i importen overstiger dog nedgangen i eksporten, så varebalancen det første år efter en olieprisstigning stiger med 1,4 mia.kr. Dette modsvares af øgede udbytter til de udenlandske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

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

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

MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT

Figur 17



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

Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektur.

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

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

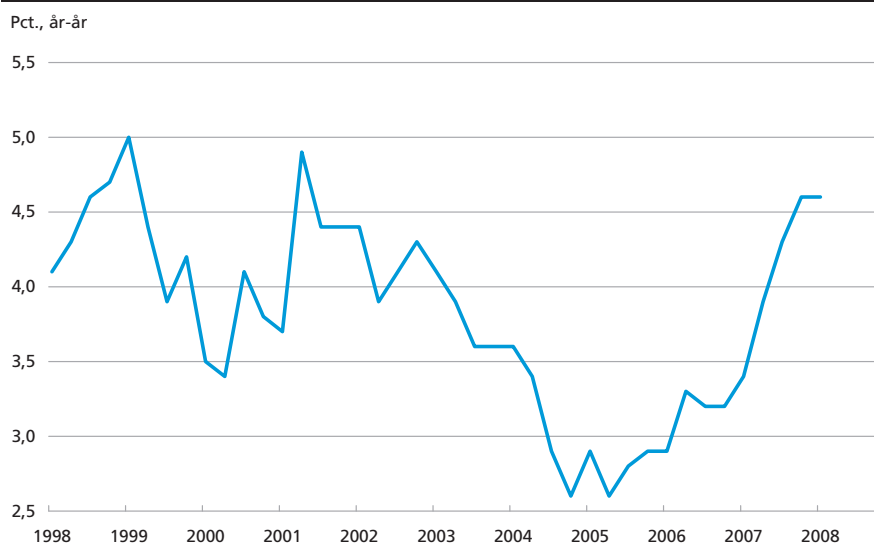
Lønstigningstakten i Danmark har i flere år været højere end stigningen i de udenlandske lønninger, når landene vægtes efter deres betydning for dansk udenrigshandel: I 1. kvartal 2008 1 procentpoint. Lønkonkurrenceevnen er yderligere presset af de markante fald i dollarkursen, som har bragt den effektive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

Priser

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

LØNSTIGNING PÅ DA-OMRÅDET

Figur 18



Anm.: Lønudvikling på DA-området under ét.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening.

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

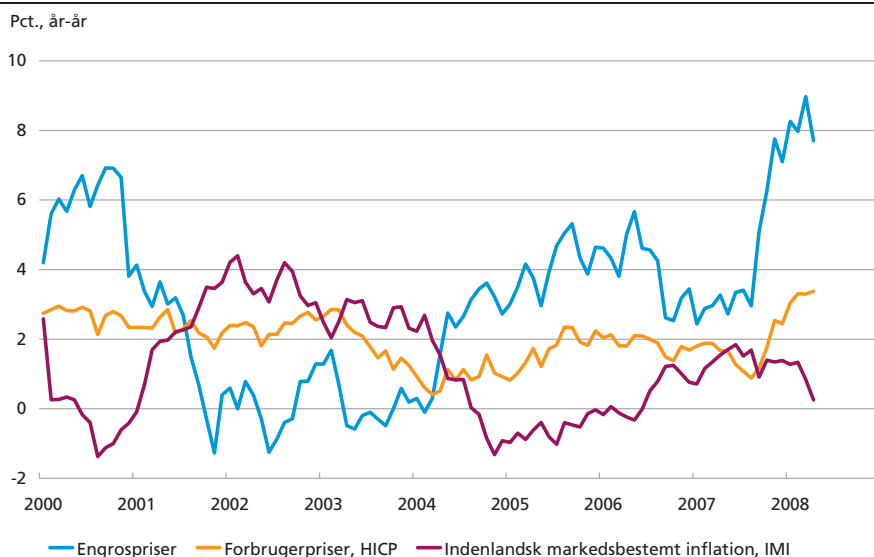
Prisstigningerne på energi og fødevarer genfindes i engrospriserne på råvarer, herunder ikke mindst brændstof og råvarer til landbrug. Engrospriserne er accelereret siden september, og den årlige stigningstakt i april var 7,7 pct., jf. figur 19. Derimod er stigningen i engrospriserne på et flertal af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

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

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

FORBRUGER- OG ENGROSPRISER

Figur 19



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

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

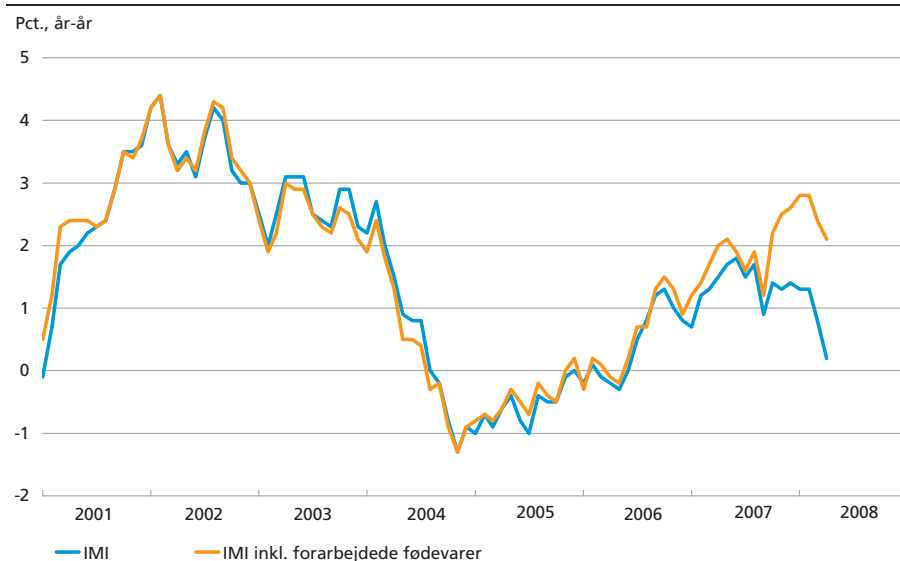
Uanset afgrænsningen af fødevarer er IMI aftaget i marts og april. Dette hænger sammen med stigningerne i energi- og importpriser, hvis skønnede indirekte indhold i forbrugerpriserne fjernes i beregningen af IMI. De historiske erfaringer viser, at sådanne importerede prisstigninger først sendes videre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

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

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

IMI MED OG UDEN FORARBEJDEDE FØDEVARER OG NYDELSES MIDLER

Figur 20

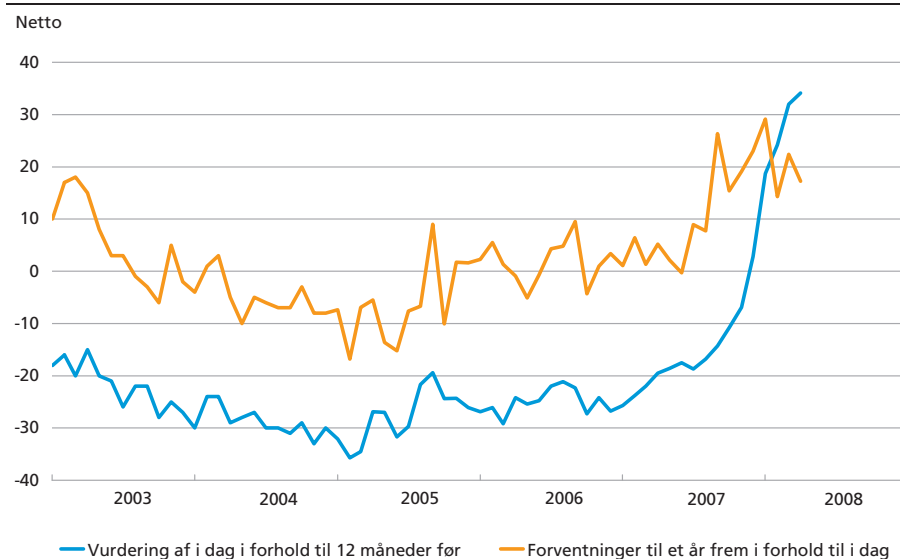


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

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

VURDERET OG FORVENTET PRISUDVIKLING

Figur 21



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

Kilde: Danmarks Statistik.

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

Tema – nogle aspekter af globaliseringen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Globalisering har ikke nogen entydig definition, men karakteriseres ofte som en dynamisk proces med stigende tendens til fri bevægelse for varer, tjenester, arbejdskraft og kapital og en global udveksling af teknologi, viden og ideer – udviklingen af et slags indre marked på globalt niveau.

Globaliseringen er udtryk for en stigende indbyrdes afhængighed i den globale økonomi og dermed en stadigt voksende konkurrence på de internationale markeder påvirket ikke mindst af udviklingen i en række nye vækstmarkeder, herunder Kina og Indien. Flere forhold har spillet en betydelig rolle for processen med udviklingen inden for teknologi og kommunikation som afgørende drivkræfter sammen med bedre transportmidler. Globaliseringen forstærker den globale konkurrence samtidig med, at produktiviteten øges gennem en bedre og mere effektiv fordeling og udnyttelse af produktionsfaktorerne.

Globaliseringens betydning for inflationen er af særlig interesse for centralbanker, hvis primære målsætning oftest er at sikre prisstabilitet. En effektiv og troværdig pengepolitik med dette fokus har været afgørende for den betydelige succes, centralbanker generelt har haft kloden over i knap to årtier med først at tæmme inflationen og senere at fastholde prisstabilitet. Lav inflation blev således opnået, før globalisering blev et væsentligt tema i den økonomisk-politiske debat. Det er generelt opfattelsen, at globaliseringen har givet centralbanker både med- og modvind i bestræbelserne på at sikre prisstabilitet, hvor modvinden er blevet væsentlig mere udtalt på det seneste.

Globaliseringen har indebåret et fald i de relative priser på importerede forarbejdede varer med baggrund i den kraftige ekspansion i produktionen i en række af de nye vækstmarkeder, herunder i Asien. Samtidig har den stigende globale konkurrence samt vandringer af billigere arbejdskraft lagt en dæmper på lønudviklingen i industrilandene. I perioden 1999-2007 har Den Europæiske Centralbank, ECB, beregnet, at prisen på eksempelvis industrivarer (fx energi), som dækker ca. 30 pct. af det private forbrug, kun steg med ca. 0,7 pct. pr. år, dvs. markant mindre end den samlede prisudvikling.

I den seneste tid har fokus været rettet mod den kraftige stigning i energi- og fødevarerpriser, som i betydelig udstrækning kan forklares af

den hastigt stigende efterspørgsel i Kina og andre nye vækstmarkeder, selv om en række andre faktorer også er af betydning som omtalt i afsnittet om den seneste økonomiske og monetære udvikling. Produktionen i disse økonomier er væsentlig mere energiintensiv end i de traditionelle industrilande. Den Internationale Valutafond, IMF, har beregnet, at de nye vækstmarkeder sammen med udviklingslandene kan forklare ca. 95 pct. af stigningen i efterspørgslen efter olie siden 2003. Sammen med stigende udbudsbegrænsninger har det bragt den reale oliepris op på det højeste niveau i nyere tid, noget over niveauet i 1979, mens de reale fødevarepriser fortsat ligger under tidligere historiske toppunkter.

Udviklingen har ført til, at den globale inflation er kommet op på 5½ pct. efter at have ligget under 4 pct. i de senere år. Inflationsrisici har dermed naturligt fået øget international opmærksomhed herunder risikoen for, at midlertidigt høje inflationsrater fører til såkaldte "andenrunde"-effekter i løn- og prisdannelsen, en udvikling der følges tæt af centralbankerne i bestræbelserne på at holde inflationsforventningerne forankret på et niveau foreneligt med prisstabilitet.

I denne udgave af kvartalsoversigten bringes tre artikler om andre emner, der knytter sig til forskellige økonomiske konsekvenser af globaliseringen – de to første med særlig fokus på danske forhold.

Den første artikel om *Globalisering, arbejdsmarked og ulighed* vedrører globaliseringens effekt på aflønningen af arbejdskraft og på graden af indkomstulighed i samfundet. Globaliseringen såvel som den teknologiske udvikling har medvirket til stigende danske reallønninger. Globaliseringen har medført, at dansk produktion er flyttet opad i værdikæden og dermed kan sælges til høje priser, mens forbrugerne omvendt har gavn af, at der kan importeres til lave priser fra lavtlønslande. Dette forhold forklarer omkring 25 pct. af stigningen i reallønnen siden 1980. Samtidig har der imidlertid været et nedadrettet pres på den andel af værdiskabelsen, der tilfalder arbejdskraften, dvs. den såkaldte lønkvote har været faldende og profitkvoten stigende. Det samme mønster ses i andre industrilande. Globaliseringen såvel som den generelle teknologiske udvikling tenderer endvidere til at øge ulighederne i indkomsterne på tværs af individer. Den danske samfundsmodel modvirker et langt stykke hen ad vejen denne underliggende tendens.

Artiklen om *Globalisering og danske direkte investeringer* analyserer lande- og branchefordelingen af danske direkte investeringer i udlandet samt beskæftigelseseffekter i Danmark af danske virksomheders øgede aktiviteter i udlandet. Danmarks direkte investeringer i udlandet er fortsat koncentreret i lande, der ligger geografisk tæt på Danmark, hvilket også gør sig gældende for varehandlen. Andelene af danske direkte investeringer i eksempelvis Kina har været stigende de senere år, men er

endnu på et lavt niveau, selv om Kina globalt er blandt de fem lande i verden, der har flest indadgående direkte investeringer ifølge skøn for 2006. Der er derimod stort set ingen indadgående investeringer i Danmark fra Kina eller de øvrige såkaldte BRIK-lande (Brasilien, Rusland, Indien og Kina). Analysen peger på en fortsat strukturel forskydning fra industri til serviceerhverv i den danske økonomi. Det kan have betydning for efterspørgslen efter arbejdskraft inden for bestemte uddannelsesgrupper og kvalifikationer. Det stiller krav om en omstillingsparat og tilpasningsdygtig samfundsøkonomi, ikke mindst hvad angår arbejdsmarkeds- og uddannelsesforhold.

Den tredje artikel om *Valutareserver og statslige investeringsfonde* belyser, hvordan styringen af disse fonde, Sovereign Wealth Funds (SWF), adskiller sig fra styringen af traditionelle valutareserver i centralbanker. Centralbankerne har typisk store risici relateret til valutakursudsving og guld, som historisk set har givet et lavt risikojusteret afkast. Sammenlignes centralbankers samlede risici i forhold til egenkapitalen kan de således forekomme ganske høje. Investeringerne i SWF er derimod spredt ud på andre aktivtyper, der isoleret set giver en bedre diversifikation og mulighed for at opnå højere afkast. SWF kan således tage risiko i forventning om at blive belønnet med et højere afkast. Centralbankerne har derimod også pengepolitiske hensyn, der indebærer en betydelig valutakursrisiko og omkostninger til finansiering af valutareserven.

SWF er vokset markant de senere år på baggrund især af høje olie- og råvarepriser, den finansielle globalisering og de store ubalancer i det globale finansielle system, som har resulteret i en kraftig vækst i akkumuleringen af udenlandske aktiver i overskudslande, herunder ikke mindst i Kina. SWF er dermed blevet stadigt vigtigere aktører i det internationale monetære og finansielle system, en udvikling som ventes at fortsætte. IMF skønner, at de samlede formuer i SWF vil øges fra 2-3 billioner dollar i dag til 6-10 billioner dollar inden for fem år, hvilket kan sammenholdes med samlede valutareserver (fx guld) i størrelsesordenen 5 billioner dollar i 2007.

Globalisering, arbejdsmarked og ulighed

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I denne artikel¹ beskrives nogle mulige konsekvenser af den stigende integration af lav- og mellemindkomstlande i verdensøkonomien. Der fokuseres på globaliseringens effekt på aflønningen af arbejdskraft og på graden af indkomstulighed i samfundet.

Såvel globaliseringen som den teknologiske udvikling har medvirket til stigende danske reallønninger. Globaliseringen har medført, at dansk produktion er flyttet opad i værdikæden og dermed kan sælges til høje priser, mens forbrugerne omvendt har gavn af, at der kan importeres til lave priser fra lavtlønslande. Dette forhold forklarer omkring 25 pct. af stigningen i reallønnen siden 1980. Samtidig har der imidlertid været et nedadrettet pres på den andel af værdiskabelsen, der tilfalder arbejdskraften, dvs. lønvoten har været faldende og profitkvoten stigende. Det samme mønster ses i andre industrilande.

Såvel globaliseringen som den generelle teknologiske udvikling tenderer at øge ulighederne i indkomsterne på tværs af individer. Den danske samfundsmodel har et langt stykke hen ad vejen formået at modvirke denne underliggende tendens.

STIGNING I DEN GLOBALE ARBEJDSSTYRKE

Verdens befolkning er de seneste 25 år vokset med 60 pct. svarende til 1,5 mia. personer, jf. tabel 1. Stort set hele væksten har fundet sted i lav- og mellemindkomstlande, herunder Kina og Indien. Samtidig har teknologiske fremskridt og fjernelse af barrierer for international udveksling af kapital, varer og tjenesteydelser medført en øget specialisering af produktionen på tværs af lande. Det har øget den internationale handel. Også immigrationsstrømmene er steget, men langt mindre end handelsstrømmene.

¹ Artiklen tager afsæt i IMF (2007a), kapitel 5.

BEFOLKNINGSUDVIKLING OG ÅBENHED

Tabel 1

	Befolkning 15-59 år		Ændring 1980-2005	Åbenhed	
	1980	2005		1980	2005
	Antal i mio.			Pct. af BNP	
Verden	2.503	3.997	1.494	42,0	58,3
Industrilande	672	764	92	44,2	55,6
Ikke-industrilande ekskl. Kina og Indien	884	1.673	789	40,5	65,7
Kina	570	885	315	14,3	65,0
Indien	377	675	298	16,4	37,3

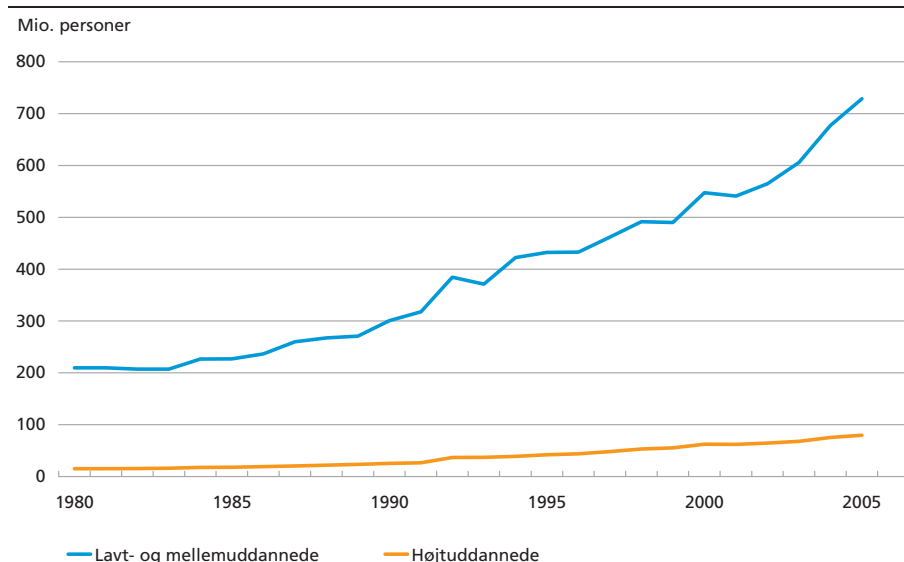
Anm.: "Åbenhed" viser summen af eksport og import af varer og tjenester i procent af BNP.

Kilde: IMF World Economic Outlook-database 2007 og UNCTAD Handbook of Statistics On-line.

Et skøn på den globale arbejdsstyrke forstået som den del af arbejdsstyrken, der konkurrerer på det internationale marked, kan fås ved at vægte udviklingen i et lands arbejdsstyrke med graden af åbenhed, dvs. summen af eksportens og importens andel af BNP. Målt på denne måde er den globale arbejdsstyrke ifølge en beregning fra Den Internationale Valutafond, IMF, skønsmæssigt firdoblet over de seneste 25 år, jf. figur 1. Det er den stærkt stigende grad af åbenhed, der får den globale arbejdsstyrke til at stige mere, end befolkningsudviklingen alene ville tilsige. Specielt er antallet af lavtuddannede i lav- og mellemindkomstlande

DEN GLOBALE ARBEJDSSTYRKE I KONKURRENCEERHVERV

Figur 1



Anm.: Skønnet på arbejdsstyrke er fremkommet ved på tværs af lande at vægte arbejdsstyrken med graden af åbenhed.

"Højtuddannede" viser antal personer i arbejdsstyrken med universitetseksamen.

Kilde: IMF (2007a).

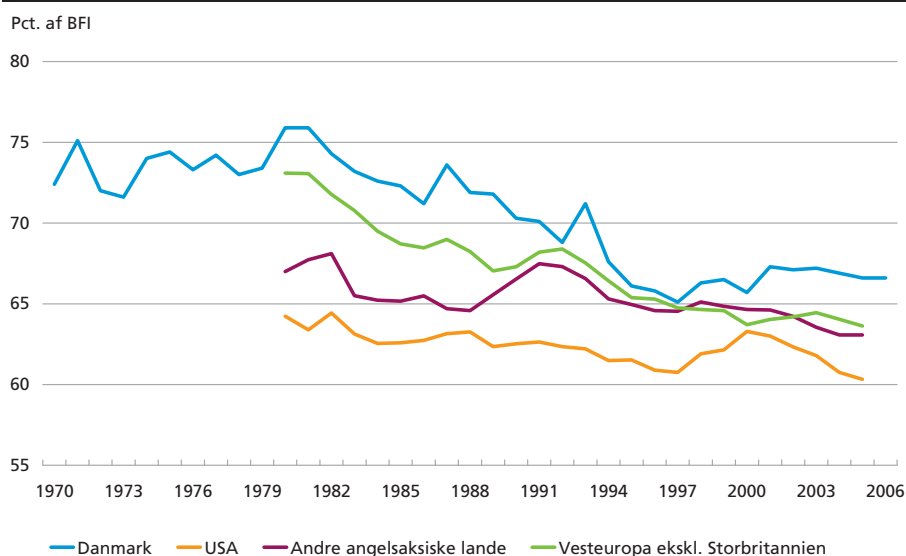
vokset. Udviklingen betyder, at arbejdsstyrken i industrilandene i stadig højere grad er i direkte konkurrence med arbejdsstyrken i lav- og mellemindkomstlande, hvor lønningerne typisk er markant lavere, lønspredningen større og arbejdsforholdene dårligere.

MULIGE KONSEKVENSER AF ØGET GLOBAL ARBEJDSKRAFTUDBUD

Globaliseringen antager mange former, men i denne artikel fokuseres alene på de mulige konsekvenser af et større globalt udbud af arbejdskraft. Når den globale arbejdsstyrke forøges kraftigt, bliver produktionsfaktoren arbejdskraft mere rigelig i forhold til andre produktionsfaktorer, herunder kapital. Det skulle ifølge klassisk økonomisk teori medføre, at aflønningen af arbejdskraft (den relativt mindre knappe produktionsfaktor) skulle falde i forhold til aflønning af kapital (den relativt mere knappe produktionsfaktor). Afhængig af substitutionsforholdene mellem arbejdskraft og kapital skulle vi se en faldende lønkvote defineret som aflønning af arbejdskraft i forhold til den samlede indkomstkabelse i økonomien (BFI). Det er også, hvad tallene viser, jf. figur 2.

LØNKVOTER, HELE ØKONOMIEN

Figur 2



Anm.: "Lønkvoten" måler aflønning af arbejdskraft i forhold til den samlede værdiskabelse i økonomien. Der er i beregningen af lønkvote medtaget lønindkomst til selvstændige. Aflønning pr. selvstændig forudsættes at svare til aflønning pr. lønmodtager. Antallet af selvstændige er i alle lande faldet betragteligt over perioden. "Andre angelsaksiske lande": Australien, Canada og Storbritannien. "Vesteuropa ekskl. Storbritannien": Østrig, Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Spanien, og Sverige.

Kilde: IMF (2007a) og Danmarks Statistik.

Fremover vil det nedadrettede pres på lønkvoten fra globaliseringen muligvis aftage, da graden af åbenhed ikke kan blive ved med at stige i samme omfang som over de seneste par årtier. Samtidig er befolkningsvæksten på vej ned. Omvendt er der i mange lav- og mellemindkomstlande stadig store befolkningsgrupper, der står uden for den del af økonomien, som konkurrerer internationalt.

Øget arbejdsudbud er ikke den eneste mulige forklaring på fald i lønkvoten. I Ellis og Smith (2007) påpeges, at hastigheden, hvormed de tekniske fremskridt sker, er steget. Jo stærkere grad af innovation, des hurtigere forældes kapitalapparatet og må skrottes, dvs. øgede afskrivninger, og den tilknyttede arbejdskraft afskediges. Det har styrket virksomhedernes forhandlingsposition over for medarbejderne, hvilket kan forskyde indkomstfordelingen over mod profit på bekostning af løn. Jo mere fleksibelt arbejdsmarkedet er, des mindre plausibel er denne forklaring.

Lønkvoten påvirkes ikke bare af det globale forhold. For Danmark, som er et olie- og gasproducerende land, vil olieprisens højde spille ind. De aktuelle høje energipriser medfører en overnormal profit i olie- og gasproduktionen, som alt andet lige hæver profitkvoten, beregnet som 100 minus lønkvoten.

Der er flere opgørelsesmæssige problemer ved beregning af lønkvoten for økonomien under ét. For den offentlige sektor beregnes BFI fra omkostningssiden, dvs. der mangler et profitelement. Det gør lønkvoten kunstigt høj i denne sektor. Det omvendte er tilfældet i ejerboligsektoren. Her fremkommer bidraget til BFI som et imputeret afkast, der i princippet afspejler, hvad en lejer skulle betale for en tilsvarende bolig tjeneste. Dette imputerede bidrag til BFI har imidlertid ikke noget modstykke i nogen virksomhedsindtægt, da bolig tjenesten forbruges af boligejerne selv, og kan dermed ikke fordeles som aflønning af ansatte. Lønkvoten i ejerboligsektoren er dermed meget lav.

Generelt er lønkvoten faldet mest i de sektorer, der er mest konkurrenceudsatte over for lav- og mellemindkomstlandene. Lønkvoten for hele økonomien under ét påvirkes således også af sektorforskydninger i beskæftigelsen.

Lønkvoten i Danmark er efter en længere periode med fald steget svagt over det seneste årti, mens der har været et fortsat fald i andre europæiske lande. Historisk har den danske lønkvote ligget højt i international sammenligning. Det skyldes bl.a. en relativt stor offentlig sektor i Danmark, som giver en høj lønkvote, dels fordi den offentlige sektor er meget "løntung" i forhold til andre sektorer, dels som følge af det manglende profitelement i opgørelsen af sektorens BFI.

GLOBALISERING OG AFLØNNING AF ARBEJDSKRAFT OG KAPITAL I DANMARK

En faldende lønkvote er ikke i sig selv udtryk for, at arbejdskraften taber på globaliseringen. Tværtimod er den øgede internationale specialisering over de seneste 25 år i høj grad kommet lønmodtagerne til gode. Sammenhængen mellem realløn og lønkvote er forklaret i boks 1.

