

---

## Seneste økonomiske og monetære udvikling

---

*Oversigten vedrører perioden fra medio februar 2007 til medio maj 2007*

Væksten i verdensøkonomien er høj og bredere funderet end tidligere. Tempoet er gået ned i USA, men opsvinget i Europa og mange andre dele af verden er blevet tydeligere. Den globale vækst har været usædvanlig høj siden 2004, og den stærke udvikling ser ud til at fortsætte. Aktiekurserne er fortsat med at stige efter et markant dyk i slutningen af februar, og de lange renter og råvarepriserne er tiltaget de seneste måneder. På trods af den høje globale vækst er forbrugerprisinflationen moderat.

Der er fortsat højkonjunktur i Danmark. Beskæftigelsen har aldrig været højere, og ledigheden er faldet til det laveste niveau siden begyndelsen af 1970'erne. Mange virksomheder har problemer med at skaffe den arbejdskraft, de ønsker. Kapacitetspresset har igangsat en kraftig udvikelse af kapitalapparatet, importen vokser stærkt, og overskuddet på handels- og betalingsbalancen er hastigt mindsket. Udsving i efterspørgslen og dens sammensætning vil i højere grad end normalt slå ud som udsving på betalingsbalancens løbende poster. Manglen på arbejdskraft og den høje importvækst indikerer, at kapacitetsgrænsen i økonomien for alle praktiske formål er nået. Med udsigt til højere vækst hos vores vigtigste handelspartnere har eksporten gunstige vilkår, så selv om tempoet i forbrugsvæksten er gået ned, er den samlede efterspørgsel i økonomien høj. Dermed vil kapacitetspresset vare ved.

### **DE INTERNATIONALE RÅVARE- OG FINANSMARKEDER**

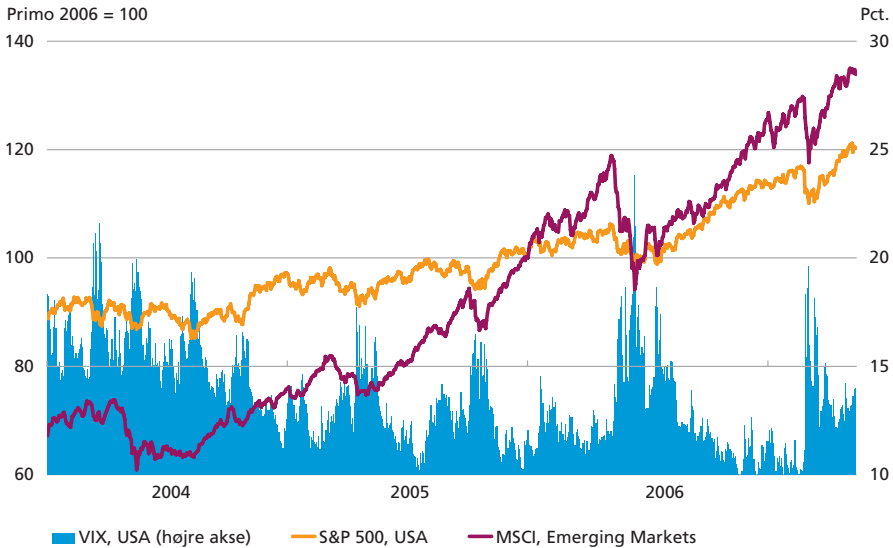
---

Prisen på olie og andre råvarer er igen begyndt at stige, hvilket primært kan tilskrives, at den globale vækst har øget efterspørgslen efter råvarer. Olieprisen kom op på næsten 70 dollar pr. tønde (Brent) i april i kølvandet på udmeldinger om aftagende produktion. I midten af maj lå prisen på 66 dollar pr. tønde. Priserne på de fleste metaller er fortsat med at stige, men priserne er yderst volatile. Nikkelprisen er øget med godt 15.000 dollars pr. ton siden årsskiftet, svarende til knap 45 pct., hvilket afspejler faldende lagre.

De internationale aktiekurser faldt betydeligt i slutningen af februar, jf. figur 1. Kurserne på de mest risikofyldte markeder faldt mest ligesom

**AKTIEINDEKS FOR USA OG EMERGING MARKETS SAMT IMPLICIT VOLATILITET I USA**

Figur 1



Anm.: VIX-indekset måler den implicitte volatilitet i det amerikanske S&P 500-indeks. Indekset er beregnet ud fra priserne på optioner på S&P 500-indekset. En høj værdi af VIX-indekset er udtryk for stor usikkerhed om den fremtidige kursudvikling og dermed en høj risiko for investorerne.

Kilde: EcoWin.

under uroen på aktiemarkedene i maj 2006. Kursfaldene startede med et større fald på det kinesiske aktiemarked. Kombineret med frygten for en større vækstafmatning end tidligere ventet i USA faldt aktierne på stort set alle børser. Endvidere var der i USA opstået bekymring for betalingsevnen hos boligejere med lav kreditkvalitet i det amerikanske realkreditmarked, jf. nedenfor. I takt med den øgede usikkerhed steg den beregnede volatilitet indeholdt i priserne på aktieoptioner.

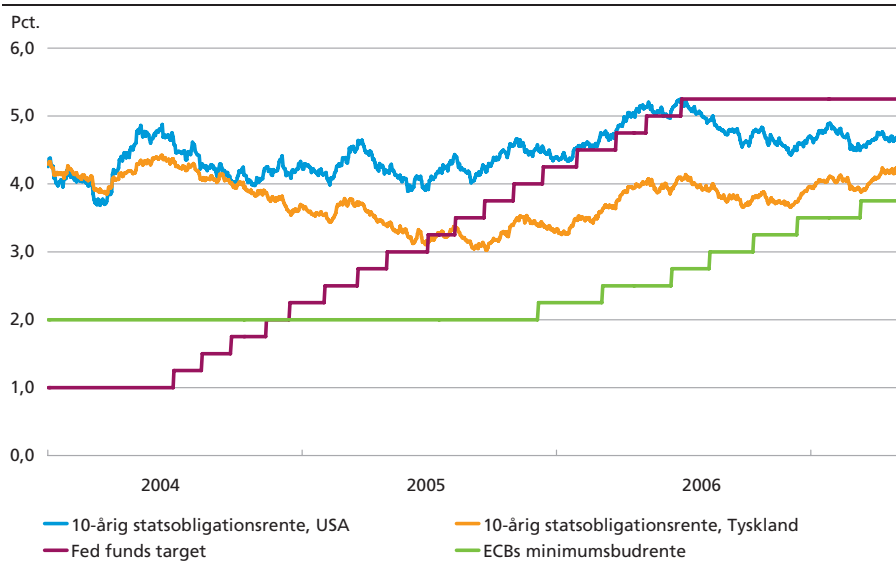
I løbet af foråret aftog investorernes usikkerhed om den fremtidige aktiekursudvikling, og aktiekurserne har mere eller mindre genvundet faldet.

De lange renter har i hovedtræk fulgt udviklingen i aktiekurserne. På baggrund af forbedrede vækstudsigter i Tyskland nåede renten på den 10-årige tyske statsobligation i april op på det højeste niveau siden midten af 2004, jf. figur 2. Siden sommeren 2006 er spændet mellem de lange renter i USA og Tyskland reduceret med omkring 70 basispoint til 0,4 pct.

Euroen er siden årsskiftet blevet yderligere styrket over for amerikanske dollar og japanske yen. Den 15. maj lå kursen på 1,36 dollar pr. euro, en svækkelse af dollaren på 6 pct. i forhold til niveauet for et år siden. Spændet mellem de pengepolitiske renter i euroområdet og USA er

PENGEPOLITISKE RENTER OG LANGE RENTER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 2



Kilde: EcoWin.

indsnævret yderligere oven på ECBs renteforhøjelse i marts. Svækkelsen af yenen afspejler bl.a. udækket spekulation i renteforskelle, såkaldt "carry trade"<sup>1</sup>, hvor investorerne optager lån i yen til lav rente og placerer midlerne i andre højere forrentede valutaer, herunder fx euro.

## DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

### USA

Den økonomiske vækst i USA er aftaget siden sommeren 2006 efter flere år med stærk fremgang. Ifølge de foreløbige nationalregnskabstal voksede det reale BNP med 0,3 pct. i 1. kvartal 2007. I forhold til samme kvartal året før var stigningen i BNP på 2,1 pct. Huspriserne er stagneret på et højt niveau og var i marts i gennemsnit 0,3 pct. lavere end et år tidligere. Boliginvesteringerne er faldet markant de seneste fire kvartaler. I midten af februar kom der fokus på den stigende andel af misligholdte lån blandt mindre kreditværdige låntagere på det amerikanske realkreditmarked, såkaldte subprime lån, jf. boks 1. Situationen på subprime markedet er siden stabiliseret, hvilket understøtter den udbredte forventning om, at tilpasningen på boligmarkedet oven på den kraftige fremgang de foregående år bliver moderat og gradvis. Undersøgelser af kriterierne for bankers udlån tyder på, at bankerne har strammet deres

<sup>1</sup> Jf. endvidere boks 2 i *Finansiel Stabilitet*, 2007, Danmarks Nationalbank.

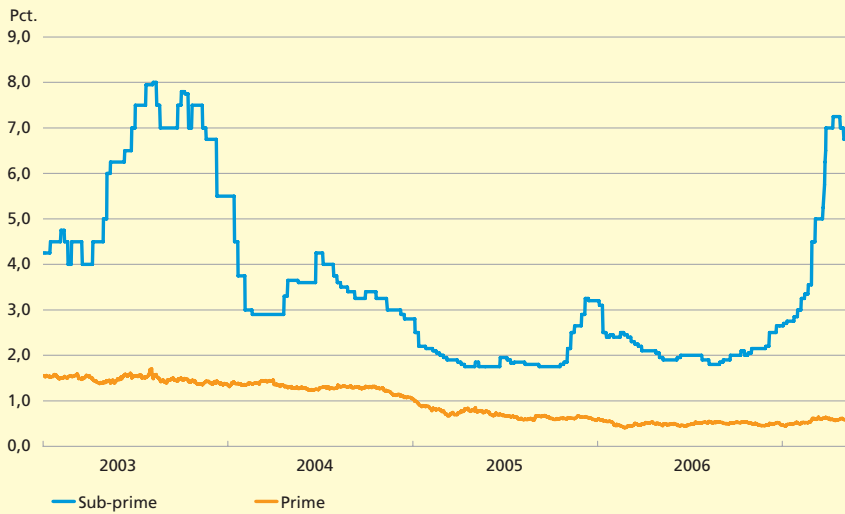
AMERIKANSKE BOLIGLÅN TIL MINDRE KREDITVÆRDIGE (SUBPRIME)<sup>1</sup>

Boks 1

I forbindelse med de stigende renter og afmatningen af det amerikanske boligmarked kom der i midten af februar fokus på den stigende andel af misligholdte lån til mindre kreditværdige låntagere på det amerikanske realkreditmarked, såkaldte subprime lån. En række kreditselskaber specialiseret i subprime lån er kommet i økonomiske problemer i forbindelse hermed. Det igangsatte spekulationer om, hvorvidt problemerne kunne sprede sig til andre markeder og medføre generelle kreditstramninger. Spændet mellem variabelt forrentede subprime obligationer og pengemarkedsrenten blev kraftigt udvidet, jf. figur 3. Der har imidlertid kun været begrænset afsmitning på rentespændet for sikre (prime) realkreditobligationer.

## AMERIKANSKE RENTESPÆND

Figur 3



Anm.: Subprime rentespændet er spændet mellem renten på variabelt forrentede værdipapirer udstedt på baggrund af tillægslån i boligen (Home Equity Loans) med en rating på BBB- og pengemarkedsrenten udtrykt ved 1-måneders Libor. Primespændet er rentespændet mellem sikre (prime) fast forrentede 30-årige realkreditobligationer og 10-årige statspapirer.

Kilde: JPMorgan.

Subprime lån ydes til låntagere, som ikke skønnes kreditværdige til normale (prime) realkreditlån. En personlig kreditvurdering er nødvendig for at kunne få bevilget et lån i det amerikanske realkreditsystem, og kreditvurderingen betyder meget for den effektive rente på boliglån. Tildelingen af en lav kreditværdighed kan fx ske, hvis låntageren har en begrænset eller dårlig kredit (misligholdte lån), en relativ stor gæld i forhold til indkomsten og/eller en høj belåning af boligen. Disse og andre karakteristika indgår i kreditinstitutternes statistiske modeller – såkaldte kreditscoremodeller – som på baggrund af historiske sammenhænge mellem disse karakteristika og misligholdelsen af lån anvendes til kreditvurderingen af låntagere. Det kræver en score over et vist niveau for at få et prime lån.

Omkring 75 pct. af de udestående realkreditlån er prime lån, dvs. lån ydet til låntagere med høj kreditværdighed. Udbredelsen af subprime lån er steget de senere år, og de udgjorde omkring 14 pct. af udestændet af realkreditlånene på det amerikanske realkreditmarked ultimo 2006. Herudover er der en kategori af lån mellem prime

## FORTSAT

Boks 1

og subprime lån, Alt-A lån, som omfatter låntagere med en god kredithistorie, men som ikke lever op til prime lånenes standarder for dokumentation og realkreditgældens størrelse i forhold til indkomsten eller boligens værdi. Alt-A lån står for omkring 12 pct. af de udestående realkreditlån.

De senere års vækst i subprime lån på det amerikanske realkreditmarked skyldes især det lave renteniveau og stærke boligmarked, der har øget såvel efterspørgslen efter boliglån som interessen for at yde dem betydeligt. Det har medvirket til, at kreditstandarderne for låntagere er blevet svækket, lånegrænserne forhøjet, kreditrisikoen øget og nye realkreditprodukter introduceret. En stor del af tilvæksten i subprime lån i den seneste tid har vedrørt lån med variabel rente, hvor renten er nedsat i en introduktionsperiode, hvorefter den forhøjes. Låntagere med sådanne lån rammes særlig hårdt ved rentestigninger, hvis introduktionsperioden samtidig udløber. Omkring 85 pct. af subprime lånene er variabelt forrentede, mens under 20 pct. af prime lånene er det. Disse forhold har gjort subprime markedet sårbart over for stigende renter og et afkølet boligmarked, da låntagerne er mere udsatte og har færre muligheder for at afhjælpe betalingsproblemer ved tillægsbelåning i boligen eller salg af boligen.

Over halvdelen af alle subprime lån finansieres ved udstedelse af værdipapirer (Asset Backed Securities). Disse værdipapirer opdeles i segmenter eller trancher, der adskiller sig med hensyn til, hvornår betalingsstandsninger på de underliggende lån slår igennem på betalingerne på værdipapirerne. Værdipapirerne i de forskellige risikotrancher kan herefter afsættes til investorer med forskellig tolerance over for risiko. Beregninger viser, at over 90 pct. af værdipapirerne udstedt på baggrund af subprime lån i 2006 først bliver udsat for tab ved et årligt fald i boligpriserne på 4 pct. i de kommende 5 år. Det skyldes, at investorerne i disse papirer er beskyttet mod kredittab af en eller flere underliggende trancher.

Subprime lån findes også i fx Storbritannien, Canada og Australien, men er så godt som ikke-eksisterende i andre lande. I nogle lande skyldes det bl.a. forbrugerbeskyttelseslovgivning, der begrænser renterne på boliglån, så de ikke kan blive høje nok til at kompensere for risikoen forbundet med at yde subprime lån.