SAMMENHÆNGEN MELLEM REALLØN, LØNKVOTE OG PRODUKTIVITET

Boks 1

Lønkvoten angiver den samlede aflønning af arbejdskraft (lønsom) sat i forhold til den samlede værdiskabelse (BFI), begge størrelser i løbende priser. For at se sammenhængen mellem lønkvote, realløn og produktivitet kan følgende omskrivning foretages:

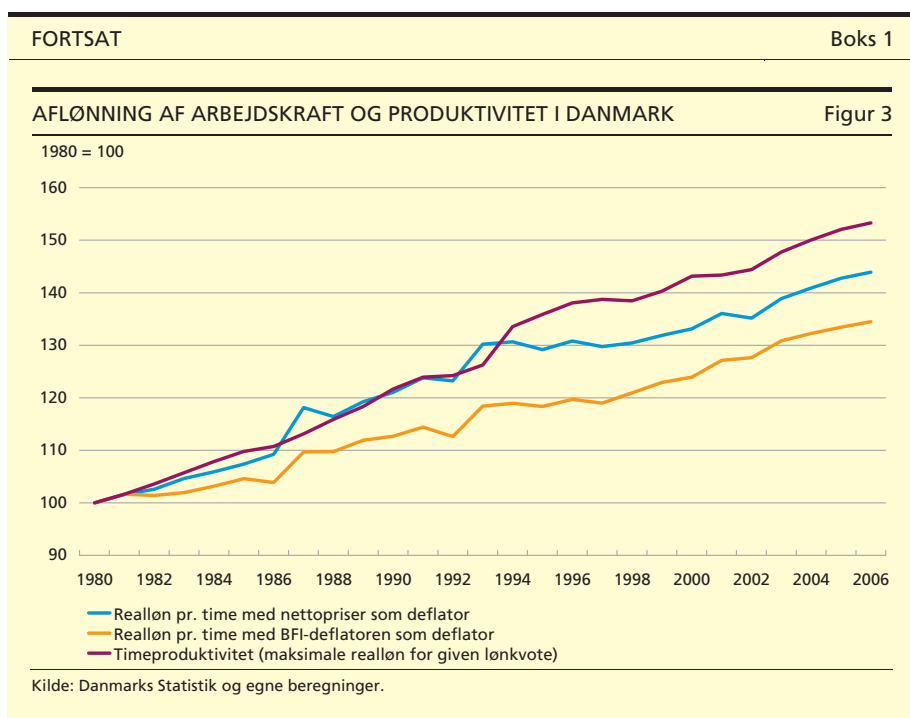
$$\begin{aligned} \text{lønkvote} &= \frac{\text{lønsum}}{\text{BFI}_{\text{løbende priser}}} = \frac{\text{timer} \cdot \text{timeløn}}{\text{BFI}_{\text{deflator}} \cdot \text{BFI}_{\text{faste priser}}} \\ &= \frac{\overbrace{\text{timeløn}}^{\text{realløn}}}{\text{nettoprisindeks}} \\ &= \underbrace{\frac{\text{BFI}_{\text{deflator}}}{\text{nettoprisindeks}}}_{\text{bytteforhold}} \cdot \underbrace{\frac{\text{BFI}_{\text{faste priser}}}{\text{timer}}}_{\text{produktivitet}} \end{aligned}$$

Tælleren i brøken angiver udviklingen i realløn pr. time målt ved at deflatere timelønnen før skat med nettoprisindekset, der måler den pris ekskl. indirekte skatter, som forbrugeren betaler. Det er et udtryk for den ansattes købekraft af den optjente løn¹.

Nævneren består af to dele:

For det første udviklingen i timeproduktiviteten. Produktiviteten sætter en grænse for reallønnen på den måde, at en realløn beregnet som løn deflateret med producentpris (BFI-deflator) kun kan vokse hurtigere end produktiviteten, hvis lønkvoten stiger. Over de sidste 25 år er produktiviteten imidlertid steget mere end den således beregnede realløn svarende til, at aflønningen af lønmodtagerne ikke fuldt ud er fulgt med den øgede produktivitet med et fald i lønkvoten til følge.

For det andet et "bytteforhold" mellem prisen på færdigvarer/tjenester, målt ved BFI-deflatoren, og nettopriserne. Priserne på danskproducerede varer og tjenester er steget mere end nettopriserne. Det er udtryk for, at dansk produktion er flyttet opad i værdikæden, mens nettopriserne holdes nede af import af varer fra lavtlønslande, herunder Kina. Reallønnen pr. time beregnet med udgangspunkt i BFI-deflatoren er således steget svagere end ved anvendelse af nettopriser som deflator, jf. figur 3. Forskellen er et udtryk for forbrugernes direkte gevinst ved globaliseringen. Beregnet på denne måde forklarer globaliseringen ca. 25 pct. af stigningen i reallønnen siden 1980, svarende til forskellen mellem den blå og orange kurve². Denne "bytteforholdsgevinst" opvejer delvist, at aflønningen ikke er fulgt med produktiviteten.



¹ Der er benyttet nettopriser i stedet for forbrugerpriser. Hvis timeløn før skat deflateres med forbrugerpriser, påvirkes reallønnen ikke, når den direkte beskatning øges. Modsat vil en afgiftsforhøjelse få reallønnen til at falde. Da en forhøjelse af den direkte beskatning og afgiftsforhøjelser i denne sammenhæng er synonyme, er denne asymmetri uheldig. Et bedre mål er derfor løn før skat deflateret med nettoprisindekset. Denne størrelse er netto for skatter i den forstand, at den ikke berøres af ændringer hverken i den direkte eller den indirekte beskatning.

² Der ligger ikke i denne beregning noget forsøg på at forklare løndannelsen. Der er tale om en ren ex post-beregning. Lønnenes højde kan være påvirket af såvel priser som skatter.

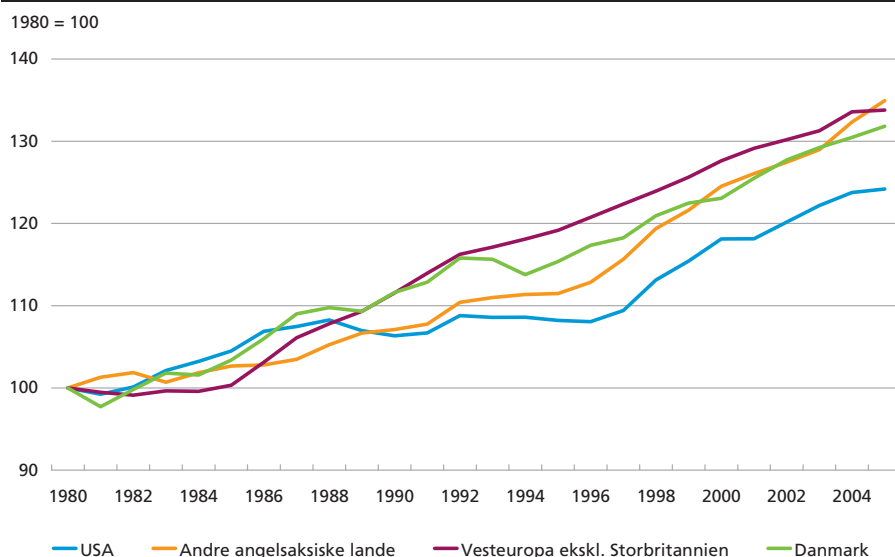
I figur 4 er vist en international sammenligning af udviklingen i real aflønning pr. hoved, som har været støt stigende. Real aflønning pr. hoved er i Danmarks tilfælde steget lidt mindre end real aflønning pr. time som vist i figur 3, da timeindsatsen pr. hoved har været aftagende over tid.

Profitkvoten angiver den del af værdiskabelsen, der ikke går til løn. Profitkvoten kan måles både brutto og netto. Afskrivninger på realkapitalen skal således typisk tages ud af bruttoprofitkvoten for at finde den reelle aflønning til kapitalejerne. Den del af værditilvæksten, der må sættes af til afskrivninger, er steget over tid. Det skyldes først og fremmest, at kapitalens gennemsnitlige levetid er reduceret, nok mest markant it-investeringerne. Derimod har der tilsyneladende ikke været nogen trendmæssig stigning i produktionens kapitalintensitet, målt som værdi af kapitalapparat i forhold til BFI, når vi ser hele økonomien under ét. Størrelsen kan dog kun måles med betydelig usikkerhed.

Trækkes boligbeholdningen ud, har afkastet til kapitalen rensat for afskrivninger ligget fladt siden slutningen af 1980'erne, jf. figur 5. Der er

REAL AFLØNNING PR. HOVED

Figur 4

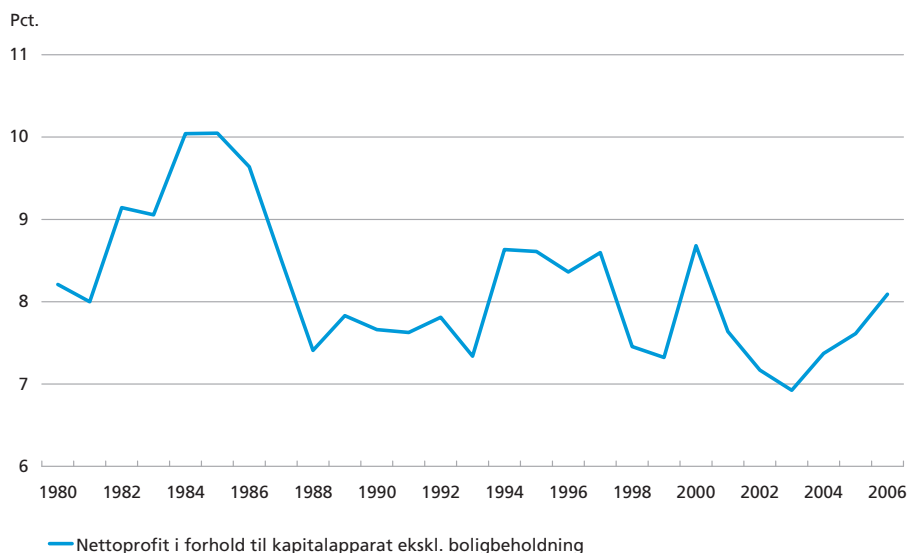


Kilde: IMF (2007a) og Danmarks Statistik.

tale om et realafkast, som kan holdes op mod en risikofri rente plus et risikotillæg. Da kapitalintensiteten som nævnt ikke er steget, får vi stort set samme billede, hvad enten nettoprofitten sættes i forhold til BFI eller værdien af kapitalapparatet.

AFLØNNING AF KAPITAL I DANMARK

Figur 5



Anm: Boligbeholdningen er trukket ud af kapitalbeholdningen, og nettoprofitten er korregeret tilsvarende.

Kilde: ADAM-banken og egne beregninger.

Arbejdskraften vil via direkte eller indirekte ejerskab af kapitalapparatet, fx i forbindelse med pensionsopsparing investeret i aktier, få del i profitkvoten, men formue er betydeligt mere ulige fordelt på tværs af individer end indkomst.

AFLØNNING AF HØJT- OG LAVTUDDANNEDE – EN INTERNATIONAL SAMMENLIGNING

International specialisering af produktionen til de lande, der mest effektivt producerer en given vare eller tjenesteydelse, giver øget international handel og velstand¹. Generelt er der dog en tendens til, at ulemperne ved globaliseringen er koncentreret på få, mens fordelene er spredt ud på de mange. Ulemperne skyldes først og fremmest tilpasningsomkostninger fx i form af midlertidig arbejdsløshed, hvis produktion flyttes ud, mens fordelene typisk kommer i form af lavere prisstigninger som følge af øget import fra lavtlønslande.

Som det fremgik af figur 1, er det især lavtuddannede, der er blevet flere af i den globale arbejdsstyrke og især i lav- og mellemindkomstlandene. Den internationale specialisering gør, at særligt produktion, der kræver denne type af arbejdskraft, flyttes til lav- og mellemindkomstlande². Det sker også i et vist omfang, at arbejdskraften flyttes, ved at lavtuddannede fra lavindkomstlande emigrerer til højindkomstlande. Begge dele kan presse lønnen til de lavtuddannede i forhold til de højtuddannede i industrilandene. Et studie på danske tal fra Rockwool Fonden tyder på, at indvandringen til Danmark af lavtuddannede fra mindre udviklede lande har presset lønnen til lavtuddannede danskere, jf. Malchow-Møller, Munch og Skaksen (2007). Isoleret set vil dette tendere at øge uligheden i indkomsterne i samfundet.

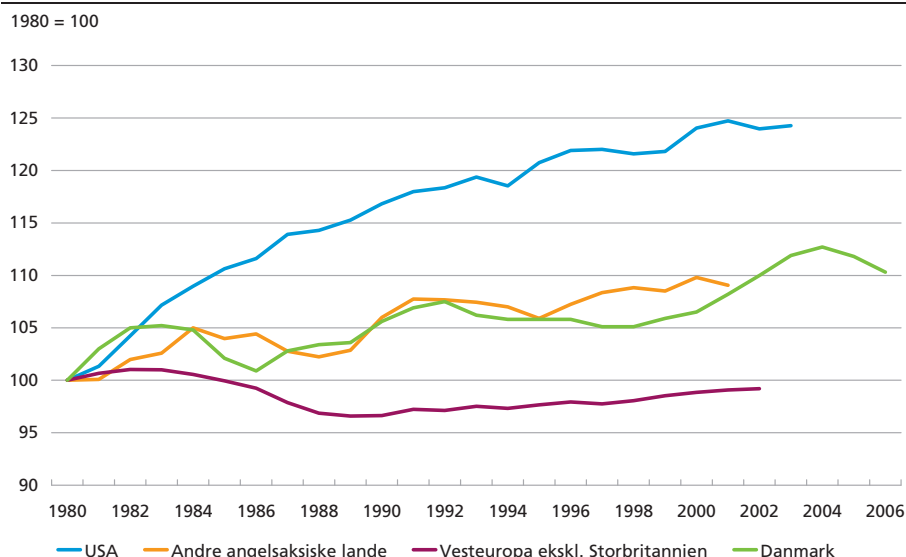
Oven i effekten på indkomstfordelingen fra øget international specialisering og samhandel kommer der en teknologieffekt, som er nok så vigtig. Den teknologiske udvikling har en tendens til at øge efterspørgslen efter højtuddannede mere end efter lavtuddannede (skill bias). Det forstærker globaliseringseffekten. Den samlede konsekvens af globaliseringen og den teknologiske udvikling er, at aflønningen til arbejdskraften i sektorer med mange højtuddannede skulle stige i forhold til aflønningen i sektorer med mange lavtuddannede. Tendensen til øget lønspredning er også delvist, hvad vi ser i data, jf. figur 6.

¹ Teorien om komparative fordele og dermed gevinst ved international handel er mere indgående behandlet i Pedersen (2007).

² Denne tendens til "skill-upgrading" i industrilandene ved handel med lav- og mellemindkomstlande findes også på danske data, jf. Rosholm, Scheuer og Sørensen (2007).

**AFLØNNING PR. ANSAT I SEKTORER MED MANGE HØJTUDDANNEDE I
FORHOLD TIL AFLØNNINGEN PR. ANSAT I SEKTORER MED MANGE
LAVTUDDANNEDE**

Figur 6



Anm.: "Andre angelsaksiske lande": Australien, Canada og Storbritannien. "Vesteuropa ekskl. Storbritannien": Østrig, Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Spanien og Sverige.

Kilde: IMF (2007a), Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den relative udvikling i aflønning pr. ansat i sektorer med henholdsvis mange højt- og lavtuddannede har sit spejlbillede i beskæftigelsesudviklingen i de to sektorgrupper, jf. figur 7 og boks 2 med hensyn til sektorafgrænsning.

Herhjemme er aflønningen pr. ansat i sektorer med mange højtuddannede og dermed højtlønnede steget i forhold til aflønningen pr. ansat i sektorer med mange lavtuddannede. Samtidig er beskæftigelsen i de højtlønnede sektorer steget relativt til beskæftigelsen i lavtlønnede sektorer. Det afspejler det løbende skift over mod produktion af varer og tjenester med stadig højere værditilvækst.

Det skal erindres, at det som følge af datatilgængelighed er forholdet mellem sektorer, der måles, og ikke direkte forholdet mellem højt- og lavtuddannede. Begge sektorgrupperinger indeholder begge typer medarbejdere, og ved internationale sammenligninger kan forskelligartet sammensætning i forskellige lande sløre billedet, jf. eksemplet med tekstilindustrien i boks 2.

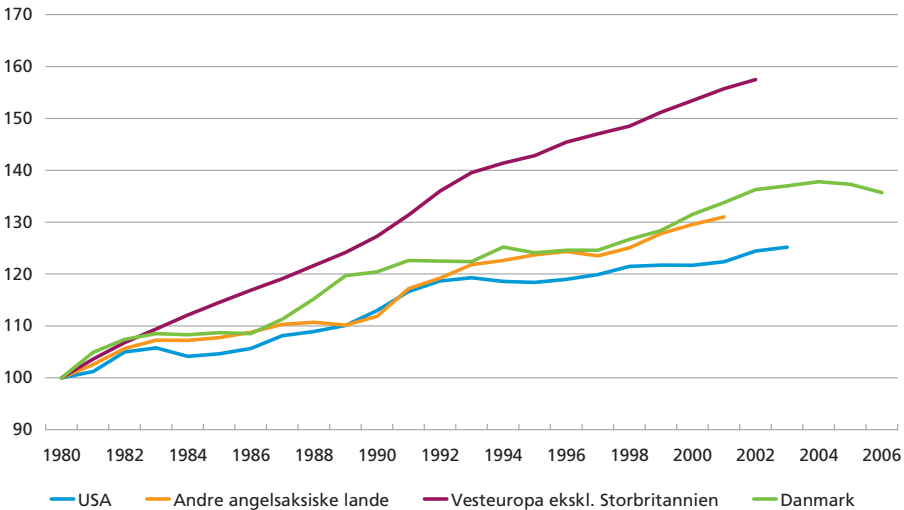
GLOBALISERING OG INDKOMSTFORDELING

Generelt medfører globalisering og teknologiske fremskridt øget efficiens, "kagen bliver større", men det kan som beskrevet ovenfor komme

BESKÆFTIGELSEN I SEKTORER MED MANGE HØJTUDDANNEDE I FORHOLD
TIL BESKÆFTIGELSEN I SEKTORER MED MANGE LAVTUDDANNEDE

Figur 7

1980 = 100



Anm.: "Andre angelsaksiske lande": Australien, Canada og Storbritannien. "Vesteuropa ekskl. Storbritannien": Østrig, Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Spanien og Sverige.
Kilde: IMF (2007a), Danmarks Statistik og egne beregninger.

på bekostning af graden af lighed i indkomstfordelingen og på kort sigt evt. øget arbejdsløshed. Hvor meget ledigheden stiger i omstillingsprocessen, er i høj grad et spørgsmål om arbejdsmarkedets funktionsmåde.

AFGRÆNSNING AF SEKTORER MED RELATIVT MANGE HØJTUDDANNEDE
OG SEKTORER MED RELATIVT MANGE LAVTUDDANNEDE

Boks 2

Opdelingen baserer sig på et studie fra OECD, Jean og Nicoletti (2002), og er anvendt i IMF (2007a). Samme opdeling er benyttet på danske tal.

Sektorer med mange højtuddannede

Papir- og grafisk industri
Kemisk industri
Maskinindustri
Energi og vandforsyning
Transport, post og tele
Finansiering og forretningsservice
Undervisning

Sektorer med mange lavtuddannede

Landbrug
Træindustri
Jern- og metalindustri
Bygge- og anlægsindustri
Handel og hotel
Tekstilindustri
Renovation

Den offentlige sektor er udeladt, undtagen posten "undervisning".

Sammensætningen af højtuddannede versus lavtuddannede i de forskellige sektorer kan skifte over tid. Fx er tekstilindustrien i mange lande kendetegnet ved mange lavtuddannede. I Danmarks tilfælde er disse job imidlertid flyttet til lavtlønslande, så der i dag er mange højtuddannede beskæftiget i sektoren.

Hovedårsagen til vedvarende arbejdsløshed er ikke globaliseringen, men snarere en konsekvens af manglende fleksibilitet og tilpasningsevne på arbejdsmarkedet – jo mere fleksibelt, des lettere flyttes arbejdskraft fra sektorer i tilbagegang over til sektorer i fremgang. Det danske arbejdsmarked er kendetegnet ved en høj grad af fleksibilitet, hvilket bl.a. afspejler sig i en høj jobomsætning, jf. figur 8.

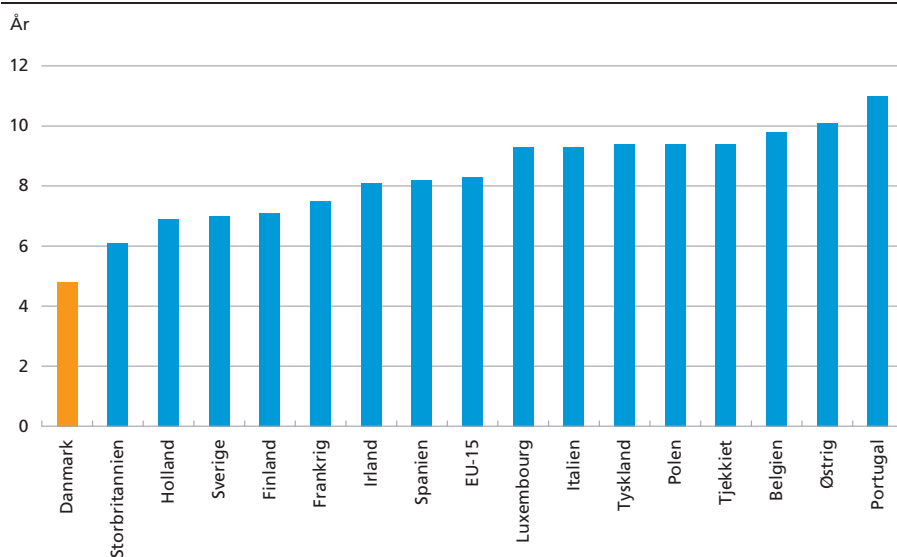
At omstillingen herhjemme hidtil er gået relativt glat, betyder ikke, at globaliseringen er uden udfordringer. Hvis der ikke løbende sker innovation og forbedringer i produktiviteten, vil realindkomsterne komme under pres. Danmark har hidtil klaret sig pænt. Resurser er uden de store problemer blevet flyttet over i produktion med stadig højere værditilvækst – "up-the-value-chain", jf. diskussionen i Pedersen (2007). Det viser sig bl.a. i, at industribeskæftigelsen herhjemme siden 2000 er faldet med 50.000, mens den samlede beskæftigelse i samme tidsrum er steget næsten 100.000. Det er hovedsagelig serviceerhvervene, som er gået frem.

Selv om samfundet som helhed vinder på globalisering og teknologisk udvikling, hindrer det ikke, at enkeltgrupper kan blive tabere. Som beskrevet er lavtuddannede potentielt mest udsat for evt. negative konsekvenser af udviklingen.

I IMF (2007b) analyseres ulighed i et globalt perspektiv. Konklusionen er, at selv om realindkomsterne for de nedre kvartiler i indkomstfordelingen er steget, er graden af ulighed generelt øget på tværs af lande

GENNEMSITLIG JOBANCIENNITET

Figur 8

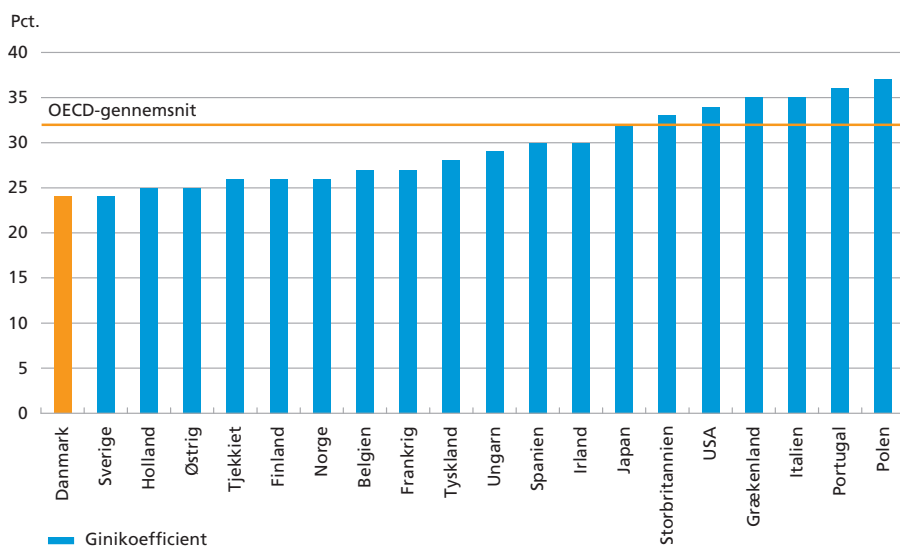


Anm.: Tallene vedrører 2005.

Kilde: Mobility in Europe fra "European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions", 2006.

INDKOMSTULIGHED – EN INTERNATIONAL SAMMENLIGNING

Figur 9



Anm.: Ginikoefficienten måler, hvor meget af indkomstmassen der skal flyttes fra folk med indkomster over gennemsnittet til folk med indkomster under gennemsnittet, for at indkomstfordelingen bliver helt lige. Ginikoefficienten ligger mellem 0 (helt lige fordeling) og 100 (helt ulige fordeling). Tallene vedrører 2000. Der er tale om ginikoefficienter på efter-skat-indkomster.

Kilde: Förster og d'Ercole (2005).

og regioner over det sidste par årtier. Det skyldes hovedsagelig stigende indkomstandel til de øvre kvartiler. Udviklingen mod større grad af lighed i indkomster i første del af det 20. århundrede er dermed brudt¹.

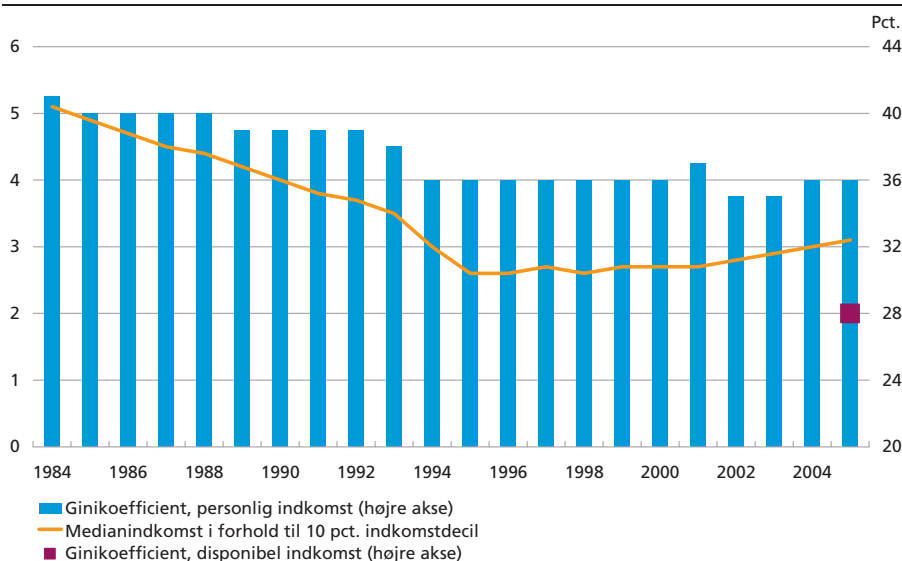
Der er stor forskel på, hvordan forskellige lande har valgt at takle presset mod større ulighed. I USA og delvis de angelsaksiske lande får lønningerne i vid udstrækning lov til at give sig, også i nedadgående retning. Herved reduceres de negative konsekvenser for beskæftigelse og arbejdsløshed, men på bekostning af graden af indkomstlighed i samfundet. I Vesteuropa er fokus i højere grad på indkomstfordelingen, og lønningerne får ikke lov at give sig fuldt ud i nedadgående retning. Det viser sig bl.a. i form af højere minimumslønninger, ligesom der er en højere grad af beskyttelse for dem, som allerede er i beskæftigelse. Prisen er en højere arbejdsløshed og flere på offentlig forsørgelse finansieret med et højere skattetryk. Forskellene i graden af ulighed er betydelig på tværs af lande, jf. figur 9.

Trods tendensen mod større ulighed i indkomster mellem højt- og lavtuddannede har spredningen i de personlige indkomster herhjemme været stort set uændret de sidste ti år. Danmark forsøger med sin flexicurity- og velfærdsmodel at sikre høj beskæftigelse og lav arbejdsløshed

¹ Måling af global indkomstulighed er dog forbundet med betydelig usikkerhed. For en oversigt se Anand og Segal (2008).

ULIGHED I PERSONINDKOMSTER OG DISPONIBLE INDKOMSTER I DANMARK

Figur 10



Anm.: Se anmærkning til figur 9. "Medianindkomst" er den indkomst, hvor halvdelen af befolkningen har en indkomst, som er højere, og halvdelen en indkomst, som er lavere. Grafen viser således, hvor mange gange medianindkomsten er højere end den højeste indkomst i laveste decil. Ginikoefficienten er et mere generelt mål, der måler ulighed både i den øvre og den nedre ende af indkomstskalaen. Beregningen af ginikoefficienten på disponibel indkomst er foretaget på individdata.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistisk Tiårsoversigt og egne beregninger på specialudtræk fra Danmarks Statistik af efter-skat-indkomster.

samtidig med, at et tætmasket socialt sikkerhedsnet og omfattende indkomstomfordeling via de offentlige budgetter sikrer en stor grad af lighed i indkomsterne¹. Det afspejler sig bl.a. i, at indkomstuligheden i de disponible indkomster er markant mindre end i før-skat-indkomsterne, jf. sidste søjle i figur 10.

Konkluderende kan det konstateres, at globalisering og teknologisk udvikling underliggende tenderer at øge uligheden i indkomster på tværs af individer, men den danske økonomiske model modvirker denne underliggende tendens.

¹ Den danske arbejdsmarkedsmodel er nærmere beskrevet i Pedersen og Riishøj (2007).

LITTERATUR

Anand, Sudhir og Paul Segal (2008), What do we know about Global Income Inequality, *Journal of Economic Literature*, Volume XLVI, nr. 1, March.

Det Økonomisk Råd (2001), Ulighed og omfordeling i Danmark, *Dansk Økonomi*, efterår.

Ellis, Luci og Kathryn Smith (2007), The global upward trend in the profit share, *BIS Working Paper*, nr. 231.

Förster, Michael og Marco Mira d'Ercole (2005), Income Distribution and Poverty in OECD Countries in the Second Half of the 1990s, i *OECD Social, Employment and Migration Working Paper*, nr. 22.

Hornstrup, M. og Bent Madsen (2000), *Formuerne i Danmark*, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd.

IMF (2007a), *World Economic Outlook*, forår.

IMF (2007b), *World Economic Outlook*, efterår.

Jean, Sébastien og Giuseppe Nicoletti (2002), Product Market Regulation and Wage Premia in Europe and North America: An Empirical Investigation, *OECD Economics Department Working Paper*, nr. 318.

Kreiner, Claus Thustrup, Torben Tranæs (red.), Henrik Jacobsen Kleven, Niels-Kenneth Nielsen og Peder J. Pedersen (2006), *Skat, Arbejde og Lighed*, Rockwool Fonden.

Malchow-Møller, Nikolaj, Jacob Roland Munch og Jan Rose Skaksen (2007), Udenlandsk arbejdskraft i Danmark, konsekvenserne for løn og beskæftigelse, Rockwool Fondens Forskningsenhed, *Arbejdspapir* nr. 16.

Pedersen, Erik Haller (2007), Globalisering og dansk økonomi, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Pedersen, Erik Haller og Johanne Dinesen Riishøj (2007), Flexicurity – den danske arbejdsmarkedsmodel, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Rosholm, Michael, Christian Scheuer og Anders Sørensen (2007), The Implications of Globalization for Firms' Demand for Skilled and Unskilled Labor, Aarhus School of Business, Copenhagen Business School and Centre for Economic and Business Research (CEBR), (unpublished paper).

Globalisering og danske direkte investeringer

Maria Carlsen, Økonomisk Afdeling og Annett Melgaard Jensen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Direkte investeringer foretages af virksomheder på tværs af landegrænser og er en blandt mange indikatorer for omfanget af globaliseringen. De direkte udenlandske investeringer skaber direkte, stabile og længelevende økonomiske forbindelser mellem økonomier, og de spiller dermed en væsentlig rolle i den økonomiske integrationsproces.

Som følge af integrationen af bl.a. Kina og Indien i verdensøkonomien har globaliseringen fået ekstra fart det seneste årti. Danmarks direkte investeringer i udlandet er dog stadig primært koncentreret i lande, der ligger geografisk tæt på Danmark, hvilket også gør sig gældende for varehandlen. Andelene af danske direkte investeringer i Kina har været stigende de senere år, men er endnu på et lavt niveau.

Når danske virksomheder investerer i udlandet, er det i høj grad i den type branche, som de selv tilhører. En undtagelse er danske handelsvirksomheder, hvor en væsentlig andel af deres investeringer er i udenlandske industrivirksomheder. Danske direkte investeringer i Brasilien, Rusland, Indien og Kina (BRIK-landene) er i højere grad i industrivirksomheder, end det er tilfældet i EU. Det kan skyldes et ønske om at drage fordel af de lavere produktionsomkostninger i de førstnævnte lande.

Direkte investeringer er i sig selv rene finansielle mellemværender, men de kan være ledsaget af realøkonomiske konsekvenser, fx for beskæftigelsen.

I denne artikel fokuseres på lande- og branchefordelingen af danske direkte investeringer i udlandet, og endvidere belyses beskæftigelses-effekter i Danmark af danske virksomheders øgede aktiviteter i udlandet. Analyserne foretages med baggrund i de virksomhedsspecifikke indberetninger, der ligger bag Nationalbankens statistik over direkte investeringer, suppleret med oplysninger om virksomhedernes beskæftigelse.

GLOBALISERING OG DANSKE DIREKTE INVESTERINGER

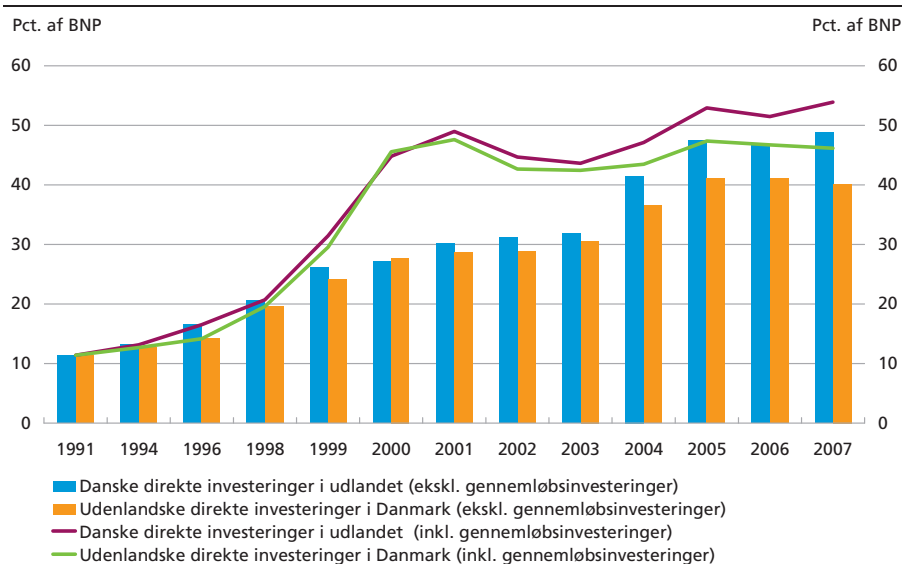
Globalisering har været en løbende proces over mange år, og den teknologiske udvikling har gjort det lettere for virksomheder at etablere sig i udlandet, da kommunikation og transport er blevet hurtigere og billigere. Det har været medvirkende til, at direkte investeringer i stigende grad er blevet en væsentlig faktor i den globale økonomi. Beholdningerne af danske direkte investeringer i udlandet og udlandets direkte investeringer i Danmark er steget markant i forhold til BNP siden begyndelsen af 1990'erne, jf. figur 1. I artiklen fokuseres hovedsageligt på beholdninger af danske direkte investeringer ekskl. gennemløbsinvesteringer, jf. boks 1.

Danske direkte investeringer ligger på nogenlunde samme niveau som de lande, der normalt sammenlignes med, jf. figur 2. Betingelserne for direkte investeringer har generelt været gunstige de seneste år som følge af robust makroøkonomisk vækst i mange lande, store virksomhedsoverskud, generelt lave renter mv.

De udadgående og indadgående direkte investeringer i Danmark er nogenlunde lige store. Siden 2004 har de udadgående dog oversteget

DANSKE DIREKTE INVESTERINGER, ULTIMO 1991-2007

Figur 1



Anm.: Der er korrigeret for mindre databrud i årene før 1998. For årene 1991, 1994 og 1996 findes data for direkte investeringer kun opgjort inkl. gennemløbsinvesteringer, men sidstnævnte var ubetydelige før 1999. Tal for 2007 er foreløbige.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

INTERNATIONAL STATISTISK DEFINITION AF DIREKTE INVESTERINGER¹

Boks 1

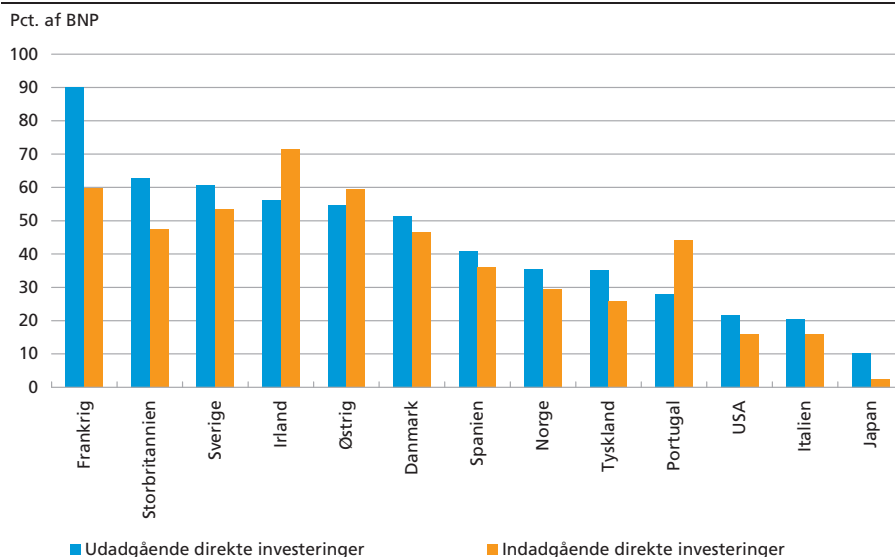
Direkte investeringer omfatter beholdninger af aktier og andre kapitalandele, hvor en investor besidder mindst 10 pct. af egenkapitalen eller stemmerne i den virksomhed, der er investeret i. Investeringer af denne størrelse antages dels at være foretaget med henblik på varig økonomisk forbindelse mellem investor og virksomheden, dels at give investor en væsentlig (men ikke nødvendigvis bestemmende) indflydelse på ledelsen. En direkte investering kan være i form af egenkapital eller koncernlån mv. Af de udadgående danske direkte investeringer ultimo 2006 var 69 pct. i egenkapital og 31 pct. i koncernlån mv. Direkte investeringer i egenkapital kan foretages som etableringer af nye virksomheder, kapitaludvidelser i eksisterende virksomheder eller køb af eksisterende virksomheder. En væsentlig del af direkte investeringer foretages som opkøb af eksisterende virksomheder.

I artiklen analyseres beholdningerne af danske direkte investeringer opgjort ekskl. gennemløbsinvesteringer. Gennemløbsinvesteringer er direkte investeringer, der "løber igennem" Danmark, dvs. direkte investeringer fra udlandet i et holdingselskab i Danmark (indadgående), der videreinvesterer midlerne i udlandet (udadgående). Disse investeringer giver ikke anledning til realøkonomisk aktivitet i det land, som de gennemløber. Fra 2000 til 2003 udgjorde gennemløbsinvesteringer en væsentlig del af de direkte investeringer, jf. figur 1, men omfanget er blevet betydeligt reduceret efter en ændring af skattelovgivningen i 2001. Internationale sammenligninger af direkte investeringer vanskeliggøres af, at de fleste lande opgør direkte investeringer inkl. gennemløbsinvesteringer.

¹ Se også "Kilder og metoder" i tabeltillæggene til statistikpublikationerne "Kvartalsvis strømstatistik for direkte investeringer" og "Årlig beholdningsstatistik for direkte investeringer", som udgives af Danmarks Nationalbank.

INDADGÅENDE OG UDADGÅENDE DIREKTE INVESTERINGER I UDVALGTE LANDE, ULTIMO 2006

Figur 2



Anm.: Direkte investeringer er inkl. gennemløbsinvesteringer for alle lande.

Kilde: Statistics Sweden, IMF og egne beregninger.

de indadgående, selv om der har været store opkøb af danske virksomheder de senere år.¹

DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ LANDE OG BRANCHER

Direkte investeringer og handel er ofte forbundet med hinanden, selv om der ikke er en entydig sammenhæng. Ved at foretage en direkte investering i et givet land får virksomheden adgang til et udenlandsk marked. Vælger virksomheden at producere og sælge sine produkter i det pågældende land, kan den direkte investering være substitut for handel og betyde mindre eksport til dette land. Eksporten vil derimod ikke falde, hvis virksomheden blot vælger at oprette en distributions- og salgsenhed i udlandet. Direkte investeringer kan også være drevet af et ønske om at minimere virksomhedens omkostninger ved fx at flytte dele af produktionen til lande, hvor løn mv. er lavere.²

Landefordelinger af direkte investeringer og handel

Danske direkte investeringer i udlandet er koncentreret i EU-lande, Norge og USA, jf. figur 3. Omkring halvdelen af de danske direkte investeringer i EU-landene er i Storbritannien, Sverige og Tyskland. Landefordelingen af varehandlen ligner i hovedtræk fordelingen af direkte investeringer. Dog fremgår det, at Kina tegner sig for en relativt større del af den danske import end af de indadgående direkte investeringer i Danmark.

På verdensplan har det traditionelt været industrilandene, der både modtager og foretager størstedelen af verdens direkte investeringer. Det seneste årti er BRIK-landene imidlertid begyndt at spille en større rolle i den globale økonomi. Siden midten af 1990'erne er Kina blevet det udviklingsland, der modtager flest direkte investeringer, og i 2006 var Kina at finde blandt de fem lande i verden, der havde flest indadgående direkte investeringer.³ Udadgående direkte investeringer fra Kina er på vej frem, selv om de fortsat er meget begrænsede. Der er stort set ingen indadgående investeringer i Danmark fra Kina eller de øvrige BRIK-lande. Direkte investeringer ind og ud af Danmark balancerer nogenlunde,

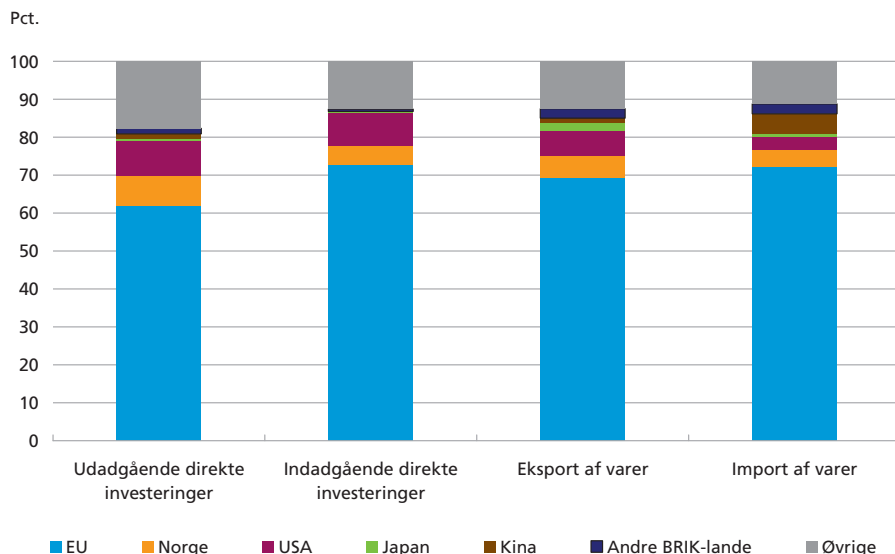
¹ Det skal ses i lyset af, at ikke alle virksomhedsopkøb registreres under direkte investeringer. Fx er kapitalfondes opkøb ofte finansieret ved udenlandske banklån, der ikke indgår under direkte investeringer, jf. Jayaswal, Kornvig og Skjærbæk (2006). Kun egenkapitaloverførsel og lån fra kapitalfondene betragtes som en direkte investering.

² Når motivet for en direkte investering (FDI) i udlandet er at minimere omkostningerne og gøre virksomhedens værdikæde mere konkurrencedygtig, kaldes det ofte vertikal FDI. Der er tale om horisontal FDI, når virksomheden producerer det samme produkt i forskellige lande. I praksis er der ikke altid en klar opdeling af, om den direkte investering er vertikal eller horisontal.

³ Jf. UNCTAD (2007a) og UNCTAD (2007b). Det skal dog bemærkes, at det kan være vanskeligt at sammenligne direkte investeringer på tværs af lande, jf. boks 1.

DANSKE DIREKTE INVESTERINGER (ULTIMO) SAMT EKSPORT OG IMPORT AF VARER, 2006

Figur 3



Anm.: Direkte investeringer er ekskl. gennemløbsinvesteringer. EU er EU25 (ekskl. Danmark). Kina er ekskl. Hongkong.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

hvilket afspejler, at den danske økonomi er i en senere og mere udviklet fase med hensyn til direkte investeringer end fx den kinesiske.¹

Danske direkte investeringer i Kina har været stigende siden midten af 1990'erne, men fra et meget lavt udgangspunkt, jf. figur 4. Samme tendens er at finde for eksporten til Kina, hvor andelen er steget fra 0,4 pct. i 1994 til 1,3 pct. i 2006. Andelene af direkte investeringer i de øvrige BRIK-lande har været nogenlunde uændrede over en årrække og er stadig beskedne, mens andelen til Japan har været faldende.

En del af forklaringen til de relativt få investeringer i Asien kan være barrierer inden for lovgivning, sprog mv. Hertil kommer, at landefordelingen af de direkte investeringer ikke altid er helt retvisende, da virksomheder i nogle tilfælde anvender et holdingselskab som mellemlid. Det medfører, at investeringen registreres i det land, hvor holdingselskabet er placeret, og ikke hvor den faktiske direkte investering er placeret. Denne u hensigtsmæssighed i statistikken vil blive udbedret i de kommende år, jf. boks 2.

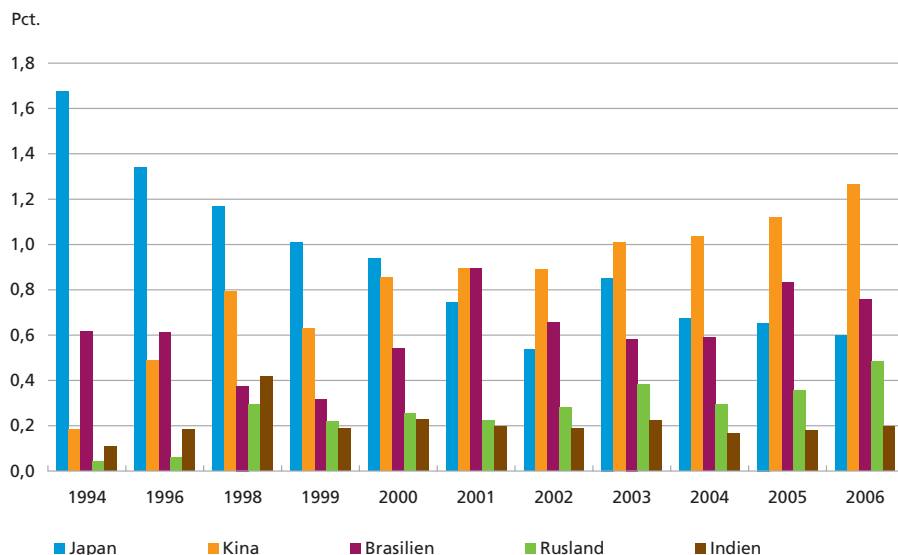
Motiver bag danske direkte investeringer i udlandet

Danske direkte investeringer foretages i høj grad i de lande, som er vigtige handelspartnere og ligger geografisk tæt på Danmark. Det stemmer

¹ Se Pedersen, B.T. (2007) for en gennemgang af en udviklingsmodel for direkte investeringer.

DIREKTE INVESTERINGER I UDVALGTE LANDE SOM ANDELE AF DE
SAMLEDE DANSKE DIREKTE INVESTERINGER I UDLANDET, ULTIMO 2006

Figur 4



Anm.: Der er en mindre ændring i opgørelsesmetoden fra 1996 til 1998. Kina er opgjort ekskl. Hongkong.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

NY STATISTIK

Boks 2

I de kommende år sker der væsentlige forbedringer nationalt som internationalt af statistikker, der belyser globalisering og direkte investeringer. Den væsentligste forbedring er Danmarks Statistiks udvidelse af den såkaldte FATS-statistik¹, der er en opgørelse af realøkonomiske variable som beskæftigelse og omsætning for udenlandske virksomheder i Danmark og danske virksomheder i udlandet. FATS udarbejdes i henhold til EU-forordning nr. 716/2007 af 20. juni 2007 om EF-statistikker over udenlandske datterselskabers struktur og aktiviteter, som er gældende fra statistikåret 2007. Danmarks Statistik planlægger dels at forlænge dataserien for udenlandske virksomheder i Danmark med 2004-07, dels at offentliggøre nye data for danske virksomheder i udlandet for 2007. Sidstnævnte forventes offentliggjort i 2009.

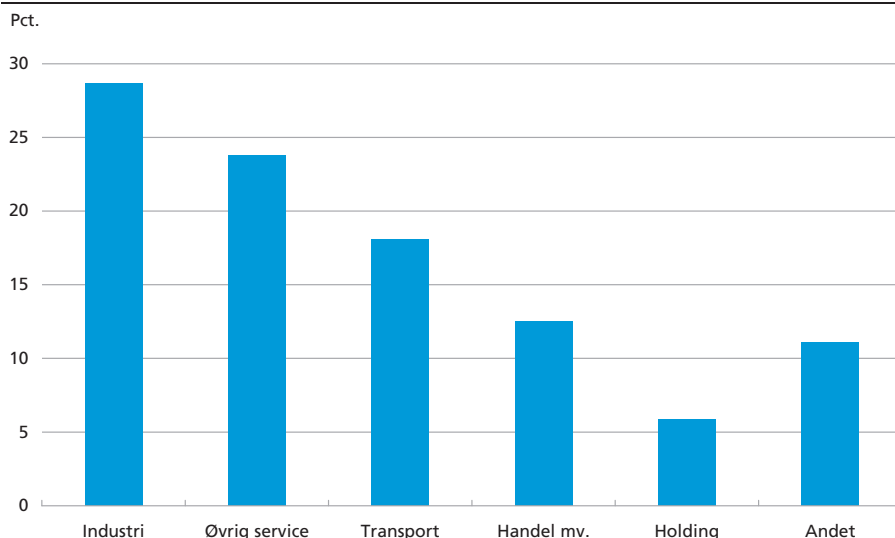
En anden forbedring er vedtagelsen af nye internationale retningslinjer for opgørelsen af direkte investeringer. OECD har med aktiv støtte fra IMF, Eurostat, ECB og medlemslandene opdateret statistikmanualen på området, nemlig *OECDs Benchmark Definition of Foreign Direct Investment (4th edition)*. Med de nye retningslinjer søges en række af de i artiklen nævnte uhensigtsmæssigheder vedrørende branche- og landefordeling samt gennemløbsinvesteringer udbedret. Tidsplanen for implementering af de nye retningslinjer diskuteres p.t. internationalt.

Endelig har IMF initieret en verdensomspændende opgørelse af direkte investeringer, den såkaldte Coordinated Direct Investment Survey (CDIS). Opgørelsen er frivillig, omfatter FDI-beholdninger ultimo 2009 og vil ifølge IMF's planer blive offentliggjort i slutningen af 2010. Danmark vil deltage i undersøgelsen sammen med 120 andre lande.

¹ Foreign Affiliates Trade Statistics (FATS). FATS-statistikken blev første gang offentliggjort som pilotprojekt i 2006 med tal for 2002-03, jf. Hansen og Mortensen (2006).

DANSKE DIREKTE INVESTERINGER I UDLANDET FORDELT PÅ
MODTAGERBRANCHE, ULTIMO 2006

Figur 5



Anm.: Modtagerbranchen er den udenlandske virksomheds branche, som den danske direkte investering foretages i. Branchefordelingen er baseret på danske direkte investeringer i form af egenkapital, dvs. at koncernlån ikke er inkluderet. Ukendt branche er udeladt. Øvrig service består af forretningsservice og finansiering mv. Andet består primært af landbrug og energi mv.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

overens med, at det vigtigste motiv for danske virksomheders etablering i udlandet ofte angives at være et ønske om at komme tættere på kunderne.¹ Som det fremgår af figur 5, var danske virksomheders udenlandske investeringer ved udgangen af 2006 i høj grad koncentreret inden for servicebrancher i modtagerlandet, herunder handel.²

En nærmere analyse af tallene viser, at omkring 64 pct. af danske industrivirksomheders investeringer er i udenlandske industrivirksomheder, mens ca. 25 pct. er i udenlandske handelsvirksomheder, jf. tabel 1. Ser man på danske handelsvirksomheders investeringer i udlandet, er ca. 33 pct. i handelsvirksomheder, mens 66 pct. er i industrivirksomheder.

I Danmark er det i høj grad store virksomheder, der foretager direkte investeringer i udlandet. Af virksomheder med udenlandske direkte investeringer står de 10 pct. største – målt ved størrelsen af udenlandske aktiver – bag 75 pct. af de danske direkte investeringer i udlandet. Således står 77 store virksomheder bag hovedparten af danske direkte investeringer i udlandet.

Der kan være mange forskellige motiver til at investere i udlandet, og de kan afhænge af både land og omstændigheder.³ Størstedelen af

¹ Se fx Økonomi- og Erhvervsministeriet (2003).