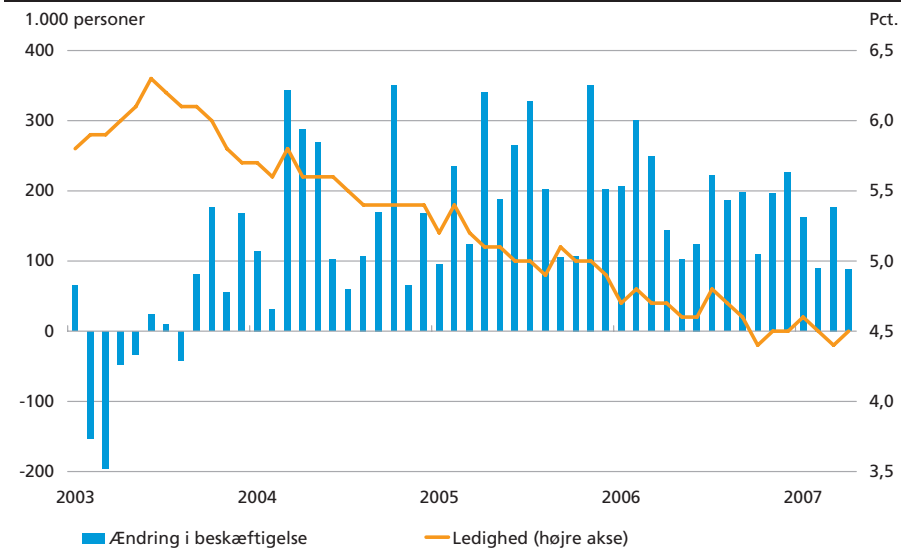
<sup>1</sup> For nærmere beskrivelse kan fx henvises til Toger T. Cole, Mortgage markets, Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 22. marts 2007, BIS Committee on the Global Financial System (2006), Housing finance in the global financial market, CGFS working group report, IMF (2007), Global financial stability report, april og Elizabeth Laderman (2001), Subprime mortgage lending and the capital market, FRBSF Economic Letter, No. 38.

kreditstandarder for godkendelse af boliglån til subprime lån de seneste måneder, men det har kun i beskeden grad påvirket lån til de mere kreditværdige låntagere, og standarderne for godkendelse af kreditkortlån er overvejende blevet lempet.

Det private forbrug har kun vist begrænsede svaghedstegn på trods af afmatningen på boligmarkedet. Til gengæld har fremgangen i erhvervsinvesteringerne været beskeden. Udviklingen i forbrug og erhvervsinvesteringer afspejles i tillidsindikatorerne. Forbrugertilliden er således på et højt niveau, mens erhvervstilliden målt ved Institute for Supply Ma-

## ARBEJDSMARKEDET I USA

Figur 4



Anm.: Beskæftigelsen er uden for landbruget: "Non-farm payrolls".  
Kilde: EcoWin.

nagement, ISM, for fremstillingsvirksomhed kun er lidt over det neutrale niveau på 50.

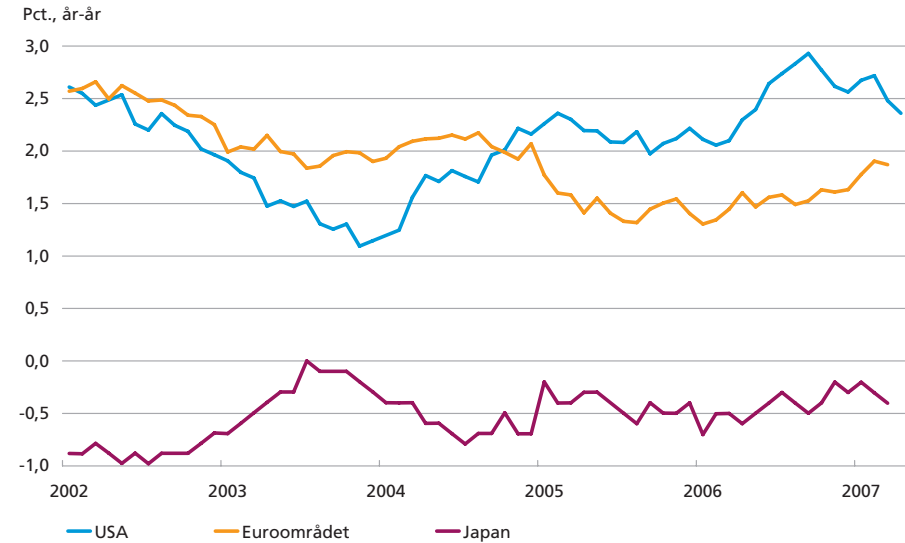
Underskuddet på den amerikanske vare- og tjenestebalance var på 181 mia. dollar i 1. kvartal, svarende til 5,3 pct. af BNP mod 6,0 pct. i 3. kvartal 2006. Forbedringen af vare- og tjenestebalancen skyldes især et fald i importen som følge af den lavere økonomiske vækst og en lavere dollarkurs.

Beskæftigelsen er fortsat vokset i de første måneder af 2007, om end fremgangen har været mindre end i de foregående år, jf. figur 4. Tilgangen til arbejdsstyrken har været af samme størrelsesorden som stigningen i beskæftigelsen. Derfor har ledigheden været nogenlunde uændret omkring 4,5 pct. af arbejdsstyrken. Kapacitetspresset i økonomien er fortsat højt, og lønstigningerne er nået op omkring 4 pct. på årsbasis. Det afspejles i et ganske højt prispres. Forbrugerpriserne steg 2,6 pct. i april i forhold til samme måned sidste år, og forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer steg 2,3 pct., jf. figur 5. Lavere vækst i den amerikanske økonomi ventes efterhånden at lette presset på priserne.

Med henvisning til svagere vækst, men fortsat høj inflation, fastholdt den amerikanske centralbank den pengepolitiske rente på 5,25 pct. på rentemøderne i marts og maj. Markedsdeltagerne anser det nu for mest sandsynligt, at den pengepolitiske rente sættes ned omkring årsskiftet.

## KERNEINFLATION

Figur 5



Anm.: Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer.  
Kilde: EcoWin.

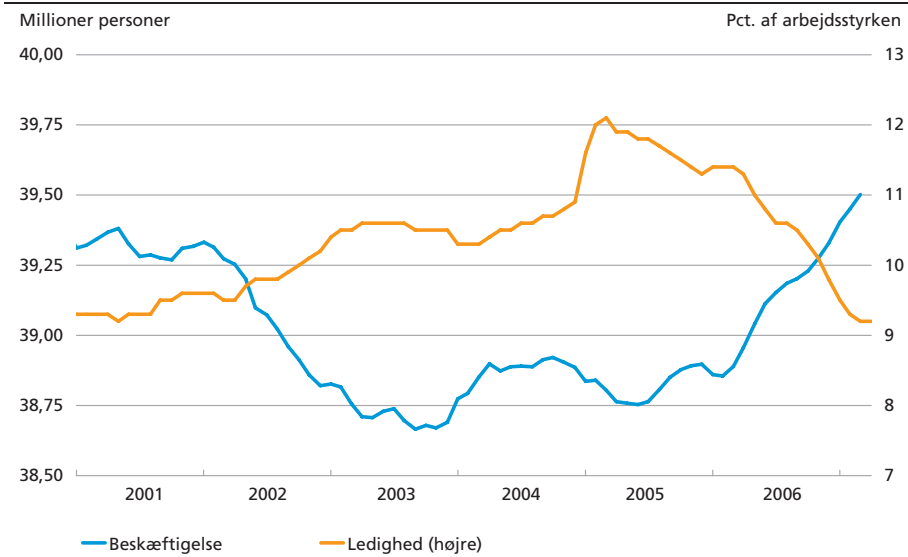
### Japan og Kina

Opsvinget fortsætter i Japan, idet BNP i 1. kvartal 2007 steg med 0,6 pct. Eksporten er den vigtigste drivkraft bag opsvinget, men også privatforbruget er vokset stærkt. Huspriserne er begyndt at stige, mens forbrugerpriserne falder beskedent. Den japanske centralbank forhøjede den pengepolitiske rente med 25 basispoint til 0,5 pct. i februar, dels i forventning om højere inflation som følge af opsvinget, dels i en bestræbelse på at normalisere den meget lempelige pengepolitik.