² I dette afsnit analyseres data på basis af direkte investeringer i form af egenkapital.

³ Se også Dansk Industri (2003) for en beskrivelse af motiver bag udenlandske etableringer.

DANSKE VIRKSOMHEDERS DIREKTE INVESTERINGER I UDLANDET FORDELT PÅ MODTAGERBRANCHER, ULTIMO 2006

Tabel 1

Pct.	Udenlandsk virksomhedsbranche					
	Handel	Transport	Øvrig service	Industri	Holding-selskaber	Andet
<i>Dansk virksomhedsbranche</i>						
Handel	33	0	0	66	0	0
Transport	0	97	0	0	2	1
Øvrig service	2	2	63	18	12	2
Industri	25	0	8	64	2	1
Holdingselskaber	12	14	34	18	12	10
Andet	0	0	0	1	1	98

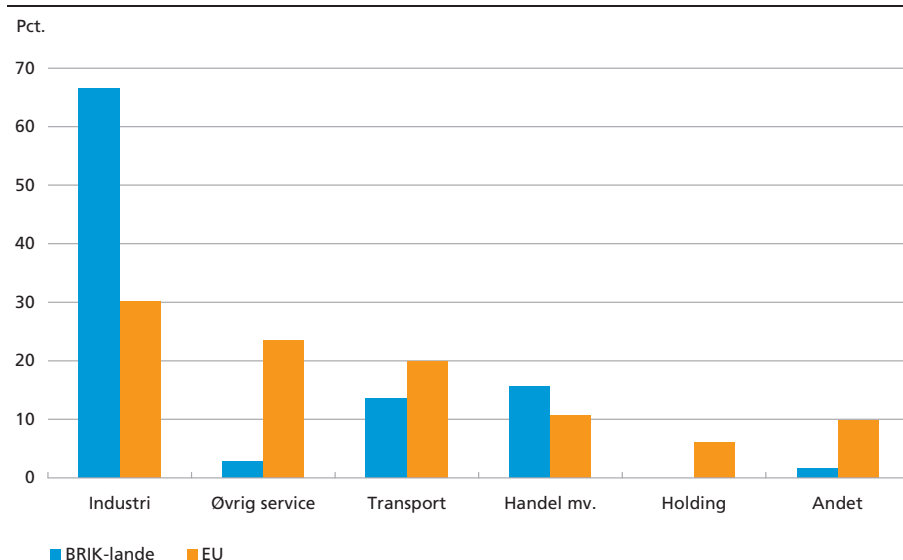
Anm.: Procent af totale danske virksomhedsbrancher. Afvigelser fra 100 i den horisontale sum kan forekomme som følge af afrunding. Branchefordelingen er baseret på direkte investeringer i egenkapital, dvs. koncernlån er ikke inkluderet. Ukendt branche er udeladt. Øvrig service består af forretningsservice og finansiering mv. Andet består primært af landbrug og energi mv.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

danske direkte investeringer i EU er i servicevirksomheder, mens den største andel i BRIK-landene er i industrivirksomheder, jf. figur 6. Mere detaljerede data viser, at danske virksomheder i højere grad investerer inden for deres egen branche, når de investerer i EU, end når de investerer i BRIK-landene, jf. appendiks 1. Det indikerer, at formålet med danske virksomheders direkte investeringer i EU er at styrke positionen på

DANSKE DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ MODTAGERBRANCHE I EU OG BRIK-LANDE, ULTIMO 2006

Figur 6



Anm.: Andele af total. Søjlerne for henholdsvis BRIK-lande og EU summer til 100. EU er EU25 (ekskl. Danmark). Brancherne refererer til den udenlandske virksomhedsbranche. Branchefordelingen er baseret på direkte investeringer i egenkapital, dvs. koncernlån er ikke inkluderet. Ukendt branche er udeladt. Øvrig service består af forretningsservice og finansiering mv. Andet består primært af landbrug og energi mv.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

det pågældende marked og være tæt på kunderne. I BRIK-landene er de fleste danske investeringer derimod i industri, om end beløbene er beskedne. Det kan indikere, at virksomhederne udnytter fordelene ved lave omkostninger, eller at virksomhederne investerer for få lettere adgang til nye vækstmarkeder.¹

En opdeling af EU i to grupper viser, at en lidt større andel af danske direkte investeringer i de nyere EU-lande (EU10) er i industrivirksomheder, end det er tilfældet i de lande, der var medlem af EU før udvidelsen i 2004 (EU15).² Det kan hænge sammen med, at produktionsomkostningerne er lavere i EU10 end i EU15. Det skal dog holdes for øje, at omfanget af investeringer i EU10 er betydeligt mindre end i EU15. I 2006 var 58 pct. af de totale udadgående danske direkte investeringer i EU15, mens 4 pct. var i EU10 og 3 pct. i BRIK-landene.

Ses der på økonomien som helhed, er det i høj grad forhold som produktivitet og lønomkostninger i forhold til omverdenen, der er afgørende for, hvilke aktiviteter der produceres indenlandsk, og hvilke der produceres udenlandsk.³ Arbejdskraftens produktivitet er bestemt af det fysiske kapitalapparats størrelse og effektivitet, medarbejdernes uddannelsesniveau, infrastrukturen i samfundet, retssystemets indretning og generelt god regeringsførelse.⁴ Det er forhold, som ofte sammenfattes under betegnelsen "erhvervslivets rammevilkår" i de forskellige lande. Det er således et kompliceret samspil mellem mange faktorer, der afgør, hvorledes den globale produktion og dens sammensætning er fordelt på lande.

DANSKE ETABLERINGER I UDLANDET OG BESKÆFTIGELSE I DANMARK

Når danske virksomheder opretter nye virksomheder i udlandet, skabes der alt andet lige arbejdspladser i udlandet. Omvendt skabes der alt andet lige danske arbejdspladser, når udenlandske virksomheder investerer i Danmark.

Der kan også være positive beskæftigelseseffekter i Danmark, når danske virksomheder ekspanderer internationalt, da det fx kan give anledning til øgede eksportordrer til danske virksomheder. Omvendt kan udenlandske direkte investeringer i Danmark betyde øget konkurrence for og tab af arbejdspladser i de virksomheder, der i forvejen opererer i Danmark.

¹ I stedet for at etablere sig i udlandet kan virksomheder vælge at outsource produktion til andre lande, hvor fx lønnen er lavere. Når et produkt outsources, køber virksomheden produktet af en anden virksomhed i stedet for selv at producere det. Outsourcing behandles ikke nærmere i artiklen.

² Bulgarien og Rumænien er ikke inkluderet, da de først blev medlemmer af EU 1. januar 2007. Landene i EU10 og EU15 kan ses i tabel A3 og A4 i appendiks 1.

³ Se Pedersen, E. H. (2007) for en nærmere beskrivelse af komparative fordele.

⁴ For en nærmere beskrivelse af Danmarks lønkonkurrenceevne se artiklen af Pedersen og Riishøj i denne publikation.

Der er imidlertid ikke nødvendigvis beskæftigelsesmæssige konsekvenser knyttet til direkte investeringer. En virksomhedsovertagelse vil ikke umiddelbart betyde ændringer i beskæftigelsen, hvis det blot er ejerforholdene, der ændres. Den nye ejer kan imidlertid forsøge at skabe værditilvækst gennem enten nedskæringer eller ekspansion, hvilket kan betyde henholdsvis færre eller flere ansatte. Der er derfor ikke en entydig sammenhæng mellem direkte investeringer og beskæftigelse. Direkte investeringer er i sidste ende finansielle mellemværender, mens beskæftigelse er en realøkonomisk størrelse. Udviklingen i beskæftigelsen er bl.a. påvirket af den teknologiske udvikling, der kan give anledning til produktivitsfremskridt, så der skal færre personer til at producere en given mængde varer. Virksomheder kan således skabe værditilvækst uden at øge antallet af ansatte, og beskæftigelsesudviklingen er ikke nødvendigvis et mål for, hvordan virksomhederne klarer sig.

Ansatte i udenlandske virksomheder i Danmark

I 2003 var der 228.000 ansatte i 3.066 udenlandske virksomheder i Danmark, hvor den udenlandske ejerandel var større end 50 pct.¹ Antal ansatte i udenlandske virksomheder i Danmark er steget fra at udgøre ca. 10 pct. af alle ansatte i den private sektor i starten af 1990'erne til ca. 16 pct. i 2003.² Samtidig med at udenlandske virksomheder har fået større betydning på det danske arbejdsmarked, er danske virksomheder også blevet mere aktive i udlandet. I starten af 2008 var danske virksomheder engageret i 4.184 udenlandske datterselskaber, hvor grænsen for ejerskab var 10 pct., mens danske virksomheder i starten af 1990'erne ejede ca. 2.000 virksomheder i udlandet.³

Ansatte i danske virksomheder med direkte investeringer i udlandet

Det er vanskeligt at vurdere beskæftigelsesvirkningerne i Danmark af danske direkte investeringer i udlandet. Det skyldes bl.a., at der kan være effekter ikke alene for de virksomheder, der har direkte investeringer i udlandet, men også for øvrige virksomheder i Danmark, fx leverandører til de virksomheder, som ekspanderer internationalt.

Noget af problemstillingen kan dog belyses ved at se på udviklingen i antal ansatte i danske virksomheder med direkte investeringer i udlandet, jf. tabel 2 og 3. Metoden bag tallene er nærmere beskrevet i appendiks 2, og det skal understreges, at der kan være en vis usikkerhed forbundet med opgørelsen.

¹ Jf. Hansen og Mortensen (2006).

² Jf. Erhvervsredegørelse 1993 samt Hansen og Mortensen (2006).

³ Jf. Bureau Van Dijk's Odin-database og Erhvervsredegørelse 1993.

BESKÆFTIGELSE I DANMARK I VIRKSOMHEDER MED DIREKTE
INVESTERINGER I UDLANDET

Tabel 2

	Industri	Service	Øvrige
<i>Virksomheder i Danmark med direkte investeringer i udlandet i både 1998 og 2006</i>			
Ansatte i alt (tusinde), 2007	42	68	...
Ændring i antal ansatte fra 1999 til 2007, pct.	-10	-4	...
<i>Ansatte i Danmark</i>			
Ansatte i alt (tusinde), 2007	366	852	1.085
Ændring i antal ansatte fra 1999 til 2007, pct.	-11	15	6

Anm.: Beskæftigelsen er opgjort på basis af ATP-statistikken. Se metodebeskrivelse i appendiks 2. Manglende data i kolonnen Øvrige er baseret på få observationer og er derfor fortrolige.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen samt egne beregninger.

I tabel 2 er der set på beskæftigelsesudviklingen i Danmark fra 1999 til 2007 i virksomheder, der havde direkte investeringer i udlandet i hele perioden fra ultimo 1998 til 2006. Beskæftigelsesudviklingen i industri-virksomheder med direkte investeringer i udlandet var nogenlunde på niveau med den generelle udvikling i industribeskæftigelsen. Billedet for industrien svarer meget godt til Dansk Industri (2003), som finder, at industrivirksomheder med udenlandske datterselskaber havde en lidt bedre beskæftigelsesudvikling i Danmark end andre industrikoncerner i perioden 1996-2002, mens der samtidig var høj vækst i antal ansatte i de udenlandske datterselskaber.¹

Ifølge opgørelsen i tabel 2 havde virksomheder inden for serviceerhverv med direkte investeringer i udlandet derimod en svagere beskæftigelsesudvikling sammenlignet med den generelle udvikling inden for serviceerhverv i Danmark. Det skal bl.a. ses i lyset af, at der ikke er mange virksomheder med direkte investeringer i udlandet i de servicebrancher, hvor beskæftigelsen er steget meget. Fx har der været kraftig vækst i beskæftigelsen inden for underbranchen "Anden forretningsservice", der bl.a. dækker over vikarbureauer, indretningsarkitekter og arbejdsformidling.² Inden for denne branche, der primært er hjemmemarkedsorienteret, var der næsten ingen virksomheder, der havde direkte investeringer i udlandet.

Antallet af danske virksomheder med direkte investeringer i udlandet er vokset fra 1998 til 2006. I tabel 3 er der derfor set på beskæftigelsesudviklingen fra 2003 til 2007 i danske virksomheder, der havde direkte investeringer i udlandet i 2006. Herved fås samme billede som i tabel 2.

¹ Undersøgelsen omfatter koncerner i Dansk Industris medlemskreds, der har concernsæde i Danmark og datterselskaber i udlandet.

² Beskæftigelsen steg 62,6 pct. fra 2. kvartal 2003 til 3. kvartal 2007, jf. AErådet (2008).

**BESKÆFTIGELSE I DANMARK I VIRKSOMHEDER MED DIREKTE
INVESTERINGER I UDLANDET**

Tabel 3

	Industri	Service	Øvrige
<i>Virksomheder i Danmark med direkte investeringer i udlandet i 2006</i>			
Ansatte i alt (tusinde), 2007	100	160	12
Ændring i antal ansatte fra 2003 til 2007, pct.	-4	3	-3
<i>Ansatte i Danmark</i>			
Ansatte i alt (tusinde), 2007	366	852	1.085
Ændring i antal ansatte fra 2003 til 2007, pct.	-4	13	4

Anm.: Beskæftigelsen er opgjort på basis af ATP-statistikken. Se metodebeskrivelse i appendiks 2.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen samt egne beregninger.

Afrunding

Analysen af direkte investeringer indikerer, at danske virksomheder har ekspansion og udbygning af styrkeposition for øje, når de investerer i udlandet. Det ses af, at de direkte investeringer primært er i nærmarkeder og inden for virksomhedernes egne brancher.

Direkte investeringer ind og ud af Danmark balancerer på overordnet niveau. Danske industrivirksomheder investerer dog mere i udlandet, end udlandet investerer i danske industrivirksomheder. Samlet set tyder det på en fortsat strukturel forskydning fra industri til serviceerhverv i den danske økonomi. Det kan have betydning for efterspørgslen efter arbejdskraft med bestemte kvalifikationer og inden for bestemte uddannelsesgrupper. Det stiller krav om en omstillingsparat og tilpassningsdygtig samfundsøkonomi, ikke mindst hvad angår arbejdsmarkeds- og uddannelsesforhold.

LITTERATUR

AERådet (2008), Opsvingets vindere og tabere målt ved den branchemæssige beskæftigelse, 4. januar.

Dansk Industri (2003), Danske virksomheders etableringer i udlandet, *Etableringsundersøgelsen*.

Det Økonomiske Råd (2001), *Dansk Økonomi*, efterår, kapitel 3.

Erhvervsredegørelse 1993, Ministeriet for erhvervspolitisk samordning, september.

Hansen, C. og M.F. Mortensen (2006), Dansk erhvervsliv i internationalt perspektiv, Danmarks Statistik, *TemaPubl*:1.

Jayaswal, P., M. Kornvig og K. Skjærbæk (2006), Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Pedersen, B.T. (2007), Internationale direkte investeringer i Danmark og Kina i det 20. århundrede, *Økonomi & Politik*, 80. årgang nr. 2.

Pedersen, E. H. (2007), Globalisering og dansk økonomi, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Pedersen, E. H. og J. D. Riishøj (2008), Danmarks lønkonkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

UNCTAD (2007a), *World Investment Report*.

UNCTAD (2007b), Rising FDI into China: The facts behind the numbers, *Investment Brief*, nr. 2.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2003), Vækst gennem globalisering, Handlingsplan og baggrundsanalyse, oktober.

APPENDIKS 1: DETALJEREDE TABELLER OVER DANSKE DIREKTE INVESTERINGER I UDLANDET

DANSKE VIRKSOMHEDERS DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ
UDENLANDSKE MODTAGERBRANCHER I EU, ULTIMO 2006

Tabel A1

Pct.	Udenlandsk modtagerbranche					
	Handel	Transport	Øvrig service	Industri	Holdingselskaber	Andet
<i>Dansk virksomhedsbranche</i>						
Handel	41	1	0	57	1	0
Transport	0	100	0	0	0	0
Øvrig service	3	1	63	17	15	2
Industri	8	0	1	85	5	2
Holdingselskaber	13	11	40	16	7	12
Andet	0	0	0	1	3	97

Anm.: Procent af totale danske virksomhedsbrancher. Afvigelser fra 100 i den horisontale sum kan forekomme som følge af afrunding. Branchefordelingen er baseret på direkte investeringer i egenkapital, dvs. koncernlån er ikke inkluderet. Ukendt branche er udeladt. Øvrig service består af forretningsservice og finansiering mv. Andet består primært af landbrug og energi mv. EU er EU25 (ekskl. Danmark).

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSKE VIRKSOMHEDERS DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ
UDENLANDSKE MODTAGERBRANCHER I BRIK-LANDENE, ULTIMO 2006

Tabel A2

Pct.	Udenlandsk modtagerbranche					
	Handel	Transport	Øvrig service	Industri	Holdingselskaber	Andet
<i>Dansk virksomhedsbranche</i>						
Handel	22	0	0	78	0	0
Transport	0	100	0	0	0	0
Øvrig service	1	0	4	89	0	7
Industri	29	0	0	71	0	0
Holdingselskaber	0	11	12	74	0	5
Andet	0	0	0	100*	0	0*

Anm.: Procent af totale danske virksomhedsbrancher. Afvigelser fra 100 i den horisontale sum kan forekomme som følge af afrunding. Branchefordelingen er baseret på direkte investeringer i egenkapital, dvs. koncernlån er ikke inkluderet. Ukendt branche er udeladt. Øvrig service består af forretningsservice og finansiering mv. Andet består primært af landbrug og energi mv. BRIK-landene: Brasilien, Rusland, Indien og Kina.

* Tallene er blevet korrigeret af tekniske årsager.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**DANSKE VIRKSOMHEDERS DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ
UDENLANDSKE MODTAGERBRANCHER I EU15, ULTIMO 2006**

Tabel A3

Pct.	Udenlandsk modtagerbranche					
	Handel	Transport	Øvrig service	Industri	Holdingselskaber	Andet
<i>Dansk virksomhedsbranche</i>						
Handel	41	1	0	57	1	0
Transport	0	100	0	0	0	0
Øvrig service	3	1	64	16	15	2
Industri	8	0	1	84	5	2
Holdingselskaber	14	9	42	14	8	12
Andet	0	0	0	0	3	97

Anm.: Procent af totale danske virksomhedsbrancher. Afvigelser fra 100 i den horisontale sum kan forekomme som følge af afrunding. Branchefordelingen er baseret på direkte investeringer i egenkapital, dvs. koncernlån er ikke inkluderet. Ukendt branche er udeladt. Øvrig service består af forretningsservice og finansiering mv. Andet består primært af landbrug og energi mv. EU15 (ekskl. Danmark) består af Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og Østrig.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**DANSKE VIRKSOMHEDERS DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ
UDENLANDSKE MODTAGERBRANCHER I EU10, ULTIMO 2006**

Tabel A4

Pct.	Udenlandsk modtagerbranche					
	Handel	Transport	Øvrig service	Industri	Holdingselskaber	Andet
<i>Dansk virksomhedsbranche</i>						
Handel	43	0	2	54	0	0
Transport	0	100	0	0	0	0
Øvrig service	2	3	54	37	3	1
Industri	9	0	0	90	0	0
Holdingselskaber	4	38	14	37	0	7
Andet	0	0	0	47	0	53

Anm.: Procent af totale danske virksomhedsbrancher. Afvigelser fra 100 i den horisontale sum kan forekomme som følge af afrunding. Branchefordelingen er baseret på direkte investeringer i egenkapital, dvs. koncernlån er ikke inkluderet. Ukendt branche er udeladt. Øvrig service består af forretningsservice og finansiering mv. Andet består primært af landbrug og energi mv. EU10 består af Cypren, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

APPENDIKS 2: METODEBESKRIVELSE TIL OPGØRELSEN AF ANSATTE I DANMARK I DANSKE VIRKSOMHEDER MED DIREKTE INVESTERINGER I UDLANDET

I dette appendiks gives en kort beskrivelse af metoden til opgørelsen af antal ansatte i Danmark i danske virksomheder med direkte investeringer i udlandet.

Der er dannet en liste med CVR-numre over de virksomheder, der havde direkte investeringer i 1998 og/eller 2006, og som indberettede til Nationalbanken. Ud fra denne liste findes antal ansatte i de pågældende virksomheder i et dataudtræk fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. I oplysningerne fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen er antal ansatte opgjort ud fra ATP-statistikken i perioden 1999-2007. Det har været muligt at få oplysninger om antal ansatte for omkring tre fjerdedele af alle CVR-numrene.

Der er dog visse problemer ved anvendelsen af CVR-numre som identifikation af relevante virksomheder. En virksomheds CVR-nummer kan ophøre med at være aktivt, hvis virksomheden fx fusionerer med en anden virksomhed og fortsætter under et andet CVR-nummer. Det betyder, at et givet CVR-nummer kan omfatte virksomheder efter fusioner eller spaltninger.

Herudover kan der være virksomheder med direkte investeringer, der ikke indberetter til Nationalbanken, og derfor ikke indgår på listen med CVR-numre. Opgørelsen af direkte investeringer er baseret på en stikprøve med en gennemsnitlig dækningsgrad på 90-95 pct.

I opgørelsen af antal ansatte i perioden 1999-2007 indgår virksomheder, der havde direkte investeringer i både 1998 og 2006. I opgørelsen af antal ansatte i perioden 2003-2007 indgår kun virksomheder, der havde direkte investeringer i 2006. Det er derfor muligt, at der er virksomheder, som ikke havde direkte investeringer i alle årene i perioden 2003-06. Det er forsøgt at korrigere for enkelte store virksomhedsoverdragelser mv. i de to datasæt, for så vidt det er muligt at finde pålidelige oplysninger herom.

De undersøgte virksomheder er blevet opdelt på brancher ud fra 9-standardgrupperingen i Dansk branchekode, Danmarks Statistik (DB03). Herefter er brancherne lagt sammen til de tre brancher i tabel 3 i hovedteksten. *Industri* består af branchen industri. *Service* består af handel mv., transport, post og tele samt finansieringsvirksomhed og forretningservice mv. *Øvrige* består af bygge og anlæg, landbrug mv., energi og vandforsyning samt offentlige og personlige tjenesteydelser.

Valutareserver og statslige investeringsfonde

Søren Schrøder og Esben Humble Slotsbjerg, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Inden for de sidste 20 år er der sket en øget globalisering og integration af varemærkederne og de finansielle markeder. Køb og salg af varer og finansielle aktiver, fx aktier og obligationer, foregår i stadigt stigende omfang på tværs af landegrænserne, ligesom virksomheder og banker opererer på tværs af grænser. Det har ført til stigende globale handels- og kapitalbevægelser, men har også muliggjort finansielle ubalancer. USA har fx betydelige betalingsbalanceunderskud, mens en række asiatiske og råvareproducerende lande omvendt har store overskud, jf. figur 1. Det betyder, at det amerikanske betalingsbalanceunderskud i høj grad direkte eller indirekte er finansieret af de sydøstasiatiske vækstøkonomier og olieeksporterende lande.

Det illustrerer, at ikke alene er kapitalbevægelserne steget i omfang, men de afspejler også et nyt mønster, hvor de industrialiserede lande er nettoimportører af kapital.

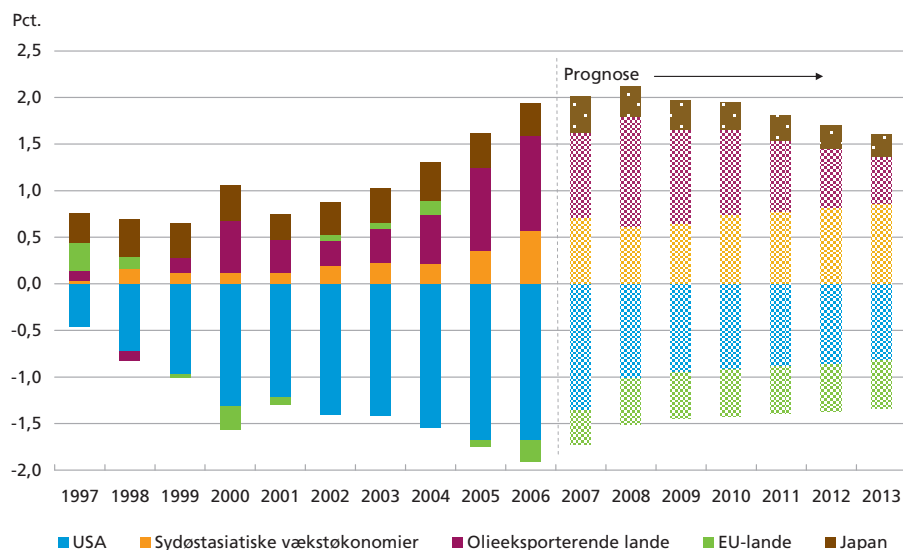
En anden tendens er, at de stigende overskud på betalingsbalancen og kapitalposterne medfører voksende valutareserver i overskudslandene, jf. figur 2.

De stigende valutareserver har ført til, at en række lande har kanaliseret reserveerne over i statslige investeringsfonde, de såkaldte Sovereign Wealth Funds (SWF). Reserveerne er dermed adskilt fra centralbankernes traditionelle valutareserver. I bred forstand kan SWF ses som en anden måde at placere valutareserverne, men væksten og investeringsmønstret har betydet, at de påkalder sig stor interesse både i medier, politiske institutioner og blandt finansielle aktører.

Statslige investeringsfonde er ikke noget nyt fænomen. De første blev oprettet i 1950'erne, som i Kuwait. Grunden til den stigende bevågenhed skyldes, at de er vokset markant i størrelse samtidig med, at nye fonde er etableret i en række lande, fx Rusland og Kina. Dertil kommer, at fondene i takt med de stigende formuer bevæger sig over mod at investere i aktier og ikke-børsnoterede virksomheder, og fondene har senest været aktive under den finansielle krise.

UDVIKLING I DE GLOBALE BETALINGSBALANCERS LØBENDE POSTER I PROCENT AF VERDENS BNP

Figur 1



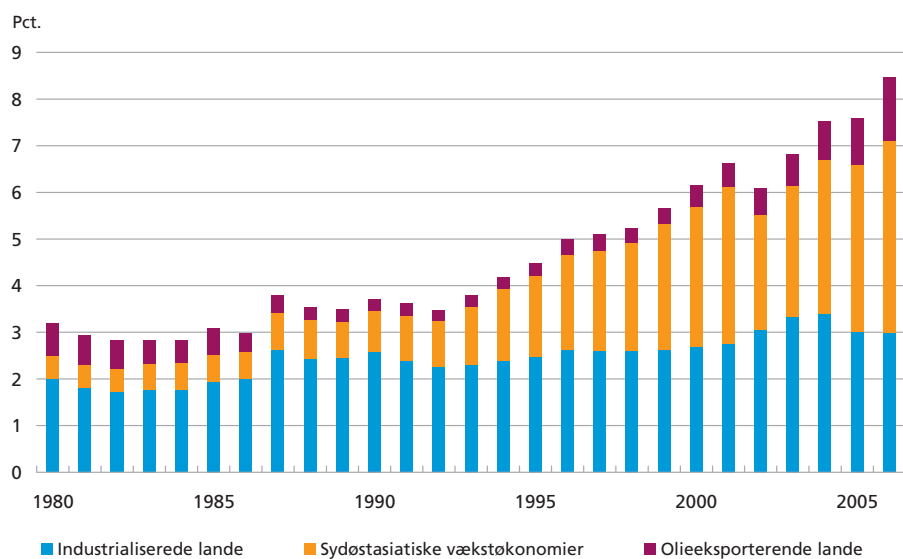
Anm.: Olieeksporterende lande dækker over olieeksportører ifølge IMF (2008a).