I Kina steg BNP i 1. kvartal 2007 med godt 11 pct. i forhold til samme kvartal året før. På trods af den kraftige BNP-vækst har inflationen hidtil været lav. I april var inflationen på årsbasis 3,0 pct. Centralbanken forhøjede i marts og igen i maj de pengepolitiske renter, og udlånsrenten er nu 6,57 pct., mens indlånsrenten er 3,06 pct. Renteforhøjelserne skete for at begrænse likviditeten i økonomien og dæmpe væksten i investeringerne. Overskuddet på betalingsbalancen var på knap 10 pct. af BNP i 2006, hvilket har medvirket til en stor valutatilstrømning til Kina. Med henblik på at begrænse en styrkelse af valutaen har den kinesiske centralbank fortsat de store opkøb af udenlandsk valuta. Ultimo 2006 var valutareserven vokset til lidt over 1.000 mia. dollar svarende til 42 pct. af Kinas og 8 pct. af USAs BNP.

TYSK BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED

Figur 6



Kilde: EcoWin.

## Europa

Den økonomiske fremgang i euroområdet er stærk. Væksten ventes at forblive høj, men effekten af renteforhøjelserne det seneste halvandet år og af den styrkede euro over for dollar og yen vil tage toppen af den fremtidige vækst. I 4. kvartal 2006 var BNP 3,3 pct. højere end i samme kvartal året før, og de foreløbige nationalregnskabstal viser fortsat fremgang i 1. kvartal i år. Opsvinget er bredt funderet med stigninger i både eksport og indenlandsk efterspørgsel. Især de faste investeringer er øget, ligesom væksten i privatforbruget er tiltaget.

Den tyske økonomi ser stærkere ud end længe. Ledigheden er faldet betydeligt som følge af en stærk fremgang i beskæftigelsen, jf. figur 6. Endvidere er forbrugertilliden steget til det højeste niveau i mange år. Momsforhøjelsen, der indtraf ved årsskiftet, synes at have dæmpet detailsalget i 1. kvartal, men forbruget ventes at tiltage, når effekterne fra momsforhøjelsen aftager.

Industriproduktionen i euroområdet steg 3,7 pct. i marts i forhold til samme måned året før, og optimismen blandt virksomhederne er høj. Især det tyske erhvervstillidsindeks, Ifo, ligger på et højt niveau.

Euroområdet beskæftigelse er vokset, og i februar nåede ledigheden ned på 7,3 pct. af arbejdsstyrken. Lønstigningerne er fortsat beskedne, men de igangværende overenskomstforhandlinger i Tyskland tyder på større lønstigninger i 2007-08. Den toneangivende overenskomst i den tyske metal- og elektroindustri indebærer en lønstigning på 4,1 pct. pr. 1. juni 2007, og en stigning på 2,4 pct. pr. 1. juni 2008. Målt ved HICP-



indekset var inflationen i euroområdet 1,9 pct. i april. Inflationen har været under 2 pct. siden efteråret 2006. Kerneinflationen målt ved HICP ekskl. energi og fødevarer var ligeledes 1,9 pct. i april. ECB forhøjede minimumsbudrenten med 25 basispoint til 3,75 pct. i marts bl.a. med henvisning til risikoen for øget inflation i euroområdet som følge af stærkere økonomisk vækst. ECB anser fortsat pengepolitikken som lempelig, og pengemarkedet forventer yderligere 1-2 renteforhøjelser a 25 basispoint i år.

Væksten i Storbritannien var 0,7 pct. i 4. kvartal 2006 i forhold til kvartalet før. Dermed fortsætter den solide økonomiske fremgang. Inflationen målt ved forbrugerprisindekset blev 3,1 pct. i marts. Derved afveg inflationen for første gang siden Bank of England i 1997 fik operationel uafhængighed med mere end 1 procentpoint fra inflationsmålet på 2 pct. Det indebar, at direktøren for Bank of England skulle skrive et åbent brev til finansministeren og forklare den høje inflation, og hvad man ville gøre for at nedbringe den. Bl.a. på baggrund af den høje inflation forhøjede Bank of England den pengepolitiske rente med 25 basispoint til 5,5 pct. i maj.

Sverige og Norge er fortsat i en stærk højkonjunktur med høj vækst, lav inflation og faldende ledighed. I Sverige er overenskomstforhandlingerne i den private sektor nu i den afsluttende fase. Den toneangivende aftale på industriens område er vedtaget, og indebærer en samlet lønstigning på 10,2 pct. over tre år. Det er noget højere end ved forrige overenskomst, hvilket afspejler det stramme svenske arbejdsmarked.

## DANSKE PENGE- OG VALUTAFORHOLD

---

Den danske krone har siden februar ligget stabilt over for euroen på et niveau tæt på centralkursen i ERM2 på 7,46038 kroner pr. euro. Nationalbanken intervererede en enkelt gang i valutamarkedet i marts for et mindre beløb, og valutareserverne var ved udgangen af april 170,7 mia.kr.

I ERM2 blev centralkursen for den slovenske korona med virkning fra 19. marts opskrevet med 8,5 pct., efter den slovakiske centralbank i en længere periode jævnlige havde intervereret i valutamarkedet. Udsvingsbåndene er fortsat +/- 15 pct. omkring centralkursen. Forholdene for de øvrige valutaer i ERM2, herunder den danske krone, er uændrede.

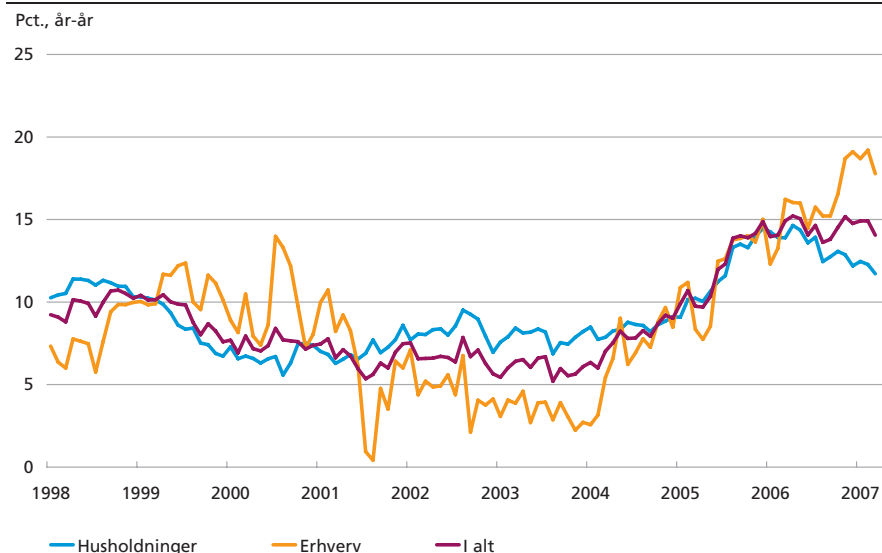
Løbetiden på Nationalbankens pengepolitiske udlån og indskudsbeviser blev 3. maj 2007 ændret fra 14 til 7 dage. Ændringen skete for at reducere de u hensigtsmæssige udsving i dag-til-dag renten, som kunne forekomme i perioder forud for forventede renteændringer.<sup>1</sup> Overgangen til 7-dages løbetid foregik problemfrit.

---

<sup>1</sup> Nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007.

## PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES SAMLEDE UDLÅNSVÆKST

Figur 7



Anm.: Inkl. udlånet fra danske pengeinstitutters udenlandske enheder. Der er korrigeret 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.

Nationalbanken fulgte i marts ECB og forhøjede udlånsrenten og renten på indskudsbeviser med 25 basispoint til 4 pct. Diskontoen og foliorenten blev også forhøjet med 25 basispoint til 3,75 pct. Rentestigningen gennem det seneste halvandet år bidrager isoleret set til at dæmpe væksten i forbrug og investeringer i 2007. Efter renteforhøjelsen er den pengepolitiske stimulans til realøkonomien ved at ophøre, jf. boks 2.

Væksten i penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger er fortsat på et højt niveau på omkring 12 pct. år-til-år i marts, men er aftaget siden foråret 2006, jf. figur 7. I marts er udlånsvæksten til erhverv aftaget lidt, men ligger dog stadig højt på ca. 18 pct. år-til-år. Væksten i erhvervsudlånene er også i dette konjunkturopsving sket ret sent sammenlignet med væksten i udlån til husholdninger.<sup>1</sup>

De 10-årige statsobligationsrenter i Danmark og Tyskland har stort set været ens siden årsskiftet, når der korrigeres for forskelle i løbetid. Efter et par måneder, hvor porteføljebevægelserne til og fra Danmark omtrent var i balance, var der i februar kapitaludstrømning i forbindelse med porteføljeinvesteringer, mens der i marts var kapitalindstrømning. Kapitalindstrømningen i marts afspejlede udlændinges køb af danske obligationer og indlændinges salg af udenlandske obligationer.

<sup>1</sup> Jf. Lars Risbjerg, Pengemængdevækst, inflation og konjunkturudvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2006.

## STIMULERER PENGEPOLITIKKEN DEN ØKONOMISKE VÆKST I 2007?

Boks 2

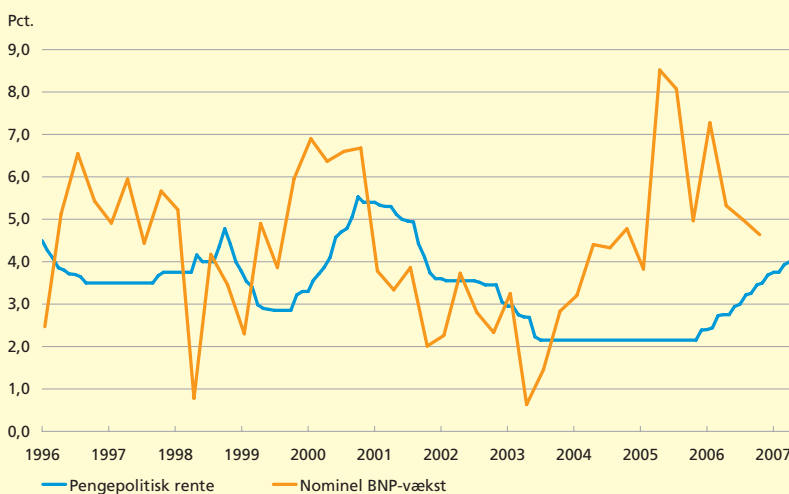
Da pengepolitikken i Danmark er indrettet efter at holde kronen stabil over for euro, indgår overvejelser om at påvirke konjunkturudviklingen ikke i Nationalbankens rentebeslutninger. Nationalbanken ændrer normalt sine renter i takt med, at Den Europæiske Centralbank, ECB, ændrer de pengepolitiske renter i euroområdet. Det betyder dog ikke, at udviklingen i Nationalbankens renter er uden betydning for den økonomiske aktivitet i Danmark.

Pengepolitikken kan på langt sigt ikke påvirke realøkonomien, men udelukkende prisniveau og inflationsrate. På kortere sigt kan pengepolitikken stimulere eller afdæmpe økonomien, og graden af vækststimulans afgøres ofte ud fra forskellen mellem den aktuelle pengepolitiske rente og den såkaldte "naturlige korte rente". Den naturlige korte rente er den korte rente, som er konsistent med såvel fuld udnyttelse af produktionsfaktorerne som uændret inflation. Er den aktuelle pengepolitiske rente lavere end den naturlige korte rente, virker pengepolitikken ekspansivt på økonomien.

Den naturlige korte rente kan ikke observeres. Den må derfor beregnes, og forskellige skøn og antagelser giver forskellige resultater. Den naturlige korte rente er ikke konstant over tid, men varierer i takt med de grundlæggende økonomiske forhold. Den naturlige korte rente består af to dele: En inflationsdel og en realrentedel. Inflationsdelen kan i lyset af den danske fastkurspolitik sættes lig ECBs målsætning om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. p.a. Realrentedelen kan approksimeres med økonomiens potentielle reale vækstrate, hvilket aktuelt svarer til henimod 2 pct. p.a.<sup>1</sup> Summen af inflations- og realrentedelen svarer til økonomiens nominelle potentielle vækstrate. Den naturlige korte rente kan på denne baggrund aktuelt skønnes til omkring 4 pct. p.a. Efter renteforhøjelsen i marts 2007 kom Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrente op på 4 pct. p.a., dvs. i omegnen af niveauet for den naturlige korte rente. Pengepolitikken er således tæt på at være neutral, og den egentlige stimulans til realøkonomien fra pengepolitikken er dermed ved at ophøre.

RENTER I DANMARK 1996-2007

Figur 8



Anm.: Den pengepolitiske rente er månedsgennemsnit af indskudsbevisrenten. Væksten i BNP er på kvartalsbasis.  
Kilde: Danmarks Nationalbank

Siden slutningen af 2005, hvor den seneste serie af pengepolitiske stramninger i euroområdet blev indledt, er den korte rente i Danmark steget med knap 2 procentpoint, jf. figur 8, mens den lange rente er steget med omkring 0,75 procentpoint. Multiplikatorberegninger på Nationalbankens makroøkonomiske model, Mona, indikerer, at en isoleret stigning i renteniveauet på 1 procentpoint for alle løbetider fører til, at det reale BNP-niveau efter 2 år er i omegnen af 0,5 pct. lavere end i grundforløbet og efter 4-6 år omkring 1 pct. lavere.<sup>2</sup> Vurderet på baggrund heraf bidrager rentestigningerne gennem de seneste halvandet år isoleret set til at reducere realvæksten i BNP i 2007 med omkring 0,25 pct.

Den realøkonomiske effekt af en rentestigning går gennem forbrug og investeringer i Mona.<sup>3</sup> Når renten stiger, bliver det dyrere at finansiere forbrug, hvilket giver en tendens til, at opsparingen i dag stiger på bekostning af forbruget. Desuden reduceres kontantprisen på fast ejendom, hvilket trækker boliginvesteringerne ned og fører til et fald i husholdningernes formue og forbrug. Rentestigningen reducerer også erhvervenes investeringer gennem dyrere lån og højere afkast af passive placeringer. I Mona er det umiddelbart boliginvesteringerne, som reagerer kraftigst på rentestigningen, men de fylder relativt lidt, og reaktionen i privatforbruget og erhvervsinvesteringerne er mere afgørende. Aktivitetsfaldet øger i løbet af nogle år ledigheden og reducerer beskæftigelsen.