Kilde: IMF (2008a).

SWF adskiller sig således fra de traditionelle valutareservers styring og risikoprofil og ligner i højere grad andre investeringsinstitutioner såsom pensionsselskaber.

UDVIKLING I VALUTARESERVER I PROCENT AF VERDENS BNP

Figur 2



Kilde: IMF (2008a) og IMF International Financial Statistics.

Den primære forskel på centralbankers og SWFs investeringsstrategier er, at centralbankerne har fokus på hensynet til penge- og valutapolitikken, mens SWF typisk lægger mere vægt på at opnå høje afkast og accepterer aktiver med en højere risiko.

Denne artikel undersøger omfanget af SWF og sammenligner styringen af fondenes aktiver med centralbankernes styring af traditionelle valutareserver.

VALUTARESERVER

Stigende valutaindstømning kan enten kanaliseres over i opbygning af valutareserver i centralbanker eller over i SWF. I dette afsnit gennemgås årsager til og implikationer af stigende valutareserver i centralbankerne, mens de efterfølgende afsnit omhandler virkningen af opbygningen af valutareserver i SWF.

I lande med overskud på betalingsbalancens løbende poster er der en tendens til, at valutakursen styrkes som i Kina. Det samme vil gælde for lande, hvortil der er en betydelig kapitalindstrømning, enten i form af direkte investeringer eller i form af udenlandske porteføljeinvesteringer, som i Indien. Hvis landene ønsker at begrænse styrkelsen af valutakursen, må centralbanken intervenere i valutamarkedet ved køb af valuta, hvilket øger valutareserven. Alternativt kunne det opadgående pres på valutakursen imødegås ved at nedsætte renten, men det kan i mindre grad være foreneligt med indenlandske stabiliseringshensyn.

De sydøstasiatiske økonomier har en eksportdrevet vækststrategi og har af hensyn til konkurrenceevnen ikke ønsket at lade deres valutakurser blive styrket for meget. Derfor har de købt valuta. Samtidig har det vist sig, at det i forbindelse med krisesituationer kan være værdifuldt at have tilstrækkelige valutareserver, der kan understøtte dels valutakursen, dels den indenlandske finansielle sektor. De stigende valutareserver kan derfor også ses som en buffer mod en pludselig kapitaludstrømning, som flere asiatiske og latinamerikanske økonomier oplevede i 1997-98.¹

Centralbanker kan ikke opbygge stigende valutareserver, uden at reserverne finansieres. Hvis opbygningen afspejler *statslige* valutaindtægter, sker det typisk ved, at staten overlader indtægterne til centralbanken mod til gengæld, at statens indestående i centralbanken stiger. Hvis opbygningen afspejler *private* valutaindtægter, sker finansieringen typisk ved, at centralbanken udsteder indenlandske gældsbeviser eller sæl-

¹ Se Niels Peter Hahneemann og Lars Krogh Jessen, Valutakrisen i Sydøstasien, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1997, og Leif Lybecker Eskesen, Er sidste efterårs finansielle krise ovre?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

ger indenlandske fordringer for at finansiere køb af valuta på markedet, jf. figur 3.

I ingen af tilfældene afspejler valutareserven en formue for centralbanken. Den kan imidlertid afspejle en øget statslig formue eller i mere bred forstand en øget national formue.

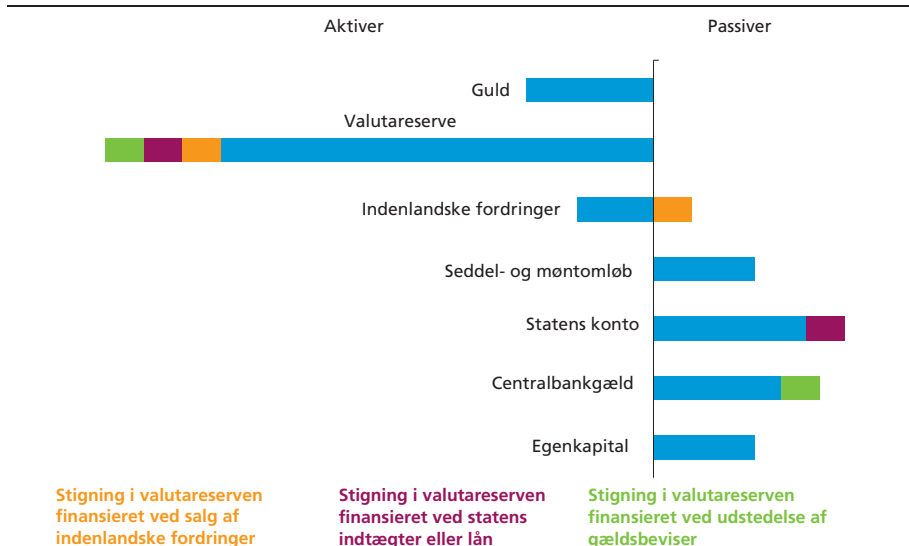
I de olieeksporterende lande afspejler de stigende valutareserver både valutaindtægter og statslige overskud. Valutaprovenuet fra salg af olie, som tilfalder statskassen enten direkte via ejerskab af olieselskaber eller indirekte gennem skatter, veksles ikke på markedet, men indsættes typisk som et indskud i centralbanken. Det øger valutareserven, og et tilsvarende beløb indsættes på statens konto i centralbanken. Så længe staten ikke bruger sit indestående i centralbanken, vil der ikke af den grund opstå et opadgående pres på den indenlandske valuta og inflation. Norge er et eksempel herpå.

I de sydøstasiatiske lande afspejler valutareserverne derimod primært private valutaindtægter, og centralbankerne finansierer de øgede valutareserver ved salg af indenlandske værdipapirer og/eller optager lån ved udstedelse af indenlandske gældsbeviser.

Stigende valutareserver betyder i mange tilfælde stigende omkostninger og risiko for centralbanker. Hvis de er finansieret ved udstedelse af indenlandsk gæld, er finansieringsrenten typisk højere end den rente, reserveerne kan placeres til. Det afspejler, at pengepolitikken i overskudslandene ofte skal dæmpe inflation. Samtidig er der i overskudslande

ILLUSTRATION AF CENTRALBANKERS BALANCE VED STIGENDE RESERVER

Figur 3



Anm.: En stiliseret illustration af en centralbanks balance.

typisk et underliggende opadgående pres på valutakursen. I det tilfælde kan valutareserver også give anledning til store valutakurstab for centralbanken.

STATSEJEDE INVESTERINGSFONDE – SWF

De stigende valutareserver kanaliseres nu i mange lande gennem SWF. Mens stigende valutareserver i centralbankerne medfører øgede finansieringsomkostninger og øget risiko, vil en etablering af SWF indebære, at risikoen og finansieringen påhviler staten og ikke centralbanken.

Tidligere investerede de sydøstasiatiske vækstlande og olieproducerende lande primært i amerikanske statsobligationer. I takt med, at formuerne er vokset, søger landene højere afkast og investerer mere og mere i aktier, virksomheder og ejendomme også uden for USA. SWF adskiller sig således fra de traditionelle valutareservers styring og risiko-profil og ligner i højere grad andre investeringsinstitutioner såsom pensionselskaber.

Størrelse og udvikling

Med få undtagelser offentliggør SWF ikke størrelse og sammensætning af deres udenlandske aktiver. Værdien af formuerne må derfor bero på skøn.¹ IMF vurderer, at værdien af SWF globalt set er vokset fra omkring 500 mia.dollar i 1990 til det nuværende niveau på mellem 2.100 og 3.000 mia.dollar, jf. appendiks. Det svarer til mellem 10.000 og 15.000 mia.kr.

Sammenlignet med de øvrige aktører på de finansielle markeder synes formuerne fortsat beskedne, jf. tabel 1. SWF udgør fx ca. en syvendedel af pensionsfondene, under 5 pct. af bankernes aktiver og omkring halvdelen af centralbankernes samlede valutareserver.

SWF er karakteriseret ved en høj grad af koncentration. De ti største fonde har 80 pct. af formuerne. Den største SWF, Abu Dhabis ADIA, er fx den 11. største institutionelle investor i verden.

På længere sigt kan værdien af SWF udgøre en betydeligt større andel af de finansielle markeder, særligt i lyset af de højere råvarepriser og den fortsatte høje vækst i de sydøstasiatiske økonomier. IMF (2008b) vurderer, at værdien af SWF globalt set vil vokse til mellem 6.000 og 10.000 mia.dollar i 2013.

Finansiering og formål

SWF adskiller sig ved deres finansieringskilde og formål. Omkring tre fjerdedele af formuerne stammer fra indtjening fra råvarer, typisk olie.

¹ For en beskrivelse af, hvordan formuerne kan opgøres, henvises til Toloui (2007).

SWF STØRRELSESORDEN

Tabel 1

Mia.dollar	Bankers aktiver	Verdens BNP	Aktie- markeder	Investe- rings- fonde ¹	Pensions- fonde ¹	Valuta- reserver (ekskl. guld)	SWF	Hedge- fonde
2006	70.861	48.204	50.827	21.000	17.900	5.092	2.100- 3.000	1.000- 1.500

Kilde: IMF (2007) og IMF 2008(b).

¹ Tallene er fra 2005 og fra Deutsche Bank (2007).

Det gælder fx Saudi-Arabien og Norge. For både staten og nationen er aktiverne en reel formue uden modsvarende gæld. I disse tilfælde kan SWF betragtes som en måde at udjævne eller omfordele indkomst over tid.

Ca. en fjerdedel af formuerne stammer fra overskud på betalingsbalancen eller offentligt overskud. Det er fx tilfældet i Singapore. I disse tilfælde kan SWF ses som en måde, hvorpå man søger at øge det forventede afkast. Spørgsmålet er, hvorvidt der i disse tilfælde er tale om en reel formue, da centralbanken eller staten har finansieret midlerne ved at optage gæld. Navnlig er det tilfældet for de fonde, som overvejes i Indien og Brasilien, hvor begge lande har haft underskud eller beskedent overskud på betalingsbalancen og har en betydelig udlandsgæld.

Formålene med SWF kan være forskellige. IMF opdeler formålene i fem kategorier:

- Stabiliseringsfonde, hvor det primære formål er at reducere statsfinansernes følsomhed over for udsving i fx olie-, kobber- og diamantpriser.
- Opsparingsfonde, hvor der spares op til fremtidige generationer ved at konvertere indtægter fra råvarer til mere stabile og permanente indtægter fra finansielle aktiver.
- Valutareservefonde, hvor formålet er at søge at opnå et højere afkast på valutareserven.
- Udviklingsfonde, hvor formålet typisk er at understøtte socio-økonomiske projekter eller indenlandske industrier.
- Pensionsfonde, hvor formålet er at spare op til generelle statslige pensionsforpligtelser.

Formålet med fondene kan være en blanding af de nævnte og kan ændre sig over tid.

TRADITIONELLE VALUTARESERVER OG SWF

Centralbanker og SWF er på linje med andre finansielle institutioner udsat for en række finansielle risici. I det følgende gives et overblik over,

hvorledes SWF og centralbankers styring adskiller sig, og hvordan det afspejler sig i institutionernes afkast- og risikoprofil.

Centralbankers styring og porteføljesammensætning

Centralbankers primære opgaver er typisk at udstede sedler og mønter, at gennemføre valuta- og pengepolitikken samt at sikre finansiel stabilitet. En afledt effekt af disse opgaver er, at centralbanker har fordringer i fremmed valuta.

Størrelsen af centralbankernes aktiver, herunder valutareserve og indenlandske aktiver, afspejler typisk ikke centralbankernes egenkapital (formue). Det skyldes, at centralbankernes aktiver modsvares af passiver. Ved køb af valuta til valutareserven øges gælden tilsvarende til fx pengeinstitutter og statslige indlån i centralbanken. Som illustration af centralbankers aktiver og passiver henvises til figur 3.

Ud fra en nettobetragtning, dvs. ved at betragte både centralbankernes aktiver (valutareserven) og passiver (lån), kan centralbankernes risiko være ganske betragtelig målt i forhold til egenkapitalen. Centralbankers risici afspejler typisk de risici, der følger af rollen som pengepolitisk myndighed.

Hvis der føres fastkurspolitik, kan valutareserverne stige i perioder, hvor der er et opadgående pres på valutakursen. Samtidig skal der være en tilstrækkeligt likvid valutareserve i beredskab, hvis valutakursen kommer under et nedadgående pres. Det betyder, at centralbanken hurtigt kan få behov for at frigøre de investerede midler. Placeringerne i udlandet skal let og hurtigt kunne sælges, belånes og afvikles uden store omkostninger. Det indebærer traditionelt store udenlandske placeringer i korte papirer, fx korte pengemarkedsindskud samt korte og likvide statsobligationer.

Valutareserver vil i sagens natur være forbundet med valutarisiko. Erfaringer viser, at valutakursudsving kan medføre store tab for centralbankerne. Risikoen ved at have valutapositioner er ofte stor, og det forventede afkast relateret til valutakursrisici er typisk meget lavt. Valutarisikoen afhænger dog af den førte valutakurspolitik.

Udover valutaeksponering har centralbanker ofte en guldbeholdning. Guldprisen er karakteriseret ved at svinge meget, og centralbankernes guldbeholdninger er dermed forbundet med betydelig risiko i forhold til centralbankers øvrige investeringer. Samtidig er der en løbende alternativ omkostning ved at holde guld, fordi renten på guld er tæt på nul og dermed lavere end renten på alternative placeringer, men afkastet i form af stigninger i guldprisen sikrer værdien mod inflation. På trods af de seneste års kraftige stigninger i guldprisen forekommer det risikojusterede afkast at være relativt lavt vurderet ud fra et historisk perspektiv.

Centralbankerne påtager sig typisk også en renterisiko. Renterisiko stammer ofte fra en obligationsbeholdning. Hvis renten på obligationer er højere end renten på en pengemarkedsplacering, opnås en merrente ("carry"). Det samlede resultat af at tage renterisiko afhænger imidlertid også af kursen på obligationen. Hvis kursen falder (stiger) som følge af rentestigninger (rentefald), fås et rentedrevet kurstab (kursgevinst). Det samlede resultat af at tage renterisiko består af "carry" plus et evt. kurstab eller -gevinst. Centralbankerne søger typisk at opnå et acceptabelt afkast på renterisiko for derved at øge indtjeningen.

Da valutareservens størrelse afspejler en tilsvarende finansiering og ikke en reel formue for centralbanker, bør centralbankers risiko ikke vurderes i forhold til reservens størrelse. Det er mere relevant at sætte den i forhold til størrelsen af egenkapitalen. Dette kan evt. suppleres med størrelsen af de udstedte sedler og mønter, der bidrager til centralbankens indtjening.

Betragtes de samlede risici i forhold til egenkapitalen, kan de således i mange centralbanker forekomme relativt høje, ligesom de er koncentreret på få områder som valutakurs og guld.

Udskillelse af SWF fra centralbankernes kerneopgaver

Ved etableringen af SWF er der som udgangspunkt blevet oprettet en klar styringsmæssig adskillelse af typiske centralbankopgaver og varetagelse af national formueforvaltning.

Udskillelsen af SWF fra centralbankerne medfører, at kursudsving i SWF ikke påvirker centralbankernes risiko. Det ville ellers i værste fald kunne medføre store tab og derved få betydning i forhold til centralbankernes solvens og troværdighed. Ved at oprette en SWF kan staten øge det risikojusterede afkast uden derved at øge centralbankens risiko for store tab, som ikke er relateret til centralbankens myndighedsrolle.

Forventet afkast og risiko

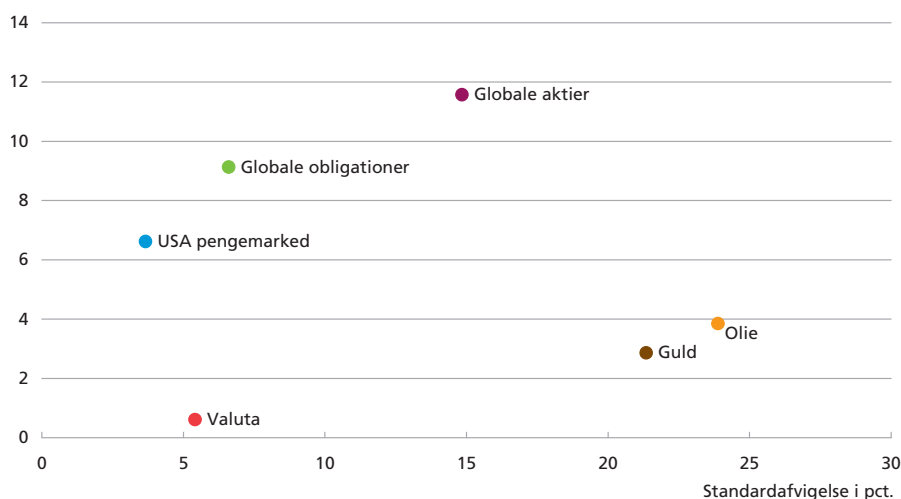
De forskellige formål og hensyn til fx likviditet medfører, at aktivallokeringen i SWF kan adskille sig meget i forhold til en typisk centralbank. Det skyldes, dels at SWF ikke skal tage hensyn til finansieringen af valutareserven (passividen), dels at det ud fra en risikostyringsvinkel kan være hensigtsmæssigt at sprede investeringerne i SWF i stil med fx pensionsfonde m.fl.

Der kan være en gevinst forbundet med at sprede investeringerne på andre aktiver end de aktiver, som bidrager mest til centralbankernes risici: valutakurs, renteudsving og guldpris. Det er imidlertid meget vanskeligt at vurdere fremtidige afkast og risiko. Figur 4 viser et historisk billede af afkast og risiko for forskellige aktivklasser.

AFKAST OG RISIKO PÅ UDVALGTE AKTIVTYPER 1980-2007

Figur 4

Gennemsnitligt årligt afkast i pct.



Anm.: Afkast opgjort i dollar. Der er anvendt obligationsindekset Lehman Brothers, World Aggregate Bond Index, Total Net Return, som udtryk for globale obligationer. For aktier er anvendt MSCI World Index, Total Return. Valutakursen er målt i forhold til USD/SDR.

Det skal bemærkes, at opgørelsen af historiske afkast og risiko afhænger af, hvilken periode der betragtes. Således kan risiko/afkast-forholdet ændres, såfremt der anvendes en anden historisk periode.

Som udtryk for risiko er anvendt standardafvigelse. Standardafvigelsen måler afkastets gennemsnitlige afstand til middelværdien.

Kilde: Reuters EcoWin.

Aktivfordelingen i både centralbanker og SWF sker ud fra en afvejning af risiko og forventet afkast. For centralbankerne er en høj indtjening ikke i sig selv det primære mål. SWF må derimod formodes at have en primær målsætning om at opnå højest muligt afkast inden for en given risiko uden hensyntagen til en passivside.¹

Af figur 4 fremgår det, at amerikanske pengemarkedsindskud har haft den laveste risiko siden 1980, mens obligationsinvesteringer² har en lidt højere risiko, men til gengæld også et lidt højere afkast. Det fremgår også, at aktier har haft en lavere risiko og et højere afkast end fx investeringer i guld og olie.

Det er naturligvis usikkert, om afkast/risiko-forholdene gentager sig fremadrettet. Generelt må det dog antages, at investorerne forlanger et merafkast, når risikoen øges. På den baggrund har SWF med en lang investeringshorisont investeret store beløb i aktier og andre mere risikofyldte aktiver i forventning om at opnå et merafkast på langt sigt.

¹ Det skal dog bemærkes, at SWF kan have betalingsforpligtelser over for visse typer investeringer, fx kapitalfonde, og over for deres ejere i form af fremtidige betalinger.

² Det opgjorte afkast på obligationer skal ses i lyset af en længere periode fra 1980'erne og frem med rentefald og dermed kursgevinster.

Endelig kan nævnes, at forskelle i aktivallokeringen mellem centralbanker og SWF også kan skyldes, at de pågældende lande er blevet rigere og føler sig rustede til at tage en større risiko gennem SWF med investeringer i andre aktiver, fx aktier, og samtidig øge diversifikationen. Hvis fx formuerne i SWF er opbygget via indtægter fra råvarer, er der tale om en "reel" formue, som ikke umiddelbart modsvares af en passivside, som skal finansieres.

Andre forhold

SWFs aktivfordeling og risikotolerance kan variere meget afhængigt af formål og behøver ikke kun at bunde i at maksimere forventet afkast.

Fx er oliepriser historisk set forbundet med store udsving, og reserverne er af natur begrænsede. Det betyder, at indtægten fra olie før eller siden ophører. Ved at oprette en SWF kan de begrænsede råvarer i jorden transformeres til mere stabile og permanente finansielle indtægter.¹ Samtidig vil det modvirke en styrkelse af den indenlandske valutakurs, som kan svække konkurrenceevnen for de øvrige industrier.

Betragtes oliereserverne som et finansielt aktiv, kan det af risikomæssige hensyn være fornuftigt at investere overskud i aktiver, som har en lav eller negativ korrelation med olieprisen. Derved kan den samlede risiko på porteføljen inkl. oliereserverne reduceres, samtidig med at det forventede afkast øges.

Investeringerne i SWF kan også anvendes til at modgå specifikke risici, som landene er eksponerede overfor. Fx er en række asiatiske økonomier meget afhængige af prisudviklingen på råvarer. Investeringer i råvareselskaber og lignende kan derfor fungere som en afdækning mod stigende råvarepriser.

FINANSIELLE MARKEDER OG FINANSIEL STABILITET

I flere år har lande med overskud på betalingsbalancens løbende poster primært investeret i amerikanske statsobligationer. Det har været med til at holde den lange rente nede, jf. ECB (2006), Warnock og Warnock (2006) samt Andersen, Fick og Hansen (2007). Tilsvarende har SWF-investeringer understøttet dollaren i perioder, hvor det amerikanske betalingsbalanceunderskud skabte pres på dollaren.

De stigende formuer, som kontrolleres af SWF, kan påvirke de finansielle markeder på to måder, dels gennem en opsparingseffekt, dels gennem en porteføljeeffekt.

¹ Se fx Kjær (2007).

For det første vil den høje opsparingstilbøjelighed i overskudslandene bidrage positivt til den globale opsparing og rette et nedadgående pres på renten.

For det andet kan de stigende formuer også påvirke priserne på fx aktier og obligationer. Dels fordi afkast-risiko-præferencer kan være forskellige mellem overskuds- og underskudslandene, dels fordi aversionen mod risiko normalt er aftagende med voksende formuer. Det kan alt andet lige føre til en substitution fra fx mere sikre obligationer til aktier. Det vil kunne lægge et opadgående pres på renten og et opadgående pres på prisen på aktiver med en højere afkast-risiko-profil såsom aktier.

De stigende SWF-formuer må forventes at medføre, at opsparingseffekten svækkes og porteføljeeffekten styrkes. Det er i overensstemmelse med to tendenser, der finder sted i SWFs porteføljeomlægninger.

Den første omlægning afspejler en diversificering væk fra dollar. Den anden er en omlægning fra likvide og mindre risikofyldte investeringer til aktiver med højere afkast-risiko-profil såsom aktier, ikke-børsnoterede virksomheder og fast ejendom.

Selv om den samlede effekt på prisdannelsen på de finansielle markeder ikke er entydig, vil væksten og omlægningerne af porteføljerne føre til, at ejerforholdet af finansielle aktiver, virksomheder og ejendomme kan ændre sig i de kommende år.

Det har ført til bekymring i en række lande for, at formuerne benyttes til strategiske opkøb af virksomheder, navnlig i Frankrig, Tyskland og USA. Bekymringen har ofte udspring i hensynet til national sikkerhed. Samtidig er en række lande med SWF bekymrede for, at deres investeringer i udlandet i højere grad mødes af restriktioner og protektionisme, hvilket vil kunne hæmme den fri kapitalbevægelighed. Det skal dog her til nævnes, at en række lande med SWF traditionelt har en række restriktioner på udenlandske investeringer.

I lyset heraf og af hensyn til finansiell stabilitet er IMF ved at udarbejde nogle generelle retningslinjer for bl.a. styring og åbenhed for SWF ("Code of Conduct"). De generelle retningslinjer skal opstille mål for "best practice" med hensyn til bl.a. retningslinjer for offentlig styring af SWF, ansvarsfordeling, regnskabsmæssige principper, uafhængig revision samt grad af åbenhed omkring formål, risikostyring og investeringer.

Retningslinjerne skal medvirke til, at styringen af SWF sker på forretningsmæssige vilkår. Dertil kommer, at åbenhed kan bidrage til en større grad af gennemsigtighed i forhold til SWFs risici og investeringsadfærd.

Finansiell stabilitet

I takt med, at formuerne i SWF vokser og spredes ud over flere aktivklasser, får SWFs investeringsbeslutninger større betydning for finansiell stabilitet.

En bekymring kunne være, at formuerne ikke bliver styret på betryggende vis, at de ikke er reguleret af tilsynsmyndigheder og er meget lukkede.

Bekymringen gælder i mindre grad i forhold til de globale valutamarkeder. Det skal dog have sig in mente, at selv mindre porteføljeomlægninger kan udløse store ændringer på de finansielle markeder.

På grund af SWFs stigende betydning forsøger markedsdeltagerne at forudsige fondenes næste træk. Med få undtagelser er der i høj grad mangel på åbenhed omkring SWF, hvilket kan skabe mere eller mindre pålidelige rygter omkring fondenes investeringer. Dette kan føre til unødigt uro og flokmentalitet på de finansielle markeder, som ikke er befordrende for finansiell stabilitet. Det skal dog dertil bemærkes, at der i dag er langt flere aktører på de finansielle markeder end tidligere. Det betyder, at den enkelte aktør nu i mindre grad kan påvirke de finansielle markeder, end det var tilfældet ved fx den finansielle uro i 1992 (EMS) og 1998 (Long-Term Capital Management).

På den anden side kan SWF være et stabiliserende element ved, at de har en længere investeringshorisont og i mindre grad er underlagt likviditetshensyn. Med deres dybe lommer kan de dermed bidrage til at modstå flokmentaliteten i markedet. Det gælder også i forbindelse med subprime-krisen. Senest har bankerne Citigroup og UBS fået tilført betydelig kapital gennem investeringer fra henholdsvis Abu Dhabi og Singapore.

LITTERATUR

Andersen, Thomas Barnebeck, Sofie Nedergård Fick og Frank Øland Hansen (2007), Petrodollars, porteføljeomlægninger og den lange rente, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Deutsche Bank (2007), Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise, *Deutsche Bank Research*, 10. september.

ECB (2006), The Accumulation of Foreign Reserves, *Occasional Paper Series*, nr. 43.

IMF (2007), Global Financial Stability Report, October.

IMF (2008a) World Economic Outlook (2008), April.

IMF (2008b) Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, IMF, February.

Knut N. Kjær (2007), Turning oil wealth into financial assets: the case of Norway, Sovereign Wealth Management, *Central Banking Publications*.

Toloui, R. (2007), Petrodollars, Asset Prices, and the Global Financial System, *PIMCO Capital Perspectives*.