<sup>1</sup> Ifølge økonomisk vækstteori svarer realrenten til realvæksten i BNP tillagt en tidspræferencepræmie. I perioden 1875-2003 var den gennemsnitlige korte realrente (opgjort som forskellen mellem en kort pengemarkedsrente og forbrugerprisinflationen) 2,9 pct. p.a., mens realvæksten i BNP var 2,8 pct. p.a., jf. Kim Abildgren, *Interest-Rate Development in Denmark 1875-2003 – A Survey*, Nationaløkonomisk Tidsskrift, Vol. 143, No. 2, 2005, pp. 153-167. Baseret på disse tal forekommer tidspræferencepræmien at være forholdsvis beskedent (0,1 pct. p.a.).

<sup>2</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave 2003.

<sup>3</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, *Mona – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, 2003.

### Særligt dækkede obligationer (SDO)

Økonomi- og Erhvervsministeren fremsatte den 28. marts 2007 lovforslag om særligt dækkede obligationer, SDO. Formålet med den foreslåede lovændring er, at realkreditinstitutter og skibsfinansieringsinstituttet kan fortsætte med at udstede SDO og at indføre mulighed for, at pengeinstitutter kan udstede SDO. Baggrunden for lovforslaget er EU's nye kapitaldækningsregler, der indeholder skærpede krav til, at obligationer kan opnå status af SDO. Loven forventes at træde i kraft den 1. juli 2007<sup>1</sup>. Reglerne er udformet, så det nye system for boligfinansiering er lige så sikkert, som realkreditsystemet er i dag.

I tilknytning til den nye SDO-regulering vil der blive etableret et nyt balanceprincip. I lighed med det nuværende balanceprincip vil grundreglen være, at der ikke må tages rente-, options- eller valutakursrisici. I dag bliver risici hovedsageligt afdækket ved at sælge obligationer, som er helt magen til boliglånene. Det er det, der internationalt kaldes "back to back". Det vil også være en mulighed under det nye balanceprincip,

<sup>1</sup> Baggrunden er beskrevet i afsnittet om SDO i kapitlet om den seneste økonomiske og monetære udvikling i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007.

således at realkreditinstitutterne kan fortsætte med at give lån og udstede obligationer på præcis samme måde som i dag.

Med det nye balanceprincip åbnes der desuden op for, at der i højere grad end i dag kan anvendes finansielle instrumenter til at afdække risici. Til gengæld skal afdækningen af risici udsættes for lidt strengere stresstests for at sikre, at afdækningen holder.

SDO-reguleringen indeholder endvidere en direktivbestemt stramning i forhold til den nuværende realkreditlovgivning. Med SDO må hvert boliglån, der ligger til sikkerhed for obligationsudstedelsen, ikke have en værdi i hele lånets løbetid (LTV), der overstiger 80 pct. af værdien af den bolig, der belånes. Under den nuværende realkreditlovgivning gælder det kun på det tidspunkt, hvor lånet optages. Penge- og realkreditinstitutterne skal ved et huspriskald om nødvendigt omgående retablere sikkerheden bag de udstedte SDO. Det kan fx gøres ved at optage lån og købe statspapirer, der lægges ind som ekstra sikkerhed. Det betyder, at der altid vil være god sikkerhed bag de nye SDO. Dermed vil kurserne på SDO obligationer ikke blive påvirket særlig meget af faldende huspriser eller dårligere kreditværdighed af det udstedende institut. Falder udløb af SDO og refinansieringen heraf sammen med eventuelle problemer for det udstedende institut, må det forventes først og fremmest at slå ud i en højere rente på det eventuelle lån, som instituttet skal optage for at finansiere køb af ekstra sikkerhed.

Fordelen ved SDO er, at obligationerne er særligt sikre og dermed kan sælges til en god kurs som realkreditobligationerne i dag. Den løbende overholdelse af LTV vil betyde, at SDO vil være ekstra sikre obligationer.

Pengeinstitutternes mulighed for at finansiere sig ved at udstede SDO med sikkerhed i lån med pant i fast ejendom vil skærpe konkurrencen mellem penge- og realkreditinstitutter.

Med den udvidede mulighed for at anvende finansielle instrumenter til afdækning af risici vil det være muligt i højere grad at afkoble boliglån fra de udstedte obligationer. Det vil kunne danne baggrund for udvikling af nye boliglånsprodukter fra penge- og realkreditinstitutterne. Der er i de nye regler en række initiativer, der skærper kreditinstitutternes rådgivningsansvar og giver forbrugerne bedre mulighed for at sammenligne priserne på forskellige boliglån.

## DANSK ØKONOMI

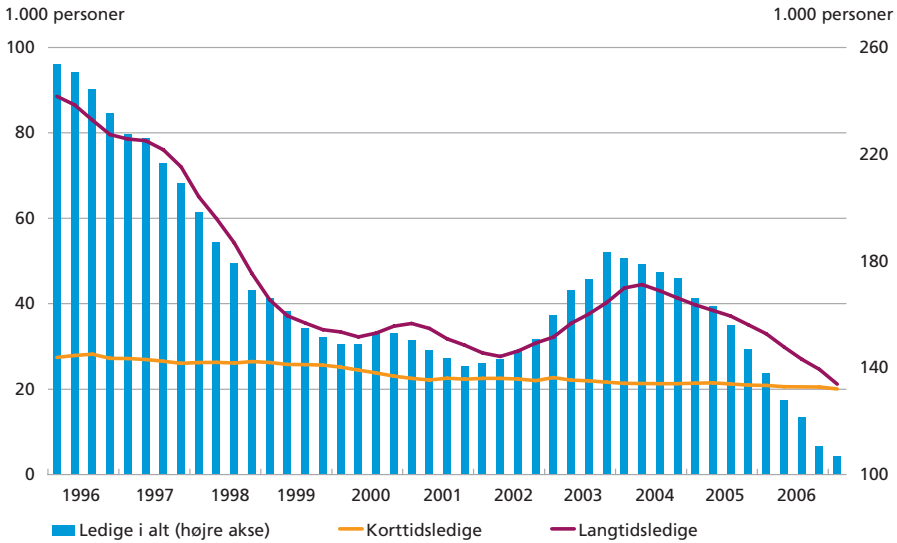
---

### Økonomisk aktivitet, udenrigshandel og betalingsbalance

De reviderede nationalregnskabstal for Danmark viser en stigning i det reale BNP på 3,2 pct. i 2006. I 4. kvartal voksede BNP med 0,4 pct. i forhold til kvartalet før, jf. figur 9. Privatforbruget steg med 0,7 pct. i 4.

## ARBEJDSLØSHEDEN

Figur 9



Kilde: Danmarks Statistik.

kvartal, efter et kraftigt fald på 1,5 pct. kvartalet før. Ikke mindst detailomsætningen var meget stærk i 4. kvartal. Generelt blev væksten trukket ned af en stærk fremgang i importen, jf. nedenfor.

Opbremningen i det private forbrug ser umiddelbart ud til at være fortsat i 2007. Det sæsonkorrigerede antal nyregistrerede personbiler har stort set været uændret det seneste år, og var på årsbasis 1,1 pct. højere i 1. kvartal. Stagnationen i bilsalget skal ses i sammenhæng med, at bilkøbet i forvejen har nået et meget højt niveau under opsvinget. Detailomsætningsindekset faldt i 1. kvartal med 0,8 pct., sæsonkorrigeret, men dette skyldes udelukkende den rekordstore julehandel. I forhold til 1. kvartal 2006 steg detailomsætningen med 1,4 pct.

Forbrugsvæksten dæmpes bl.a. af renteforhøjelserne det seneste halvandet år, jf. ovenfor, der sammen med afmatningen på boligmarkedet har begrænset husholdningernes låntagning. Ifølge Realkreditrådets opgørelse steg kvadratmeterpriserne på parcel- og rækkehuse i gennemsnit med 1,2 pct. i 1. kvartal 2007 sammenlignet med kvartalet før, mens priserne på ejerlejligheder faldt 1,8 pct. Set under ét er der tale om forholdsvis beskedne stigninger i boligpriserne, men med store regionale forskelle. De største prisfald findes blandt ejerlejligheder i hovedstadsområdet, hvor kvadratmeterpriserne fortsat er meget høje sammenlignet med andre dele af landet. Afmatningen på boligmarkedet kommer også til udtryk i omsætningen, som faldt i 1. kvartal, især for ejerlejligheder. Derudover er antallet af boliger, som er sat til salg, øget

yderligere de seneste måneder. Danmarks Statistiks opgørelse af boligpriserne viste for 4. kvartal 2006 en lidt svagere udvikling end Realkreditrådets statistik.

Trods afdæmpning af boligmarkedet indebærer den høje beskæftigelse og den stærke indkomstvækst dog, at tempoet i forbruget næppe bliver mærkbart lavere på kort sigt. De seneste års stigende boligformuer er kun i mindre omfang blevet omsat til forbrug, så afmatningen på boligmarkedet ventes tilsvarende kun at få en begrænset effekt på forbrugstilbøjeligheden. Forbrugertilliden lå i april på et højt niveau.

Det offentlige forbrug i faste priser steg 1,2 pct. i 2006, hovedsageligt som følge af øget køb af varer og tjenester hos private leverandører. Det tyder på, at finanspolitikken i 2006 endte med at være mindre stram end oprindeligt tilsigtet.

Det økonomiske opsving har med stor styrke bredt sig til erhvervsinvesteringerne. Investeringer i maskiner og transportmidler mv. steg i 4. kvartal med 2,8 pct., og for året som helhed med 16,6 pct. Endvidere var der en klar fremgang i erhvervsbyggeriet. Den kraftige udvidelse af kapitalapparatet afspejler i høj grad, at virksomhederne prøver at afhjælpe manglen på arbejdskraft og lette kapacitetspresset. Den gode indtjening i virksomhederne gør det også lettere at udvide kapaciteten.

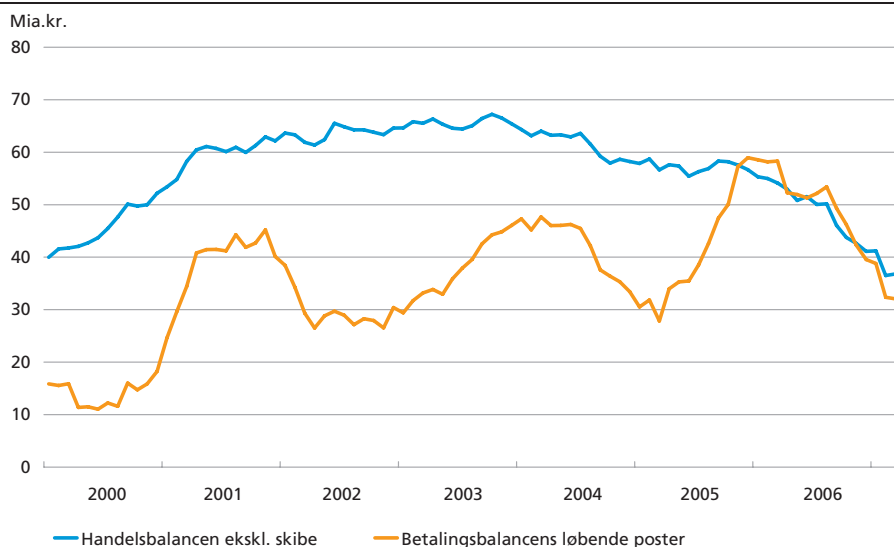
Byggeaktiviteten er steget stærkt, og manglen på både arbejdskraft og materialer har været høj i denne sektor. De respektive indikatorer for mangel på arbejdskraft og materialer i byggeriet er lavere end ved udgangen af 2006, men begge indikatorer ligger stadig højt sammenlignet med tidligere. Den sæsonkorrigerede beskæftigelse inden for bygge og anlæg steg med ikke mindre end 17 pct. i 1. kvartal i forhold til kvartalet før, hvilket indikerer en meget stærk fremgang i byggeaktiviteten.

Mængdeindekset for industriens produktion har haft en tydelig opadgående trend de seneste år, hvor især fremstillingen af investeringsgoder og mellemprodukter er øget. Der er et stort importindhold i produktionen af disse varer. I 1. kvartal var industriproduktionen ikke mindre end 3,1 pct. højere end i kvartalet før. Industriens forventninger til produktionen i de kommende tre måneder faldt fra marts til april, mens der fortsat er høje forventninger til den fremtidige eksportordreindgang. Virksomheder, der repræsenterer 14 pct. af beskæftigelsen i industrien, oplyste ultimo marts, at mangel på arbejdskraft var årsag til produktionsbegrænsninger. Det er det højest registrerede tal siden statistikkens start i 1980.

Den stærke importvækst fra 2006 er fortsat i de seneste måneder. Overskuddet på handelsbalancen blev 7,3 mia.kr. i 1. kvartal eller 4,3 mia.kr. mindre end året før. Forværringen af handelstillid afspejler bl.a. en nedgang i overskuddet ved handel med energi som følge af et

HANDELS- OG BETALINGSBALANCEN, SUM AF 12 MÅNEDER

Figur 10



Kilde: Danmarks Statistik.

fald i produktionen fra danske olie- og gasfelter de seneste måneder. Dertil kommer et stort underskud på handel med industrivarer. I 1. kvartal var der et underskud på 3,1 mia.kr. på betalingsbalancens løbende poster. Set over de seneste 12 måneder er der et overskud på betalingsbalancen på 32 mia.kr, jf. figur 10. Det er 21 mia.kr. mindre end i de 12 måneder op til august 2006. Det faldende overskud vedrører primært varebalancen, som også indeholder de stigende udgifter til bunkring.

Som følge af mangel på især arbejdskraft rettede den stærke efterspørgselsvækst i 2006 sig især mod importen, som i faste priser steg 14,0 pct., mens eksporten steg 9,6 pct. Siden opsvingets begyndelse er importen i faste priser vokset betydeligt mere end eksporten, og i 4. kvartal oversteg importen i priser fra 2000 for første gang i en årrække eksporten, jf. figur 11. Der er dog fortsat et solidt overskud på vare- og tjenstebalancen i årets priser på grund af en gunstig udvikling i bytteforholdet.

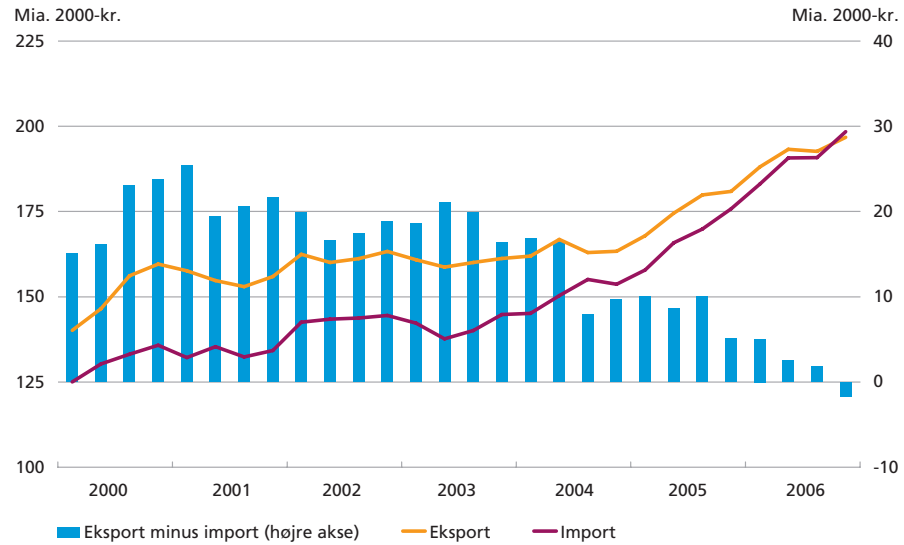
### Arbejdsmarked, lønninger og priser

Arbejdsmarkedet er yderligere strammet til. De seneste års produktionsvækst har ført til en klar fremgang i beskæftigelsen. Den sæsonkorrigerede beskæftigelse steg hastigt i 4. kvartal 2006 med 0,9 pct., svarende til 24.800 personer. I samme periode steg antallet af præsterede arbejdstimer med 2,4 pct., så nationalregnskabets vækst på 0,4 pct. indebærer



## EKSPORT OG IMPORT I DANMARK

Figur 11



Kilde: Danmarks Statistik.