Warnock, Francis E. og Veronica C. Warnock (2006), International Capital Flow and U.S. Interest Rates, *update of Federal Reserve Board International Finance Discussion Paper 840*.

APPENDIKS

MARKEDSESTIMATER PÅ SWFs STØRRELSE

Mia.dollar	Navn	Skøn for størrelse	
		Nedre	Øvre
<i>Olie- og gaseksporterende lande</i>		1.565	2.210
Forende Arabiske Emirater	Abu Dhabi Investment Authority	250	875
Norge	Government Pension Fund-Global	380	380
Saudi-Arabien	Ikke navngivet	289	289
Kuwait	Reserve Fund for the Future Generations/ Government Reserve Fund	213	213
Rusland	Reserve Fund	125	125
	National Welfare Fund	32	32
Libyen	Libyan Investment Corporation	50	50
Qatar	State Reserve Fund/Stabilization Fund	30	50
Algeriet	Reserve Fund/Revenue Regulation Fund	43	43
USA (Alaska)	Alaska Permanent Reserve Fund	40	40
Brunei	Brunei Investment Authority	30	30
Kasakhstan	National Fund	21	21
Malaysia	Khazanah Nasional BHD	19	19
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	16	16
Nigeria	Excess Crude Account	11	11
Iran	Oil Stabilization Fund	9	9
Aserbajdsjan	State Oil Fund	2,5	2,5
Oman	State General Reserve Fund	2,0	2,0
Timor-Leste	Petroleum Fund of Timor-Leste	1,4	1,4
Venezuela	FIEM—Macroeconomic Stabilization Fund	0,8	0,8
Trinidad & Tobago	Revenue Stabilization Fund	0,5	0,5
<i>Sydøstasiatiske lande</i>		453	683
Singapore	Government Investment Corp.	100	330
Kina	China Investment Corporation	200	200
Singapore	Temasek Holdings	108	108
Korea	Korea Investment Corp.	30	30
Taiwan	National Stabilisation Fund	15	15
<i>Andre lande</i>		75,5	75,5
Australien	Australian Future Fund	54,0	54,0
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	14,9	14,9
	Pension Reserve Fund	1,5	1,5
Botswana	Pula Fund	4,7	4,7
Kiribati	Revenue Equalization Fund	0,4	0,4
Total		2.093	2.968

Kilde: IMF (2008b)

Danmarks lønkonkurrenceevne

Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I vurderingen af udviklingen i konkurrenceevne fokuseres ofte på vækst i lønomkostninger pr. time eller pr. produceret enhed (enhedslønomkostninger) i Danmark i forhold til udlandet. Målt på denne måde har Danmark tabt konkurrenceevne over en årrække, både fordi de danske timelønninger er steget hurtigere end hos vore konkurrenter, og fordi væksten i produktiviteten herhjemme har været mindre end hos vore konkurrenter.

Den bagvedliggende antagelse i det simple mål for lønkonkurrenceevne er, at vi producerer samme type varer og tjenesteydelser som vore konkurrenter med brug af samme teknologi. Danske virksomheder har imidlertid over lang tid haft en evne til at specialisere sig i produkter, som kan sælges til særligt høje priser på verdensmarkedet. Det afspejler især, at det er lykkedes at skabe nogle gode rammebetingelser for virksomhederne at operere under.

De lande, der på samfundsniveau har haft den stærkeste udvikling i produktivitet og dermed den bedste udvikling i konkurrenceevnen i snæver forstand, har oplevet det største nedadrettede pres på salgspriserne. Det afspejler, at fordelene ved en høj produktivitetsvækst i vid udstrækning er blevet sendt videre til forbrugerne i form af lavere priser på produktet. Det kommer også danske forbrugere og virksomheder til gavn, i den udstrækning det sænker priserne på importerede færdigvarer og halvfabrikata. Resultatet har været en løbende forbedring af det danske bytteforhold.

Indkomstskabelsen i økonomien er et produkt af produktivitet og bytteforhold. Den lavere vækst i produktiviteten herhjemme samt en højere lønstigningstakt end i en del andre lande er således et langt stykke hen ad vejen blevet opvejet af de gode salgspriser på danske varer og tjenesteydelser.

For den enkelte virksomhed og det enkelte produkt er høj produktivitet og dermed en god konkurrenceevne over for udenlandske konkurrenter afgørende. Det er derimod mindre vigtigt, hvordan produktivitsudviklingen er i udenlandske virksomheder for produkter, vi ikke producerer.

Argumentationen her betyder ikke, at lønudviklingen er uden betydning. Der er naturligvis snævre grænser for, hvor høj en pris et produkt kan bære, og dermed hvor store produktionsomkostningerne kan være, uden at det går ud over afsætningen og presser virksomhedernes indtjening. Kravene til de danske virksomheders konkurrenceevne i bred forstand er på det seneste blevet skærpet. Kronens styrke, målt ved hjælp af den effektive kronekurs, er i dag den højeste i 25 år, og gabet mellem væksten i danske og udenlandske lønninger er med de seneste overenskomster øget. Samtidig er bytteforholdet de sidste par år fladet ud. Der er således en betydelig risiko for, at buen bliver spændt for hårdt med den nuværende lønudvikling.

DEN DANSKE KONKURRENCEEVNE

Udenrigshandlen betyder meget for Danmark

Danmarks internationale konkurrenceevne¹ måler danske virksomheders evne til at få afsat produkter og tjenesteydelser på hjemme- og eksportmarkederne i konkurrence med andre landes producenter. Konkurrenceevnen afhænger af faktorer som arbejdsstyrkens kvalitet og innovationsevne, de samfundsøkonomiske rammebetingelser, den førte økonomiske politik m.m. I denne artikel fokuseres mere snævert på lønkonkurrenceevne, dvs. forholdet mellem omkostningsudviklingen hos konkurrenterne og herhjemme, fx målt ved hjælp af de reale effektive valutakurser, som Nationalbanken offentliggør. Den lønmæssige konkurrenceevne er central for sammenhængen mellem efterspørgsel, beskæftigelse og betalingsbalance. Danmark er blevet en stadig mere åben økonomi, jf. tabel 1, og dermed er vores lønkonkurrenceevne vigtig.

Den del af produktionen, som går til eksport, er højest for landbrugsvarer og industriprodukter, mens tjenesteydelser i højere grad sælges på hjemmemarkedet. Nogle er svære at eksportere, som pleje eller frisørydelser, men for en del tjenesteydelser er eksportandelen efterhånden betragtelig.

Udvikling i kronens styrke

Kronens internationale styrke kan måles ved hjælp af den effektive kronekurs, der viser et sammenvejet udtryk for kronens styrke over for 27 af vore største samhandelspartnere.

¹ En bredere beskrivelse af konkurrenceevnen findes i "Danmark på de globale markeder", Økonomi- og Erhvervsministeriet, *Økonomisk Tema* nr. 5, 2007.

ØKONOMIENS ÅBENHED		Tabel 1
Andel	1995	2007
Danmark	71	103
Sverige	72	95
Finland	65	86
Holland	65	82
Tyskland	47	87
Frankrig	44	55
Japan	17	34
USA	23	30

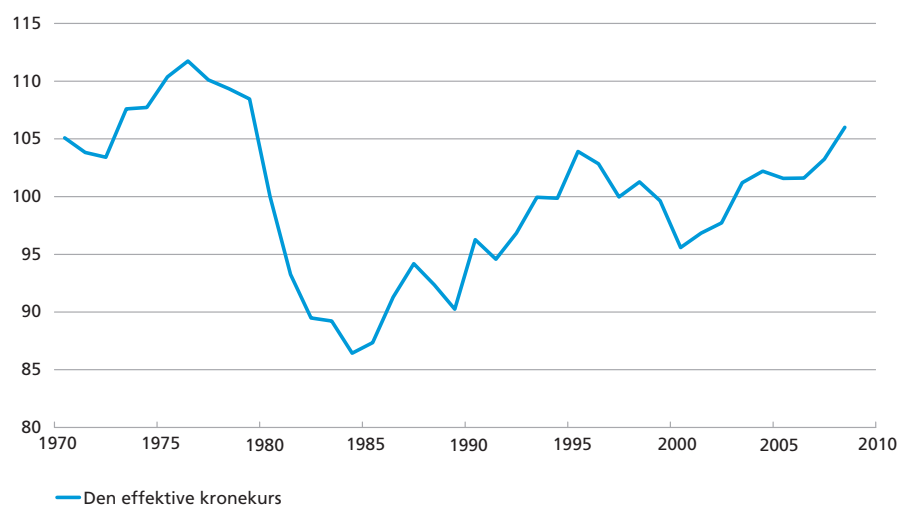
Anm.: Eksport og import af varer og tjenester i løbende priser som andel af BNP i løbende priser.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* nr. 82.

Som følge af fastkurspolitikken ligger den danske krone fast over for euroen. Euroområdet står for ca. halvdelen af vores samhandel med udlandet. Over for en række valutaer uden for euroområdet er kronen imidlertid styrket siden 2000, og den effektive kronekurs nåede i begyndelsen af indeværende år sit højeste niveau i over 25 år, jf. figur 1. Det gør isoleret set danske varer og tjenester dyrere på eksportmarkederne og udenlandske varer og tjenester billigere på det danske hjemmemarked. Samtidig presser det på kort sigt virksomhedernes profitmargin.

KRONENS STYRKE Figur 1

1. kvartal 1990 = 100



Anm.: Den effektive kronekurs viser kronens styrke over for 27 af vore største samhandelspartnere. En stigning i indekset angiver en stærkere dansk krone. Sidste observation er 1. kvartal 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Lønudviklingen i Danmark og hos konkurrenterne

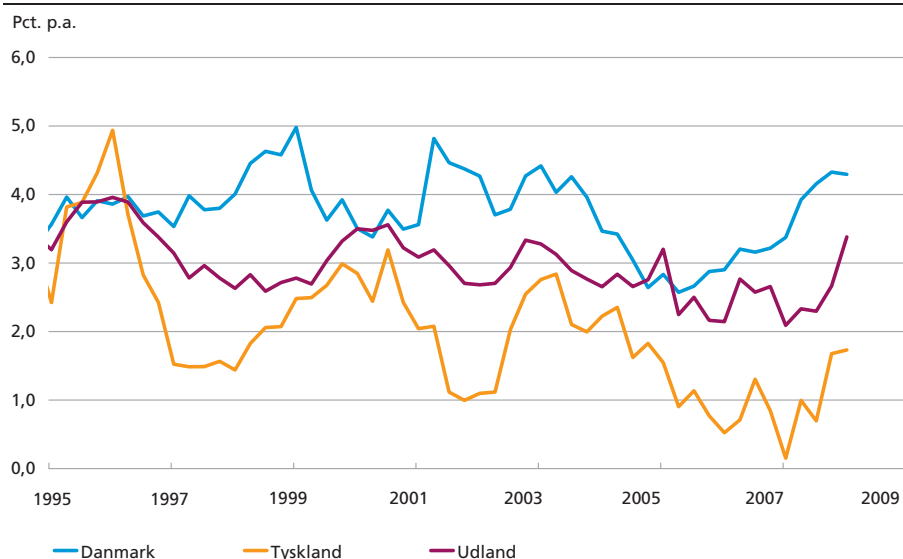
Stigningstakten i løn pr. time i industrien herhjemme har siden midten af 1990'erne næsten uafbrudt ligget over stigningstakten hos vore konkurrenter, jf. figur 2. De seneste par år er de danske lønninger accelereret. Med den lønstigningstakt, der er aftalt i de gældende overenskomster, er der ikke udsigt til væsentlig indsnævring de kommende år.

Udviklingen i den danske lønkonkurrenceevne kan måles ved at betragte forholdet mellem udenlandsk løn pr. time og dansk løn pr. time omregnet til samme valuta ved hjælp af den effektive kronekurs. Et sådant indeks over relativ timeløn er faldet gennem de sidste mange år, jf. figur 3. Danmark har således tabt markedsandele og lønkonkurrenceevne. Sammenhængen mellem de to størrelser er tydelig i 1970'erne og 1980'erne, mens der de sidste 15 år har været en fælles nedadgående tendens.

Tab af markedsandele skyldes ikke bare det danske omkostningsniveau, men også at store mellemindkomstlande som fx Kina og Indien i perioden i stigende grad er blevet integreret i verdensøkonomien. Det gør, at de "gamle" industrilandene automatisk må nøjes med en mindre del af kagen på eksportmarkederne.

LØNSTIGNINGSTAKT

Figur 2



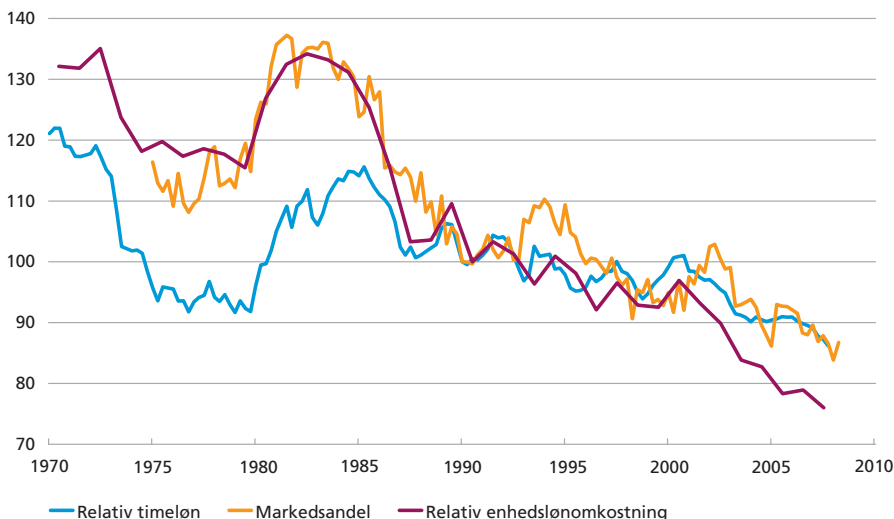
Anm.: Timeløn for industriarbejdere. "Udland" omfatter de 25 lande, der indgår i Nationalbankens reale effektive valutakurser. 1. kvartal 2008 er delvist skønnet.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening og OECD.

KONKURRENCEEVNE OG MARKEDSANDEL

Figur 3

1. kvartal 1990 = 100



Anm.: "Relativ timeløn" og "relativ enhedslønomkostning" viser udenlandsk indeks i forhold til dansk indeks. Den viste markedsandel er udregnet ud fra mængder. Det er den relevante opgørelse, når fokus er på produktion og beskæftigelse, mens markedsandele i løbende priser er relevant for saldoen på betalingsbalancen. Markedsandelene er beregnet for industrivarer. Det ændrer ikke afgørende billedet siden 1990 at inddrage tjenesteydelser, mens tab af markedsandele i 1980'erne bliver mindre markant.

Kilde: Danmarks Statistik og OECD.

Udvikling i produktivitet og enhedslønomkostninger

Udviklingen i løn og produktivitet herhjemme i forhold til udlandet kan sammenfattes i de relative lønomkostninger pr. stk. i samme valuta, dvs. de relative enhedslønomkostninger (unit labour cost), jf. boks 1. Konkurrenceevnen, målt ved hjælp af de relative enhedslønomkostninger, er de senere år faldet stærkere, end når der anvendes relativ timeløn, jf. figur 3. Det skyldes en forholdsvis svag dansk produktivitetsudvikling.¹

For konkurrenceevnen på det enkelte produkt er produktivitet vigtig, men man skal være påpasselig med at sætte lighedstegn mellem produktivitet på samfundsniveau og konkurrenceevne. Det skyldes to forhold. For det første er produktsammensætningen forskellig fra land til land. For det andet er der en negativ sammenhæng mellem produktivitetsvækst og udvikling i virksomhedernes salgspriser, jf. nedenfor.

Produktsammensætning

Går man ned på sektorniveau, viser der sig meget store forskelle i produktivitetsvæksten på tværs af sektorer, jf. tabel 2. Sektorer, der for-

¹ Jf. Per Flink Iversen og Johanne Dinesen Riishøj, Produktivitetsudviklingen i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2007.

ENHEDSLØNOMKOSTNINGER, PRODUKTIVITET OG KONKURRENCEEVNE

Boks 1

Enhedslønomkostningerne, unit labour costs (ulc), angiver lønomkostninger pr. produceret enhed i fx industrien. Det svarer til forholdet mellem timeløn og produktivitet, jf. følgende omskrivning:

$$\begin{aligned}
 \text{ulc} &= \frac{\text{Lønsum}}{\text{BVT}_{\text{faste priser}}} \\
 &= \frac{\text{Timeløn} \cdot \text{timer}}{\text{BVT}_{\text{faste priser}}} \\
 &= \frac{\text{Timeløn}}{\left(\frac{\text{BVT}_{\text{faste priser}}}{\text{timer}} \right)} \\
 &= \frac{\text{Timeløn}}{\text{produktivitet}}
 \end{aligned}$$

hvor BVT står for bruttoværditilvækst.

Voksende lønomkostninger pr. time får isoleret set ulc til at stige, mens omvendt en stigning i produktiviteten får ulc til at falde. Det afgørende ved vurdering af udviklingen i konkurrenceevnen er, hvorvidt dansk ulc vokser hurtigere end ulc hos vore konkurrenter. For at kunne sammenligne må der omregnes til samme valuta ved anvendelse af en effektiv kronekurs:

$$\text{Relativ ulc} = \frac{\text{ulc i udlandet}}{\text{ulc i Danmark} \cdot \text{Effektiv kronekurs}}$$

Udviklingen i konkurrencesituationen målt ved hjælp af relativ ulc afhænger således både af kronens styrke, af relativ løn og af relativ produktivitet mellem Danmark og udlandet. Et fald i relativ ulc betyder en forværring af konkurrenceevnen.

trinsvis producerer tjenesteydelser, har typisk lavere vækst i produktiviteten end gennemsnittet for økonomien, mens et område som elektronik har højere. Dette mønster genfindes i alle lande.

Det er vigtigt at understrege, at tallene (EU-KLEMS) nu og da revideres ganske kraftigt fra én offentliggørelse til den næste, samt at usikkerheden bliver ekstra stor, når man går ned på undersektorer.

Danmark har en stor del af sin produktion inden for områder med lav vækst i produktiviteten (fx tjenesteydelser), men er dårligere repræsenteret inden for områder med meget høj produktivitetsvækst (fx elektronik). Det har tendens til at give Danmark en dårligere udvikling i den samlede produktivitet på samfunds niveau end lande, som i højere grad producerer inden for områder med høj produktivitetsvækst. Samme produktion med mindre forbrug af input er entydigt en fordel i konkurrencen, hvis det er samme vare eller tjenesteydelse, der produceres. Det er

PRODUKTIONSSTRUKTUR OG PRODUKTIVITET 1995-2005

Tabel 2

	Danmark	Euro-området	Tyskland	Sverige	Finland	USA
<i>Elektronik inkl. tele</i>						
Andel af BVT, pct.	5,7	6,1	7,7	6,7	12,2	7,5
Produktivitet, pct. p.a.	5,5	6,2	6,0	17,0	14,7	12,6
<i>Fremstilling ekskl. elektronik</i>						
Andel af BVT, pct.	17,8	23,9	27,2	24,7	24,9	19,9
Produktivitet, pct. p.a.	1,6	2,0	2,4	3,9	2,8	4,1
<i>Service ekskl. tele</i>						
Andel af BVT, pct.	57,5	54,8	54,7	55,4	46,9	57,2
Produktivitet, pct. p.a.	1,2	0,7	0,4	2,6	1,0	2,7
<i>Landbrug mv.</i>						
Andel af BVT, pct.	2,0	2,2	1,2	1,6	4,2	2,8
Produktivitet, pct. p.a.	3,4	3,0	4,4	4,1	4,5	3,5
<i>Råstofudvinding</i>						
Andel af BVT, pct.	5,8	0,6	0,3	0,7	0,4	2,3
Produktivitet, pct. p.a.	9,5	1,7	-0,2	0,8	-1,1	-1,3
<i>Markedsmæssig del af økonomien</i>						
Andel af BVT, pct.	100	100	100	100	100	100
Produktivitet, pct. p.a.	1,6	1,4	1,6	3,7	3,3	3,0

Anm.: "Andel af BVT" angiver andel af værditilvæksten i de markedsmæssige dele af økonomien i 2005. Andelenes summerer ikke til 100, da sektorer, som er stærkt hjemmemarkedsorienterede, er udeladt. Det gælder bl.a. bygge- og anlægssektoren. "Produktivitet" angiver den årlige vækst i produktiviteten i perioden 1995-2005. "Service" omfatter de tjenesteydelsesproducerende dele af den markedsmæssige del af økonomien, fx finansiering, handel, transport, hotel og restaurant m.m. Landbrug mv. omfatter landbrug, gartneri, skovbrug og fiskeri.

Kilde: EU-KLEMS database, marts 2008.

derimod mindre afgørende, hvor stærke udenlandske producenter er inden for produkter som fx mobiltelefoner, som vi ikke producerer.

En standardberegning viser, at hvis den danske produktionsstruktur havde været lig Finlands, ville den gennemsnitlige vækst i den danske produktivitet have været 0,1 pct. p.a. højere i perioden 1995-2005. Forskelle i sektorsammensætning kan således langt fra forklare hele forskellen i produktivitetsvækst mellem Danmark og udlandet.

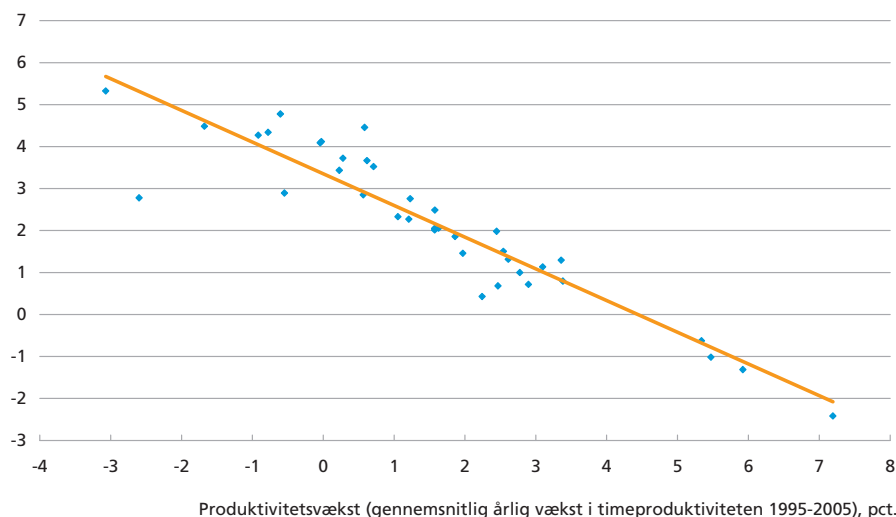
Produktivitet og konjunktur

Produktivitetsudviklingen i et land afhænger af mange faktorer. En medvirkende årsag til den lavere danske produktivitetsvækst end i udlandet under ét siden midten af 1990'erne kan være, at den stærke vækst i beskæftigelsen herhjemme kombineret med udbredt mangel på arbejdskraft de senere år har bragt medarbejdere ind i virksomhederne, som i alt fald i en periode har en produktivitet under gennemsnittet. Euroområdet har dog også haft en lav vækst i produktiviteten uden at have oplevet den samme stærke vækst i beskæftigelsen. For så vidt angår Sverige og Finland, hvor produktivitetsvæksten har været særligt høj det seneste årti, gælder det, at begge lande i midten af 1990'erne kom

VÆKST I PRODUKTIVITET OG FÆRDIGVAREPRIS PÅ SEKTORER

Figur 4

Pris (gennemsnitlig årlig vækst i BVT-deflator 1995-2005), pct.



Anm.: Figuren viser vækst i færdigvarepris og produktivitet på sektorniveau i Danmark.

Kilde: EU-KLEMS.

ud af en dyb økonomisk krise. Udgangspunktet for produktionen var således ekstraordinært lav.

Over tid er der et globalt udskilningsforløb, hvor de virksomheder, der kan producere en vare eller tjenesteydelse billigt, vil udkonkurrere virksomheder med højere omkostninger inden for samme produkt. Der sker således en geografisk opsplitting af produktionen. Det er en konsekvens af globaliseringen¹.

Produktivitetsvækst og svagere prisstigninger

En høj vækst i produktiviteten er en fordel for et land, hvis aflønningen af input i produktionen, det være sig arbejdskraft eller kapital, bliver større. Det er langt fra altid tilfældet, idet gevinsten ved en højere produktivitet på et konkurrencepræget marked i vid udstrækning bliver sendt videre til forbrugerne i form af lavere priser. Det presser indtjeningen i virksomhederne. På områder med en generelt lavere produktivitetsvækst er der derimod et mindre nedadrettet pres på salgspriserne, jf. figur 4. Figuren viser sammenhængen for Danmark, men det er en international tendens.

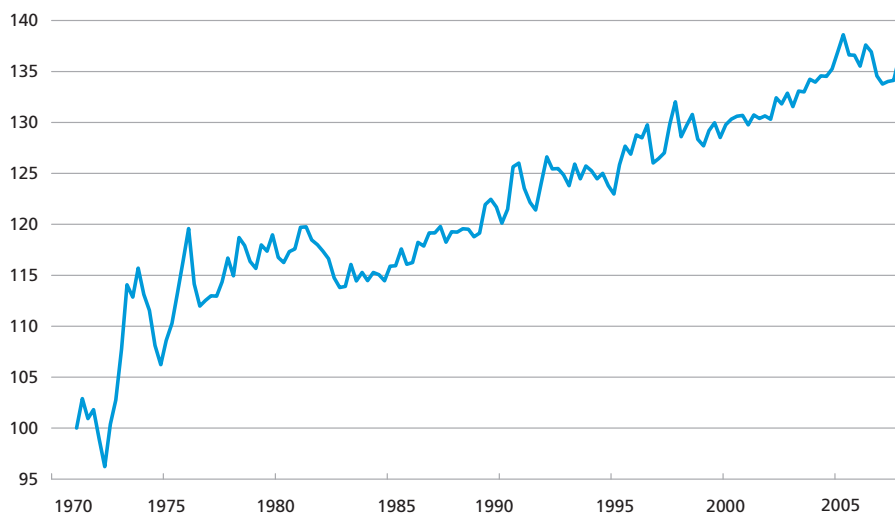
Danske virksomheder har været gode til at specialisere sig i produkter, som kan sælges til højere priser på verdensmarkedet. Gode salgspriser

¹ Jf. Erik Haller Pedersen, Globalisering og dansk økonomi, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007.

BYTTEFORHOLD EKSKL. ENERGI

Figur 5

1. kvartal 1971 = 100



Anm.: "Bytteforhold" viser udvikling i eksportpriser ekskl. energi i forhold til importpriser ekskl. energi ifølge nationalregnskabet.

Kilde: Danmarks Statistik.

på danske produkter og stigende priser på de varer og tjenesteydelser, vi må importere, viser sig konkret ved, at Danmark har haft et stigende bytteforhold over tid, jf. figur 5. Lande, som i stor stil producerer fx elektronik, står derimod over for faldende priser – noget danske forbrugere og virksomheder nyder godt af.

Stigningen i bytteforholdet over de seneste ti år har givet en ekstra årlig vækst i markedsført BNP på 0,7 pct. Over samme periode har den årlige produktivitetsvækst i Danmark ligget 0,9 pct. under gennemsnittet hos en række af vore største konkurrenter. Forbedringen af bytteforholdet har således stort set opvejet den svagere produktivitetsudvikling.

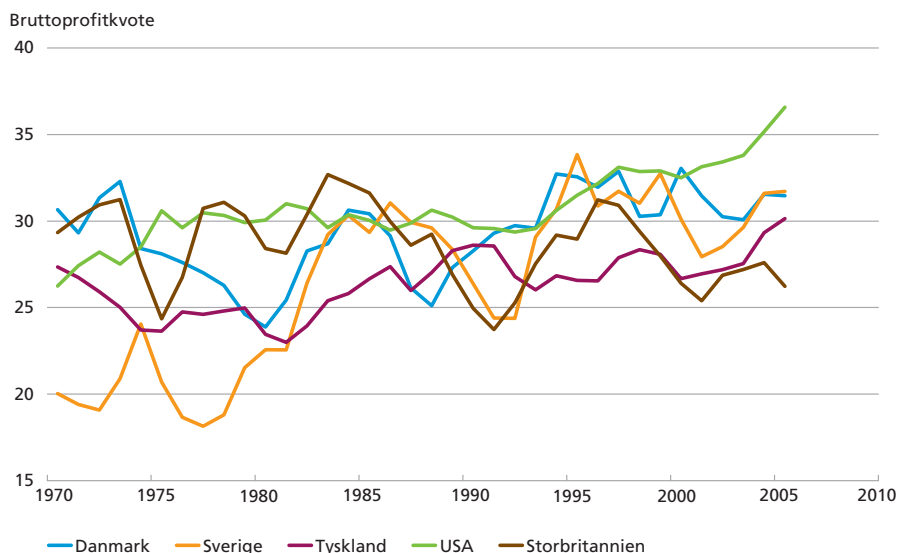
Priser, omkostninger og virksomhedernes indtjening

Pris- og omkostningsudviklingen er afgørende for en virksomheds resultat. En god omkostningsudvikling i form af lavere enhedslønomkostninger giver ikke automatisk et større overskud, hvis salgsprisen på det producerede produkt samtidig er faldet.

Danske virksomheder har haft pæn indtjening over de sidste ti år uden det store pres på profitkvoten, jf. figur 6, og med stigende beskæftigelse. Danske virksomheder har inden for deres respektive nicher i det store og hele klaret sig godt, og danske lønmodtagere og virksomheder har vundet på udenlandske virksomheders produktivitetsvækst i form af lavere priser på en lang række færdigvarer og halvfabrikata. Man kan

OVERSKUD I VIRKSOMHEDERNE

Figur 6



Anm.: Restindkomst i procent af BVT i den markedsmæssige del af økonomien.
Kilde: EU-KLEMS.

således ikke automatisk sætte lighedstegn mellem en svagere produktivitsudvikling og en dårligere konkurrenceevne. De relative enhedsløn-omkostninger for økonomien som helhed tenderer at overvurdere forværringen af den danske konkurrenceevne. Udover løn- og produktivitsudviklingen er det relevant at inddrage beskæftigelsen samt saldoen på de offentlige finanser og betalingsbalancen ved en vurdering af konkurrenceevnen på samfunds niveau.

ER KONKURRENCEEVNE GOD NOK?

Ofte sammenholdes konkurrenceevne og betalingsbalance. Konkurrenceevnen er god, når der kan opnås ligevægt på betalingsbalancen samtidig med fuld beskæftigelse. Ligevægten på betalingsbalancen giver en indikation af, om den fulde beskæftigelse er holdbar. Når de danske tab af markedsandele ikke i højere grad har presset saldoen på betalingsbalancens løbende poster, skyldes det bl.a., at markedsvæksten på vore eksportmarkeder har været høj, at værdien af olie- og gasproduktionen i Nordsøen er steget stærkt, samt at handelsflåden er udvidet væsentligt. De to sidste forhold har i særlig grad forbedret saldoen med en beskeden indsats af indenlandske produktionsressurser.

Siden det seneste opsving tog sin begyndelse i 2003, er betalingsbalancen forværret markant. Det skyldes ikke blot, at betalingsbalancen er

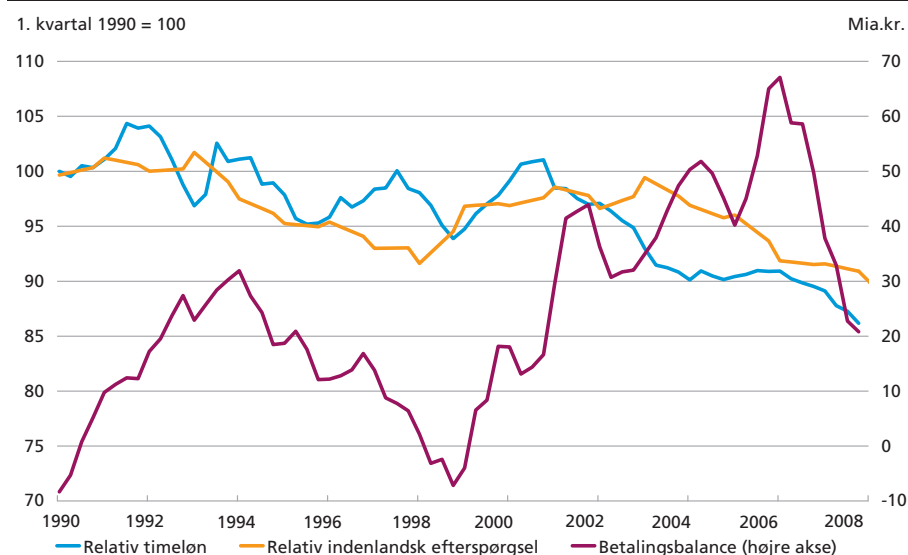
følsom over for udviklingen i konkurrenceevnen, men den er også påvirket af forholdet mellem indenlandsk efterspørgsel i Danmark og udlandet. Er efterspørgslen herhjemme svag og udlandets stærk, giver det sig udslag i en forbedring af betalingsbalancen. Det skete bl.a. i forbindelse med den afdæmpning af dansk økonomi, der fulgte i kølvandet på den finanspolitiske stramning i 1998 (pinsepakken). Omvendt har den stærke indenlandske konjunktur siden 2003 samtidig med forværringen af lønkonkurrenceevnen medført et betydeligt fald i overskuddet på betalingsbalancen, jf. figur 7.

En god konkurrenceevne kræver ud over balance over for udlandet, at finanspolitikken er holdbar ved fuld beskæftigelse. Dvs. at den private produktion er stor nok til at sikre fuld beskæftigelse, uden at det kræver kunstigt åndedræt via den økonomiske politik.

Det er ikke muligt fyldestgørende at beskrive konkurrencesituationen med et enkelt tal. Konkurrenceevnen afhænger af mange ting, som hver især kan mindske eller skærpe kravet til den lønmæssige konkurrenceevne. Lønkonkurrenceevnen er imidlertid stadig en vigtig indikator, da der er snævre grænser for, hvor høj en pris et produkt kan bære, ligesom den er af betydning for hastigheden af udflytning af specielt industriproduktionen til lavtlønslande.

RELATIV INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL, KONKURRENCEEVNE OG UDENRIGSHANDEL

Figur 7



Anm.: "Relativ indenlandsk efterspørgsel" viser indenlandsk efterspørgsel i udlandet i forhold til indenlandsk efterspørgsel herhjemme. Et fald i relativ timeløn betyder en svækket dansk konkurrenceevne. "Betalingsbalance" er opgjort som den løbende sum af overskuddet de sidste 12 måneder.

Kilde: Danmarks Statistik og OECD.

Den seneste lønudvikling øger kravene til danske virksomheders konkurrenceevne i bred forstand. Bytteforholdet har de sidste par år ligget fladt, men det er endnu for tidligt at sige, om der er tale om en midlertidig eller en mere permanent udvikling. Et uændret bytteforhold, og svag produktivitetsvækst samtidig med relativt høje lønstigninger er en farlig cocktail, særligt for en meget åben økonomi som den danske.

Danmark overgår til Target2

Morten Valentiner, Betalingsformidlingskontoret

EUROSYSTEMETS NYE FÆLLES BETALINGSSYSTEM

I forbindelse med euroens indførelse i 1999 blev det fælleseuropæiske betalingssystem, Target, indført i alle de daværende 15 EU-lande. Formålet med systemet var afvikling af store, tidskritiske betalinger i euro, og teknisk set var Target baseret på en sammenkobling af de nationale betalingssystemer og Den Europæiske Centralbanks system. I perioden november 2007 til maj 2008 overgik de deltagende lande i Target til det nye fælleseuropæiske betalingssystem, Target2.

Target2 erstatter de nationale interbank-betalingssystemer i euroområdet, hvorved særlige nationale funktioner og bestemmelser afløses af et harmoniseret system, hvor udgifter til systemudvikling, nedbringelse af operationelle risici mv. deles mellem et stort antal deltagere. Eurosystemets pengepolitiske operationer håndteres nu ensartet for alle deltagere i euroområdet gennem Target2. I Target2 er alle deltagernes konti placeret på én fælles platform, hvilket gør det betydeligt nemmere for deltagere med grænseoverskridende virksomhed at håndtere likviditet og gennemføre betalinger mv. i euro. Endvidere behøver sådanne deltagere ikke længere at deltage i hvert lands førhen forskelligartede systemer for at afvikle betalinger eller deltage i værdipapir- og detailbetalingssystemer i de lande, der udføres virksomhed i. For de fleste lande har overgangen til Target2 betydet billigere afvikling af interbankbetalinger i euro, flere funktioner til fx likviditetsstyring og øget sikkerhed mod større operationelle nedbrud. For virksomheder mv. med forretninger i euro kan bankernes lettere, billigere og mere fleksible muligheder for betalingsafvikling på tværs af landegrænserne betyde hurtigere og billigere afvikling af eurobetalinger. Target2 er derfor et vigtigt element i etableringen af infrastrukturen, der skal understøtte det indre marked for finansielle tjenesteydelser i EU.

Nationalbanken har valgt at deltage i Target2, da de danske kreditinstitutter gennemfører betydelige eurobetalinger. Endvidere kræver opretholdelsen af de nuværende danske detailbetalings- og værdipapirafviklingssystemer i euro deltagelse i Target2. Såfremt Nationalbanken havde valgt ikke at deltage i Target2, måtte de 30 nuværende deltagere i den danske euroafvikling, herunder Værdipapircentralen og PBS, enten

afvikle eurobetalinger via en filial eller datterselskab i euroområdet eller gennem en korrespondentbank med adgang til Target2. Vilkårene for de danske deltagere er de samme som hidtil. Danmark er fortsat underlagt de nuværende restriktioner for deltagende lande uden for euroområdet, der bl.a. udelukker adgang til eurolikviditet over natten. Afvikling af betalinger i kroner vil fortsat ske i Nationalbankens eget system, Kronos.

Mere information om Target2, herunder priser for betalinger, likviditetsstyringsredskaber, tiltag til at minimere de operationelle risici mv. findes på Nationalbankens websted www.nationalbanken.dk under Opgaver -> Betalingsformidling -> Target2 i den uddybende artikel "Danmark overgår til Target2".

Niels Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 24. april 2008

På Realkreditrådets årsmøde sidste år sagde jeg om den økonomiske situation i USA: "Det ser heller ikke ud til, at de problemer, der er i selskaber, der har specialiseret sig i boliglån til mindre kreditværdige husholdninger, vil brede sig til andre dele af kapitalmarkederne". Det var ikke en vurdering, jeg var alene om.

Jeg tager det som en påmindelse om, at økonomiske forudsigelser skal tages med et gran salt.

Man kan uden at overdrive sige, at det er gået noget anderledes end forudsagt. De økonomiske udsigter for USA og Europa er gradvis blevet nedjusteret gennem det sidste års tid. Og det, der startede som problemer for selskaber specialiseret i såkaldte subprime-lån, har spredt sig til andre dele af den finansielle sektor – også uden for USA – og lægger nu en dæmper på produktion og beskæftigelse. Som igen virker negativt tilbage på de finansielle virksomheder.

Vurderingen er i dag, at USA er på vej ind i en recession, som i hvert fald varer til 2. halvår af 2008, hvorefter det i bedste fald vil gå langsomt frem. Europa undgår efter alt at dømme recessionen, men må belave sig på beskedne vækstrater mellem 1 og 2 pct. i de kommende år.

Udviklingen er kommet bag på de fleste, selv om højkonjunktoren i USA havde toppet før subprime-problemerne. Et positivt træk er, at udviklingslandene og de nye vækstøkonomier indtil videre stort set er gået fri af den økonomiske nedtur. Det har afbødet faldet i den globale økonomi. Samtidig har prisstigningstakten taget et hop opad overalt i verden, drevet af stigende energi- og fødevarepriser. Prisstigningerne sætter snævre grænser for fortsatte lempelser af den økonomiske politik. Der er risiko for at få skubbet inflationsforventningerne i vejret og igangsætte en pris- og lønspiral.

De stigende priser på fødevarer mærkes selvsagt især i de fattige lande og rykker hastigt opad på den internationale dagsorden.

Der tales i dag om tab i den finansielle sektor, der kan løbe op i 1.000 mia.dollar. Et beløb der er 3 gange så stort som det danske nationalprodukt, uden sammenligning i øvrigt. Tabene har ramt både finansielle virksomheder og andre, først og fremmest i USA, men også i Europa. De største tab er konstateret i nogle af verdens største banker, og en enkelt

har været på fallittens rand. Der er tale om virksomheder, der har haft tusindvis af højtuddannede og højt betalte medarbejdere og chefer til rådighed for netop at undgå sådanne tab.

Forløbet har givet anledning til selvransagelse i både finansielle virksomheder og hos myndigheder, der for sent så problemerne og greb ind. Hvordan kunne det gå så galt, og hvordan kan man forebygge, at det sker igen?

Der er allerede skrevet meget om årsagerne. Og forløbet vil helt sikkert blive genstand for mange lærde afhandlinger i de kommende år, som vil kunne drage fordel af bagklogskabens klare lys.

Grundlæggende kan finansiell virksomhed koges ned til at bygge bro mellem dem som på et givent tidspunkt har brug for at anvende mere end de tjener og råder over, og dem som er i den modsatte situation. Denne formidling betyder, at virksomheder kan investere i forventning om fremtidig indkomst. Og at vi som husholdninger kan købe hus eller lejlighed med 20 pct. i udbetaling. Og at regeringer fra tid til anden kan have underskud på statsbudgettet.

Den finansielle formidling – når den er bedst – sikrer, at opsparerne får det bedst mulige afkast til den valgte risiko, og at det er de mest givtige investeringer, der fremmes. Formidlingen foregår på tværs af grænserne, og den finansielle sektor er blandt de fremmeste i globaliseringen. Vigtigheden af en effektiv finansiell sektor kan ikke overvurderes i et moderne samfund.

Omfanget af den finansielle formidling har imidlertid i de seneste år været så kraftigt voksende i kombination med sofistikeret produktudvikling, at risikovurderingssystemer og incitamentsstrukturer ikke alle steder har kunnet følge med i kampen om markedsandele.

Hvor udviklingen har skabt en atmosfære af eufori, har grådighed og sløseri kunnet trives.

En vigtig mekanisme til at rette op herpå er naturligvis, at nogen har brændt fingrene og har mærket konsekvenserne. Men det rækker nok ikke. Et sikkert gæt er i dag, at der kommer skærpede regler.

Nu hvor det går den anden vej, gælder det om at finde den rigtige balance mellem skærpede regler og hensynet til, at den finansielle formidling fortsat kan tjene samfundsnyttige formål.

G7-landene anmodede sidste efterår det såkaldte Financial Stability Forum (FSF), som bl.a. består af finansministerierne, centralbankerne og finanstilsynene i de store lande, om at foretage en analyse af de årsager og svagheder, der har ført til krisen, og komme med forslag, der kan forbedre de finansielle markeders og institutioners modstandsdygtighed. Det er interessant læsning og burde være pensum for alle, der er beskæftiget i den finansielle sektor.

FSF fremsætter 67 forslag under 5 hovedoverskrifter:

Den første gruppe af forslag handler om at skærpe kravene til de finansielle institutioners kapital, likviditet og risikostyring. Der skal være mere at stå imod med. Den umiddelbare vanskelighed er naturligvis implementeringen i en situation, hvor kravene kunne gøre ondt værre.

Den anden gruppe af forslag har til formål at øge gennemsigtigheden i markederne ved at offentliggøre alle relevante risici og skabe større sikkerhed i værdiansættelserne. Det har øget usikkerheden, at de finansielle institutioner kun drypvis har deklareret deres tab, og at det har været vanskeligt at værdiansætte aktiver, der ikke mere omsættes.

En tredje gruppe af forslag retter sig mod kreditvurderingsbureauernes rolle i den finansielle formidling. Det er nødvendigt at forbedre kvaliteten af vurderingsprocessen så interessekonflikter undgås og at øge forståelsen af resultaterne. Myndighederne skal revurdere deres brug af bureauernes arbejde.

Som det fjerde foreslås, at der for hver af de største grænseoverskridende banker i verden oprettes en gruppe af repræsentanter for de relevante landes tilsynsmyndigheder. Det sker i en erkendelse af, at myndighederne i dag er for dårligt forberedte til at håndtere eventuelle kriser i banker, der med datterselskaber og filialer arbejder på tværs af landegrænserne.

Endelig opfordres centralbankerne til større fleksibilitet, herunder at udvide deres lånefaciliteter. En af erfaringerne i den nuværende krise har været, at centralbankerne ikke har haft de tilstrækkelige lånefaciliteter til rådighed over for banker i likviditetsklemme.

Som det fremgår, er der hilsener til os alle: De private virksomheder, regeringer, tilsynsmyndigheder og centralbanker. De fleste af forslagene anbefales at være ført ud i livet inden udgangen af indeværende år. Resten i 2009.

Hvordan påvirker så al det her os her i Danmark?

Hvor paradoksalt det end lyder, kommer afmatningen i den internationale økonomi, som den tegner sig nu, ganske bekvemt for Danmark. Konjunkturerne har været stærk i en årrække, hjulpet på vej af en lav rente og en ekspansiv finanspolitik. Beskæftigelsen er rekordhøj, og arbejdsløsheden den laveste i en generation. Overskuddet på betalingsbalancen er faldet markant, men der er heldigvis ikke opbygget finansielle ubalancer under opsvinget. Husholdningerne er under ét velkonsoliderede og har meget at stå imod med, selv om boligmarkedet har været svagt i halvandet år.

Den væsentligste ubalance er, at dansk økonomi i nogen tid har befundet sig tæt på sin kapacitetsgrænse. Manglen på arbejdskraft har øget kravet om lønstigninger, og gabet mellem væksten i danske og

udenlandske lønninger er vokset i de senere år. Forbrugerpriserne nåede i marts op på 3,1 pct. årlig stigning; som i udlandet hovedsagelig drevet af stigende energi- og fødevarerpriser. Forbrugernes forventninger til at priserne vil stige er voksende.

Manglen på arbejdskraft sætter grænser for væksten i dansk økonomi. I Nationalbankens seneste prognose fra marts er det centrale skøn, at dansk økonomi bremser op i de kommende år. Men at vi først i 2010 når op på en arbejdsløshed, der er forenelig med en bæredygtig lønudvikling på længere sigt.

Tidligere var finansiell uro normalt ledsaget af valutauro i Europa. Det har der indtil nu kun været mindre spor af. Det er nærliggende at give det mindre antal europæiske valutaer som følge af euroen er stor del af æren herfor. Det er en fordel for Danmark, at euroen eksisterer, og nu er valuta i 15 lande. Det har sammen med Den Europæiske Centralbanks likviditetstilførsel som reaktion på finansuroen mindsket risikoen for større realøkonomiske skadevirkninger. Det finansielle system i Danmark er ikke uberørt af finansuroen. Men heldigvis mindre end i flere andre lande. Det skyldes, at danske investorer kun i mindre grad har investeret i – og dermed tabt på – subprime-relaterede aktiver. Vi har vores egne gode realkreditprodukter.

Vi har dog også i Danmark set, hvorledes pengeinstitutterne på grund af usikkerheden er blevet mere tilbageholdende med at yde usikrede lån til hinanden i pengemarkedet, især på de længere løbetider. Finansieringen er således blevet kortere og dyrere. Og det påvirker især de pengeinstitutter, der i de senere år har oparbejdet et stort indlånsunderskud i tillid til, at de kunne skaffe billig likviditet i pengemarkedet eller ved at udstede obligationer.

I den nuværende situation og i overensstemmelse med internationale anbefalinger overvejer vi i Danmarks Nationalbank ligesom andre centralbanker vores lånefaciliteter. Disse overvejelser er ikke tilendebragt. Men det er vores opfattelse, at veldrevne danske pengeinstitutter ikke unødigt skal komme i en likviditetsklemme på grund af den internationale finansuro.

Med disse ord siger jeg tak for opmærksomheden og ønsker et fortsat godt årsmøde.

Pressemeddelelser

DEN 16. APRIL 2008: NY SKIBSMØNT MED SELANDIA SOM MOTIV

I morgen udsender Nationalbanken en ny 20-krone-mønt med motorskibet Selandia som motiv. Det er den tredje temamønt i en serie med skibe som motiv.

Mønten præsenteres i dag på museet DieselHouse i København. DieselHouse er bygget op omkring B&Ws dieselmotor fra 1932, der i mange år var verdens største.

Selandia, som B&W byggede for rederiet ØK i 1912, var det første oceangående skib i verden med dieselmotorer. Det markerer overgangen fra dampskibe til motorskibe og blev betegnet som et teknologisk vidunder på sin tid. Arkitektonisk blev det bygget uden dampskibenes kendetegn, de store skorstene. Efter sin succesfulde jomfrurejse blev Selandia fulgt af søsterskibene Fionia og Jutlandia, og efter Selandia stødte på grund og sank nær Japan i 1942, har flere skibe båret dets navn. En model af Selandia kan også ses på DieselHouse.

Motivet på mønten er udarbejdet af billedhuggeren Torben Ebbesen, som også har stået for motivet til eventyrmønten Nattergalen. "Mit bidrag til at hædre Selandia, alle nyere skibes forfader, giver et dynamisk indtryk af den opfindelseskraft, der gennempløjer både himmel og hav – uden skorsten", siger Torben Ebbesen.

Mønten med Selandia udsendes som 20-krone i 1,2 mio. eksemplarer og bliver del af de almindelige cirkulerende mønter. På møntens forside vises Dronningens portræt i profil.

Den nye temamønt med Selandia sættes i morgen i omløb gennem pengeinstitutterne. Den kan også bestilles i Nationalbankens Hovedkasse og på Den Kgl. Mønts hjemmeside www.kgl-moent.dk. På Den Kgl. Mønts hjemmeside findes også billeder af mønten. Den næste skibsmønt forventes udsendt i sommeren 2008.

DEN 9. MAJ 2008: NATIONALBANKEN ÅBNER NY BELÅNINGSFACILITET

For at lette udveksling af likviditet i pengemarkedet åbner Nationalbanken den 23. maj 2008 en ny belåningsfacilitet.

Frem til maj 2009 vil penge- og realkreditinstitutter kunne belåne nye, særlige låneobligationer i Nationalbanken på ugentlig basis.

Nationalbankdirektør Nils Bernstein:

"Uroen på de finansielle markeder har gjort, at vi har fundet det hensigtsmæssigt at udvide belåningsgrundlaget. Faciliteten er tænkt som en oliekanne, der kan løse lidt op for långivningen mellem pengeinstitutterne indbyrdes.

Det er ikke et succeskriterium, at faciliteten bliver brugt i større udstrækning. Alene det forhold, at en låneobligation kan belånes hos os, indebærer, at den er en del af likviditetsreserven i det penge- eller realkreditinstitut, der har erhvervet den. Så selv uden belåning i Nationalbanken kan ordningen have en positiv effekt."

En beskrivelse af den nye lånefacilitet kan ses på hjemmesiden www.nationalbanken.dk.

Nationalbankens øvrige faciliteter er uændrede.

DEN 16. MAJ 2008: RENTEFORHØJELSE

Udlånsrenten og renten på indskudsbeviser er med virkning fra 16. maj 2008 sat op fra 4,25 pct. til 4,35 pct. Diskontoen og foliorenten er uændret 4,0 pct.

Siden august 2007 er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og Den Europæiske Centralbanks skæringsrente blevet reduceret med 15-20 basispoint, og dermed er forskellen stort set forsvundet. I kortere perioder har renteforskellen været negativ.

Udviklingen i rentespændet har givet anledning til svækkelse af kronen, og Nationalbanken har i overensstemmelse med fastkurspolitikken interveneret til fordel for kronen.

DEN 16. MAJ 2008: NATIONALBANKEN INDGÅR SWAFTALE MED SEÐLABANKI ÍSLANDS

Danmarks Nationalbank har sammen med centralbankerne i Norge og Sverige indgået bilaterale aftaler om en swapfacilitet med centralbanken i Island, Seðlabanki Íslands.

Faciliteten giver Seðlabanki Íslands mulighed for at tilvejebringe euro, hvis behovet skulle opstå af hensyn til den finansielle stabilitet.

Aftalen med Danmarks Nationalbank betyder, at Seðlabanki Íslands kan erhverve euro for islandske kroner via swaftalen beløbende sig til samlet 500 mio.euro.

Se også: www.sedlabanki.is, www.norges-bank.no, www.riksbank.se

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 3. juni 2008.

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 mæne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
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
2007	4,00	4,25	4,00	2007	4,65	4,48	5,61	464,14
2006 8. dec ..	3,50	3,75	3,50	okt 07	4,61	4,31	5,48	507,92
2007 9. mar...	3,75	4,00	3,75	nov 07	4,65	4,18	5,49	471,76
7. jun ...	4,00	4,25	4,00	dec 07	4,65	4,48	5,61	464,14
2008 16. maj ..	4,00	4,35	4,00	jan 08	4,40	4,08	5,47	407,83
				feb 08	4,40	4,06	5,38	431,24
				mar 08	4,50	4,19	5,61	428,10
				apr 08	4,85	4,39	5,71	427,00
2008 3. jun ...	4,00	4,35	4,00	maj 08	4,95	4,67	5,92	460,29

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
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
2006	171,7	59,8	73,8	163,2	8,8	153,7	18,2
2007	168,8	61,6	89,9	200,5	9,4	216,8	-6,9
nov 07	179,2	59,4	102,7	153,3	10,7	168,1	-4,1
dec 07	166,8	61,6	87,1	200,5	9,4	216,8	-6,9
jan 08	175,8	59,1	91,9	178,0	22,4	203,7	-3,3
feb 08	180,3	58,8	107,6	190,8	7,4	213,4	-15,2
mar 08	179,7	60,0	111,7	178,7	22,1	217,6	-16,9
apr 08	173,6	60,2	102,9	192,0	16,7	223,7	-14,9

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer	Likviditetspåvirkning	Nationalbankens interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
	Mia.kr.									
2003	99,7	94,1	5,6	23,7	7,3	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
2004	75,5	92,6	-17,1	-12,5	6,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005	39,5	30,9	8,6	-18,4	3,0	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
2006	-14,5	16,2	-30,6	-34,3	4,3	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	18,2
2007	-26,1	2,9	-29,1	-1,7	7,2	5,5	-0,4	-1,4	-25,3	-6,9
nov 07	-30,2	5,2	-35,4	0,0	-1,0	-1,0	-2,5	-0,7	-39,6	-4,1
dec 07	7,2	-7,8	15,0	-11,9	-0,1	-12,0	-3,2	-2,7	-2,8	-6,9
jan 08	-0,9	3,9	-4,8	7,8	-1,4	6,4	-1,7	3,8	3,7	-3,3
feb 08	-13,3	2,5	-15,8	0,0	4,5	4,5	0,0	-0,6	-11,9	-15,2
mar 08	-0,3	3,7	-4,1	0,2	-1,3	-1,1	0,6	2,9	-1,7	-16,9
apr 08	11,7	3,0	8,8	-7,8	1,8	-6,0	0,7	-1,5	1,9	-14,9

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.							
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	4.228,2	107,8	2.584,2	75,9	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
2006	4.682,1	116,8	2.956,0	51,8	60,3	1.077,0	1.433,7	-222,8
2007	5.497,4	119,9	3.353,7	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
nov 07	5.422,3	117,7	3.281,5	39,4	63,4	1.236,1	1.478,5	-292,3
dec 07	5.497,4	119,9	3.353,7	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
jan 08	5.518,6	121,7	3.366,1	43,1	62,5	1.261,2	1.536,6	-357,2
feb 08	5.603,7	119,4	3.389,3	38,8	62,7	1.283,7	1.508,3	-358,8
mar 08	5.643,1	120,9	3.440,3	42,4	68,3	1.282,3	1.511,9	-373,3
apr 08	5.716,0	122,1	3.451,6	47,1	80,1	1.293,7	1.514,5	-399,4
Ændring i forhold til året før, pct.								
2003	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
2004	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
2005	...	10,6	15,0	-24,7	15,4	14,4	7,9	...
2006	...	8,3	14,4	-31,8	12,8	10,9	8,8	...
2007	...	2,7	13,5	-16,4	5,2	13,3	5,0	...
nov 07	...	1,6	12,3	-5,0	8,2	12,8	6,8	...
dec 07	...	2,7	13,5	-16,4	5,2	13,3	5,0	...
jan 08	...	0,6	13,2	-9,5	0,8	14,7	7,6	...
feb 08	...	2,2	12,6	-18,2	0,6	17,0	4,4	...
mar 08	...	4,5	12,5	1,0	3,6	13,4	3,8	...
apr 08	...	6,3	12,5	12,8	22,5	16,1	3,3	...

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

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	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.								
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	889,5
2007	51,9	703,2	755,1	199,7	18,0	972,8	6,2	61,5	1.040,6
nov 07	51,4	697,0	748,3	210,1	17,7	976,2	12,1	20,9	1.009,4
dec 07	51,9	703,2	755,1	199,7	18,0	972,8	6,2	61,5	1.040,6
jan 08	49,9	717,2	767,1	212,4	18,9	998,4	17,1	57,7	1.073,3
feb 08	50,1	720,6	770,7	212,1	20,5	1.003,3	17,0	102,9	1.123,3
mar 08	50,3	731,0	781,3	203,3	20,2	1.004,8	10,8	99,4	1.115,2
apr 08	50,6	737,6	788,2	201,1	20,5	1.009,8	16,7	94,4	1.121,0
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2007	...	...	8,0	...	...	13,1	...	...	17,0
nov 07	...	...	9,3	...	...	12,8	...	...	13,5
dec 07	...	...	8,0	...	...	13,1	...	...	17,0
jan 08	...	...	8,9	...	...	13,9	...	...	17,3
feb 08	...	...	10,5	...	...	13,6	...	...	22,1
mar 08	...	...	8,6	...	...	10,4	...	...	17,5
apr 08	...	...	8,0	...	...	10,9	...	...	18,7

¹ Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

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.							
2003	2.204,4	468,7	662,9	271,5	285,7	764,4	823,8	795,1
2004	2.418,4	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
2005	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
2006	3.242,0	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.133,8	1.148,3
2007	3.993,4	926,6	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.444,1	1.345,6
nov 07	3.893,2	902,9	1.280,7	533,8	532,7	1.026,6	1.337,4	1.330,3
dec 07	3.993,4	926,6	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.444,1	1.345,6
jan 08	4.043,9	940,3	1.335,6	547,2	545,7	1.091,3	1.397,9	1.397,6
feb 08	4.140,7	941,4	1.343,3	547,9	555,6	1.137,8	1.423,6	1.412,3
mar 08	4.181,6	955,3	1.374,1	563,5	566,3	1.110,8	1.444,9	1.416,6
apr 08	4.235,6	969,3	1.371,4	560,0	562,0	1.163,1	1.518,1	1.423,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
2003	...	10,7	2,5	7,1	3,1	21,8	18,8	3,9
2004	...	5,6	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
2005	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3
2006	...	9,7	22,2	19,8	23,8	3,2	16,2	7,8
2007	...	29,6	18,6	17,4	20,5	19,8	27,4	17,2
nov 07	...	29,0	16,7	17,4	20,0	9,8	21,5	16,9
dec 07	...	29,6	18,6	17,4	20,5	19,8	27,4	17,2
jan 08	...	25,3	17,8	16,5	19,9	15,8	19,7	20,0
feb 08	...	33,6	16,3	15,3	18,2	11,6	16,3	22,8
mar 08	...	25,9	16,3	15,6	16,2	13,7	18,2	18,9
apr 08	...	26,7	16,4	14,5	15,1	20,5	29,6	18,9

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.							
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
2007	3.088,2	362,8	2.015,5	1.532,5	420,8	649,2	344,2	2.495,2
Nov 07	2.523,6	285,9	1.998,2	1.519,8	418,3	177,9	258,2	2.045,7
Dec 07	3.088,2	362,8	2.015,5	1.532,5	420,8	649,2	344,2	2.495,2
jan 08	2.661,9	316,3	2.027,7	1.538,7	428,0	268,2	281,7	2.201,4
feb 08	2.632,1	307,5	2.040,7	1.547,6	431,1	227,7	285,6	2.162,9
mar 08	2.663,0	337,2	2.058,0	1.553,9	436,6	220,7	290,9	2.150,8
apr 08	2.660,9	309,0	2.071,1	1.563,4	438,5	223,8	287,2	2.152,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2007	...	48,0	9,9	8,9	13,5	13,1	52,0	8,6
nov 07	...	57,0	9,3	8,3	13,0	-4,8	54,4	6,7
dec 07	...	48,0	9,9	8,9	13,5	13,1	52,0	8,6
jan 08	...	78,8	9,7	8,5	14,7	85,0	65,2	16,8
feb 08	...	62,3	9,7	8,4	14,5	56,7	59,8	13,5
mar 08	...	48,2	9,8	8,1	14,6	49,0	52,3	11,4
apr 08	...	48,3	9,7	8,1	13,9	52,4	50,0	12,0

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									
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
2007	3.387,8	2.090,0	1.189,7	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.532,5	429,1
nov 07	3.317,5	2.053,6	1.158,4	1.319,3	533,8	731,8	1.998,2	1.519,8	426,5
dec 07	3.387,8	2.090,0	1.189,7	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.532,5	429,1
jan 08	3.405,6	2.085,9	1.210,6	1.377,9	547,2	774,4	2.027,7	1.538,7	436,2
feb 08	3.426,2	2.095,4	1.223,8	1.385,5	547,9	784,4	2.040,7	1.547,6	439,4
mar 08	3.474,3	2.117,4	1.248,4	1.416,4	563,5	801,2	2.058,0	1.553,9	447,2
apr 08	3.484,8	2.123,4	1.250,0	1.413,7	560,0	800,8	2.071,1	1.563,4	449,2
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2007	12,9	11,0	17,2	17,7	17,4	19,4	9,9	8,9	13,4
nov 07	11,8	10,6	14,7	15,8	17,4	15,8	9,3	8,3	12,9
dec 07	12,9	11,0	17,2	17,7	17,4	19,4	9,9	8,9	13,4
jan 08	12,9	10,5	18,8	17,8	16,5	21,3	9,7	8,5	14,5
feb 08	12,3	10,2	17,3	16,3	15,3	19,1	9,7	8,4	14,4
mar 08	12,3	10,0	17,2	16,3	15,6	18,4	9,8	8,1	15,0
apr 08	12,3	9,7	17,4	16,5	14,5	19,1	9,7	8,1	14,3

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

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
			I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo	Mia.kr.						
2003	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4
2004	94,6	733,9	659,8	382,2	1.488,4	84,9	170,5
2005	88,6	720,3	853,9	616,0	1.662,8	80,5	315,5
2006	83,5	797,5	951,7	720,5	1.832,7	85,7	432,2
2007	77,9	889,2	1.045,6	796,6	2.012,7	123,8	547,0
Nov 07	80,7	883,0	1.031,6	778,5	1.995,4	111,7	535,5
Dec 07	77,9	889,2	1.045,6	796,6	2.012,7	123,8	547,0
jan 08	78,1	890,3	1.058,3	823,5	2.026,6	126,7	553,8
feb 08	78,2	890,2	1.070,1	833,3	2.038,5	129,6	560,9
mar 08	78,3	885,8	1.091,5	843,1	2.055,6	134,4	567,3
apr 08	78,5	886,1	1.106,0	852,6	2.070,6	136,1	575,6

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
1. kv. 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
1. kv. 07	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kv. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
nov 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
dec 07	6,2	7,4	6,1	4,4	3,7	3,4	3,7	4,1
jan 08	6,2	7,4	6,1	4,4	3,7	3,4	3,7	4,1
feb 08	6,3	7,5	6,1	4,4	3,8	3,5	3,8	4,2
mar 08	6,2	7,5	6,0	4,5	3,8	3,5	3,8	4,2
apr 08	6,4	7,6	6,2	4,5	3,8	3,5	3,8	4,2

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
		Mia.kr.					
Ultimo							
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
2007	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
1. kv. 07	952,2	437,2	393,6	297,2	302,6	312,0	29,6
2. kv. 07	980,2	429,8	426,7	299,4	319,8	321,0	30,0
3. kv. 07	1.002,2	442,6	428,8	299,8	340,9	322,8	31,1
4. kv. 07	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
1. kv. 08	963,9	466,4	356,2	268,6	329,3	304,0	23,9
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
1. kv. 07	...	7,5	1,3	-0,1	9,9	5,5	0,5
2. kv. 07	...	5,5	9,2	2,6	12,8	6,8	-3,4
3. kv. 07	...	17,7	8,4	-0,1	22,5	0,3	0,0
4. kv. 07	...	40,1	2,8	-0,2	3,7	6,6	-2,7
1. kv. 08	...	4,0	12,0	-3,8	11,8	2,6	0,4

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.							
2003	2.143,3	400,0	505,9	191,1	1.525,5	207,2	506,6	209,6
2004	2.379,2	434,4	498,8	213,6	1.768,7	218,4	604,3	245,2
2005	2.559,7	461,2	434,9	205,1	2.002,9	252,5	845,2	300,5
2006	2.548,0	457,9	380,4	172,2	2.041,2	279,5	988,5	361,8
2007	2.709,5	467,5	301,9	176,2	2.255,4	279,4	994,8	445,3
nov 07	2.287,3	470,7	312,9	179,4	1.839,3	278,9	1.024,3	442,3
dec 07	2.709,5	467,5	301,9	176,2	2.255,4	279,4	994,8	445,3
jan 08	2.321,0	466,9	312,1	177,9	1.866,3	276,0	887,4	397,2
feb 08	2.346,6	464,4	308,3	184,9	1.889,5	265,5	920,4	393,5
mar 08	2.347,6	471,9	310,4	184,6	1.889,9	272,0	907,9	381,6
apr 08	2.335,7	467,8	307,3	178,8	1.876,1	269,6	908,4	390,3

Anm.: Omfatter noterede og unoterede værdipapirer registreret i Værdipapircentralen.

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
	Mia.kr.							
Ultimo								
2003	622	166	400	1.262	2.451	1.505	947	2.452
2004	674	174	473	1.403	2.724	1.640	1.085	2.725
2005	755	172	618	1.616	3.161	1.834	1.327	3.161
2006	807	180	715	1.681	3.384	2.050	1.334	3.384
2007	878	197	704	1.697	3.476	2.232	1.245	3.477
4. kv. 06	807	180	715	1.681	3.384	2.050	1.334	3.384
1. kv. 07	824	177	733	1.696	3.430	2.112	1.319	3.431
2. kv. 07	858	180	748	1.687	3.473	2.131	1.342	3.473
3. kv. 07	865	186	746	1.707	3.505	2.168	1.337	3.505
4. kv. 07	878	197	704	1.697	3.476	2.232	1.245	3.477

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiel netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo									
2003	662	121	643	1.426	1.159	109	1.131	-973	1.426
2004	647	164	746	1.557	1.223	142	1.248	-1.056	1.557
2005	739	167	971	1.876	1.358	143	1.488	-1.113	1.876
2006	792	147	1.075	2.016	1.590	140	1.565	-1.280	2.015
2007	913	150	1.117	2.181	1.729	119	1.695	-1.363	2.181
4. kv. 06	792	147	1.075	2.016	1.590	140	1.565	-1.280	2.015
1. kv. 07	801	141	1.101	2.043	1.652	139	1.622	-1.370	2.043
2. kv. 07	886	140	1.153	2.179	1.678	134	1.733	-1.366	2.179
3. kv. 07	899	136	1.170	2.205	1.681	120	1.793	-1.388	2.205
4. kv. 07	913	150	1.117	2.181	1.729	119	1.695	-1.363	2.181

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.					
2003	65,9	23,2	89,2	-16,8	-24,0	48,3
2004	54,5	19,8	74,4	-2,4	-27,7	44,2
2005	45,1	38,6	83,7	9,9	-25,0	68,6
2006	16,6	42,3	58,9	16,5	-27,4	48,0
2007	-4,0	42,2	38,2	11,4	-27,1	22,5
apr 06 - mar 07	9,4	40,9	50,3	11,6	-28,5	33,4
apr 07 - mar 08	-4,9	46,5	41,6	11,2	-27,9	24,9
okt 07	-0,9	5,2	4,3	1,8	-1,4	4,7
nov 07	1,4	3,4	4,7	1,2	-1,6	4,2
dec 07	-2,7	3,7	1,0	0,6	-1,4	0,3
jan 08	-2,6	3,6	1,0	0,8	-3,4	-1,7
feb 08	0,8	3,8	4,6	0,1	-4,1	0,6
mar 08	-1,2	3,2	2,0	-4,1	-2,9	-5,1

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

	Forderings- erhverv- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
	Mia.kr.						
2003	48,3	-8,0	17,8	-98,3	72,5	-1,5	30,8
2004	44,4	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	59,4	-6,2
2005	71,4	-97,1	77,3	-67,6	23,7	-19,5	-11,8
2006	48,0	-50,5	21,5	-110,9	82,4	-28,8	-38,3
2007	22,9	-92,5	61,1	-51,5	50,6	8,2	-1,2
apr 06 - mar 07	33,3	-70,6	9,9	16,0	47,6	-35,4	0,8
apr 07 - mar 08	25,5	-81,3	69,4	-31,9	40,2	-19,6	2,2
okt 07	4,8	-3,2	10,1	-44,1	45,0	-15,1	-2,6
nov 07	4,3	-4,3	10,3	-7,5	-6,7	2,8	-1,1
dec 07	0,3	9,4	0,4	-61,0	59,0	-20,1	-12,0
jan 08	-1,6	-15,3	13,1	10,1	9,1	-7,5	7,9
feb 08	0,7	-18,2	4,6	17,9	1,7	-1,9	4,7
mar 08	-5,0	-6,4	5,3	31,9	1,7	-26,8	0,6

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.

² Kan afvige fra totalen i nedenstående Tabel 17, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.

³ Omfatter fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.

⁴ 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 ¹
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
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	20,8	122,5	-19,2	-107,5	-84,3	-67,6
2006	9,4	69,3	-34,6	-21,8	-133,2	-110,9
2007	23,8	65,4	13,8	-103,6	-50,9	-51,5
nov 07	-8,3	16,6	-2,9	-19,6	6,8	-7,5
dec 07	1,7	-27,0	-0,5	-35,1	-0,1	-61,0
jan 08	-1,6	15,2	-1,7	12,3	5,0	29,3
feb 08	-1,8	2,6	2,1	-3,3	-2,3	-2,6
mar 08	7,9	11,4	-3,0	14,0	0,7	30,9
apr 08	3,4	-0,7	3,1	-15,9	-15,9	-26,0

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

¹ Kan afvige fra "Porteføljeinvesteringer" i foranstående Tabel 16, da betalingsbalancens samlede finansielle poster offentliggøres 1-2 uger senere.

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										
2003	413	198	309	446	17	57	518	31	230	2.221
2004	471	220	369	547	48	34	584	20	223	2.515
2005	567	253	556	684	85	37	720	19	217	3.136
2006	589	255	739	669	47	41	826	30	178	3.374
2007	627	284	791	741	7	48	1.049	32	176	3.754
4. kv. 06	589	255	739	669	47	41	826	30	178	3.374
1. kv. 07	624	255	802	653	19	46	881	31	185	3.496
2. kv. 07	630	279	821	683	-2	49	943	29	181	3.613
3. kv. 07	628	292	824	664	7	47	1.035	31	191	3.719
4. kv. 07	627	284	791	741	7	48	1.049	32	176	3.754
Passiver										
2003	434	162	186	762	...	28	801	13	4	2.391
2004	429	208	241	857	...	20	816	20	2	2.593
2005	503	231	311	1.019	...	27	968	22	3	3.082
2006	496	270	358	1.059	...	32	1.138	34	4	3.391
2007	518	266	428	1.113	...	36	1.414	36	5	3.816
4. kv. 06	496	270	358	1.059	...	32	1.138	34	4	3.391
1. kv. 07	504	277	387	1.125	...	33	1.221	35	1	3.583
2. kv. 07	514	268	425	1.141	...	34	1.246	34	1	3.663
3. kv. 07	524	256	440	1.138	...	32	1.309	37	3	3.738
4. kv. 07	518	266	428	1.113	...	36	1.414	36	5	3.816
Nettoaktiver										
2003	-21	36	123	-315	17	29	-283	19	226	-170
2004	42	12	128	-310	48	14	-233	0	221	-78
2005	64	22	245	-335	85	10	-248	-3	214	54
2006	93	-15	381	-390	47	9	-312	-4	174	-17
2007	109	17	362	-373	7	13	-364	-5	171	-62
4. kv. 06	93	-15	381	-390	47	9	-312	-4	174	-17
1. kv. 07	120	-22	415	-472	19	13	-340	-4	184	-87
2. kv. 07	116	11	396	-459	-2	15	-303	-5	180	-50
3. kv. 07	104	36	384	-474	7	15	-274	-6	188	-19
4. kv. 07	109	17	362	-373	7	13	-364	-5	171	-62

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.								
2003	1.400,7	666,9	371,2	271,8	3,2	1.313,1	635,1	547,6
2004	1.466,2	707,2	389,0	285,0	13,5	1.394,8	665,0	593,6
2005	1.548,2	759,8	401,3	306,9	3,8	1.471,8	761,6	685,2
2006	1.641,5	805,2	421,2	357,1	13,0	1.596,5	851,1	806,0
2007	1.696,2	841,0	439,2	389,3	7,3	1.676,8	884,4	864,9
4. kv. 06	424,8	210,4	109,1	98,2	1,1	418,9	221,6	215,6
1. kv. 07	406,7	203,0	106,7	91,8	4,4	405,9	210,6	209,8
2. kv. 07	420,5	207,9	108,9	95,8	2,8	415,3	215,8	210,7
3. kv. 07	424,0	205,4	109,2	96,0	3,5	414,1	224,4	214,5
4. kv. 07	445,0	224,7	114,4	105,7	-3,3	441,4	233,5	229,9

Realvækst i forhold til året før, pct.

2003	0,4	1,0	0,7	-0,2	...	0,0	-1,0	-1,6
2004	2,3	4,7	1,8	3,9	...	4,4	2,8	7,7
2005	2,5	5,2	0,9	6,1	...	3,5	8,3	11,3
2006	3,9	3,8	2,0	14,0	...	6,1	9,0	14,1
2007	1,8	2,5	1,7	6,2	...	2,7	3,7	5,6
4. kv. 06	3,5	2,9	1,8	13,6	...	6,0	8,4	13,1
1. kv. 07	3,8	1,0	2,1	17,3	...	5,1	6,7	8,8
2. kv. 07	-0,1	0,8	1,4	0,8	...	0,7	1,1	2,5
3. kv. 07	1,7	3,4	1,0	3,6	...	2,5	3,9	5,7
4. kv. 07	1,9	4,5	2,3	4,9	...	2,7	3,3	5,6

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

4. kv. 06	-0,1	1,1	0,1	-0,2	...	0,6	2,0	3,1
1. kv. 07	1,0	1,4	0,7	5,1	...	2,1	0,8	0,5
2. kv. 07	-1,1	-0,6	-0,1	-6,0	...	-1,8	-1,5	-1,0
3. kv. 07	1,7	1,3	0,3	4,7	...	1,8	2,7	3,1
4. kv. 07	0,3	2,4	1,3	1,2	...	1,8	1,3	2,8

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.									
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
2007	1,7	0,3	3,7	1,3	2,1	0,6	1,2	1,4	1,4	1,4
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
1. kv. 07	1,9	1,1	4,1	1,3	2,0	0,3	1,3	1,3	1,7	1,1
2. kv. 07	1,5	-1,7	3,6	1,5	2,1	0,2	1,5	1,4	0,9	1,7
3. kv. 07	1,0	-1,4	2,0	1,2	2,2	0,8	1,0	1,2	0,9	1,4
4. kv. 07	2,2	3,3	5,2	1,2	2,0	1,0	1,2	1,6	2,0	1,4
1. kv. 08	3,2	7,5	6,0	1,7	2,2	2,4	1,6	2,0	3,6	1,2

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 50,7 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- strer- inger 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				
2003	5,7	102,5	107,8	3.039	96.501	1	-6	-18	-2
2004	5,8	102,1	113,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
2005	5,1	103,8	120,1	1.874	148.578	9	1	7	20
2006	3,9	108,0	124,0	1.231	156.719	10	9	21	24
2007	2,8	112,6	125,1	1.392	162.478	7	4	9	20
Sæsonkorrigeret									
dec 07	2,1	110,4	126,8	133	14.256	5	5	3	19
jan 08	2,1	118,4	125,7	130	15.353	-4	6	0	15
feb 08	2,0	118,7	127,9	183	14.881	-2	-4	-1	11
mar 08	1,9	110,5	126,1	164	12.090	0	-2	-4	11
apr 08	1,8	...	126,7	181	14.754	-3	-1	-5	9
maj 08	...	...	...	...	...	-3	0	-8	9

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2003	2.756	1.914	133,3	133,8	124,1	64,4
2004	2.739	1.898	137,4	138,0	127,5	70,1
2005	2.763	1.919	141,4	141,8	130,7	82,5
2006	2.808	1.965	145,8	146,2	134,0	100,3
2007	2.858	2.014	151,3	152,0	137,3	104,6
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 06	2.828	1.982	147,4	147,9	135,1	102,7
1. kv. 07	2.852	2.007	148,9	149,3	136,3	104,2
2. kv. 07	2.847	2.003	150,2	151,3	136,8	105,5
3. kv. 07	2.862	2.018	152,3	152,7	137,6	105,7
4. kv. 07	2.871	2.027	153,7	154,5	138,5	103,0
Vækst i forhold til året før, pct.						
2003	-1,1	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,2
2004	-0,6	-0,8	3,1	3,1	2,7	8,9
2005	0,9	1,1	2,9	2,7	2,5	17,6
2006	1,6	2,4	3,1	3,1	2,5	21,6
2007	1,8	2,5	3,8	3,9	2,5	4,3
4. kv. 06	2,0	2,6	3,1	3,2	2,6	15,0
1. kv. 07	2,2	2,9	3,3	3,4	2,6	10,0
2. kv. 07	1,5	2,2	3,7	3,9	2,4	4,9
3. kv. 07	1,9	2,7	4,0	4,2	2,4	2,6
4. kv. 07	1,5	2,3	4,3	4,5	2,5	0,3

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2003	743,07	658,99	1.074,99	81,45	93,03	488,88	5,6840
2004	743,98	598,93	1.096,69	81,54	88,90	481,96	5,5366
2005	745,19	600,34	1.090,02	80,29	93,11	481,30	5,4473
2006	745,91	594,70	1.094,32	80,62	92,71	474,22	5,1123
2007	745,06	544,56	1.089,81	80,57	92,99	453,66	4,6247
Dec 07	745,99	511,99	1.036,87	79,12	93,07	449,62	4,5649
jan 08	745,05	506,24	997,10	79,00	93,65	459,86	4,6967
feb 08	745,40	505,49	992,68	79,61	93,79	463,56	4,7191
mar 08	745,59	480,12	962,55	79,31	93,63	474,15	4,7560
apr 08	746,03	473,73	938,40	79,63	93,69	467,61	4,6216
maj 08	746,09	479,42	941,78	80,12	94,85	459,18	4,5943

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2003	101,2	234,7	220,3	107,9	108,4	95,8
2004	102,2	237,4	224,0	108,3	109,8	97,9
2005	101,6	241,7	228,2	107,7	109,4	100,0
2006	101,6	246,2	232,5	107,7	110,2	102,2
2007	103,2	250,5	237,7	108,7	113,5	104,4
dec 07	104,6	253,0	240,9	110,0	114,9	106,2
jan 08	105,1	253,7	241,2	110,4	...	105,8
feb 08	105,0	256,8	242,2	111,1	...	106,2
mar 08	106,1	257,8	243,7	112,0	115,9	107,2
apr 08	106,6	258,7	244,6	112,4	...	107,6
maj 08	106,3	...	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
2003	3,6	2,1	1,7	3,9	4,7	2,1
2004	1,0	1,2	1,7	0,4	1,3	2,1
2005	-0,6	1,8	1,8	-0,6	-0,3	2,2
2006	0,0	1,9	1,9	0,1	0,7	2,2
2007	1,6	1,7	2,2	0,9	3,0	2,1
dec 07	2,3	2,3	2,8	1,9	3,6	3,1
jan 08	3,0	2,9	3,1	2,6	...	3,2
feb 08	2,6	3,1	3,1	2,4	...	3,3
mar 08	3,2	3,1	3,3	2,7	3,6	3,6
apr 08	3,5	3,2	3,2	3,3	...	3,3
maj 08	3,1	...	...	...	...	...

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, der består af følgende to dele:

- **Nyt** der beskriver den aktuelle udvikling.
- **Tabeltillæg** der indeholder tabeller med størst mulig detaljeringsgrad.

"Nyt" findes kun på dansk, mens tabeltekster i tabeltillægget samt kilder og metoder også findes på engelsk.

Statistikbank

De statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der opdateres samtidig med udsendelsen. Tidsserierne indeholder data så langt tilbage i tid som muligt. Nationalbankens statistik offentliggøres som en integreret del af Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via:
nationalbanken.statistikbank.dk

Særlige opgørelser

De særlige opgørelser omhandler statistikker af tematisk karakter og udarbejdes ikke regelmæssigt.

Udgivelseskalender

En oversigt over statistiske udgivelser for løbende måned og følgende 3 måneder findes i udgivelseskalenderen, der kan hentes på:
www.nationalbanken.dk (under Statistik > Udgivelseskalender).