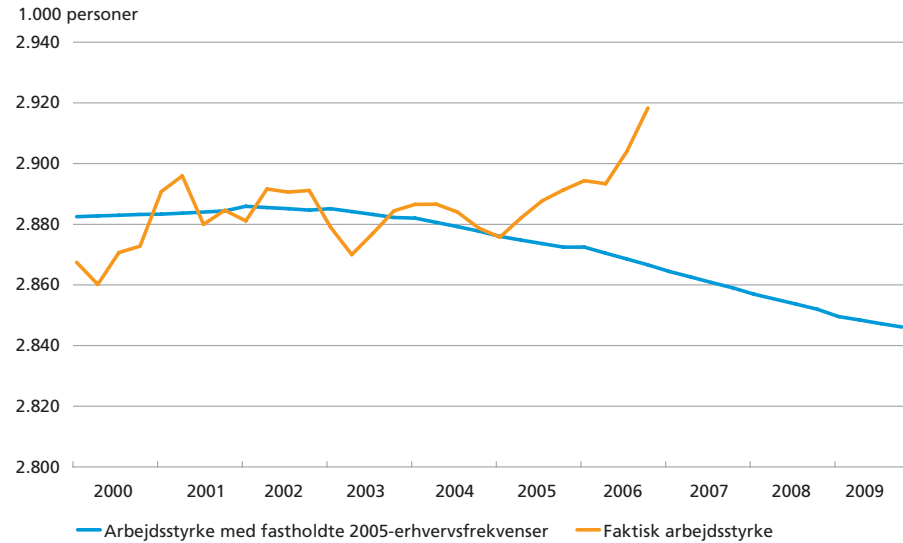
et overraskende fald i produktiviteten. De kvartalsvise vækstrater i nationalregnskabet er præget af høj volatilitet, og for året som helhed er produktiviteten blevet øget, men produktivitetsvæksten blev mindre end tidligere i opsvinget. I hele 2006 steg beskæftigelsen med 52.200 personer. En så stor stigning i beskæftigelsen er ikke set siden højkonjunktoren i midten af 1980'erne. Beskæftigelsesfremgangen i 2006 lå i den private sektor og var størst inden for serviceerhvervene og bygge- og anlægssektoren. For første gang i mange år steg industribeskæftigelsen.

Arbejdsstyrken, opgjort som summen af beskæftigede og ledige, steg med ca. 19.000 personer i 2006, jf. figur 12. Befolkningsudviklingen trak i retning af et fald i arbejdsstyrken på knap 5.000 fra 2005 til 2006, men det blev mere end opvejet af tilgang fra udlandet og øget erhvervsdeltagelse. Antallet af aktive beskæftigelsestilladelser til personer fra de nye EU-lande i Østeuropa nåede over 10.000 i marts, og på årsbasis var niveauet godt 6.000 højere. Derudover er pendlingen fra især Sverige og Tyskland øget. Det tiltagende negative demografiske bidrag i de kommende år gør det stadig vanskeligere at øge arbejdsstyrken yderligere.

Den sæsonkorrigerede ledighed lå i marts på 106.600 personer, svarende til 3,9 pct. af arbejdsstyrken eller 3,4 pct. med den EU-harmoniserede definition. Sammen med Holland havde Danmark den laveste ledighedsprocent i EU i marts. Ledigheden i marts var 1.500 personer lavere end i december. Dertil kommer et fald i det sæsonkorrigerede antal personer på aktivering på omkring 5.000 fra december til marts.

## FAKTISK OG DEMOGRAFISK BETINGET ARBEJDSSTYRKE

Figur 12



Anm.: Demografisk betinget arbejdsstyrke med fastholdte 2005-erhvervsfrekvenser. Niveaue er løftet, så det i 1. kvartal 2005 er lig arbejdsstyrken opgjort som summen af nationalregnskabets opgørelse af beskæftigelsen og den registrerede ledighed.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Siden december 2003 er ledigheden faldet med godt 80.000 personer. Faldet i ledigheden har fundet sted i stort set alle regioner og erhverv og har i udstrakt grad berørt personer, der har været ledige i en længere periode, jf. figur 13. Korttidsledigheden, hvori der er indeholdt ledighed på grund af sæsonskift, dimittenders midlertidige ledighed og den almindelige søgeledighed, er ikke ret konjunkturfølsom og har stort set været uændret under opsvinget.

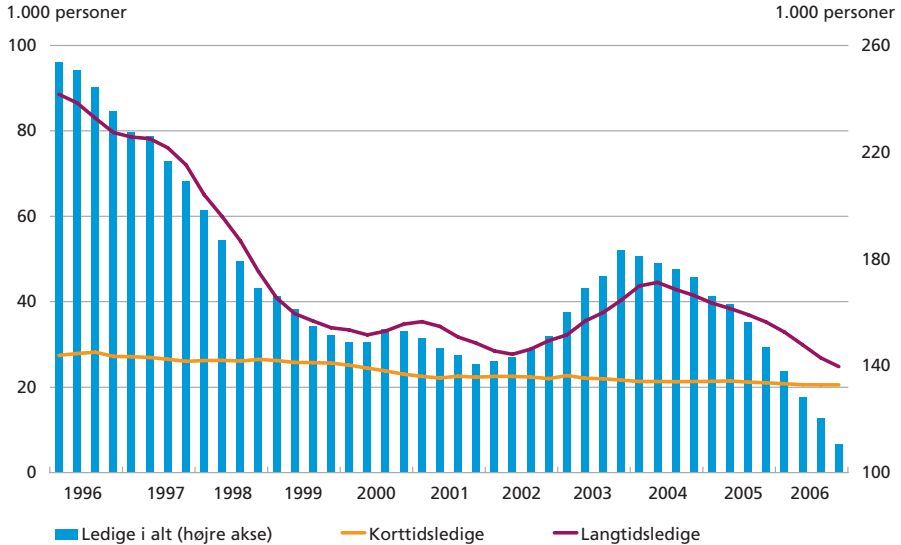
Det stramme arbejdsmarked og den tidligere nævnte hastige mindskelse af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster peger begge i samme retning: Kapacitetsgrænsen i økonomien er for alle praktiske formål nået, og fremadrettet ser presset ud til at vare ved, selv om væksten i forbruget er taget af.

I de kommende måneder fastlægges rammerne for den økonomiske politik i 2008. Den høje kapacitetsudnyttelse i den danske økonomi sammenholdt med de gunstige internationale konjunkturodsigter taler for en finanspolitik der ikke stimulerer aktiviteten. En nærmere vurdering bør foretages i forbindelse med forhandlingerne om finansloven for 2008.

Trods det stramme arbejdsmarked viser statistikkerne fortsat begrænsede lønstigninger. I skrivende stund foreligger der ikke lønstatistik, som rækker ind i 2007, men i 4. kvartal 2006 var lønstigningstakten i den private sektor 3,1 pct.

ANTAL KORT- OG LANGTIDSLEDIGE

Figur 13



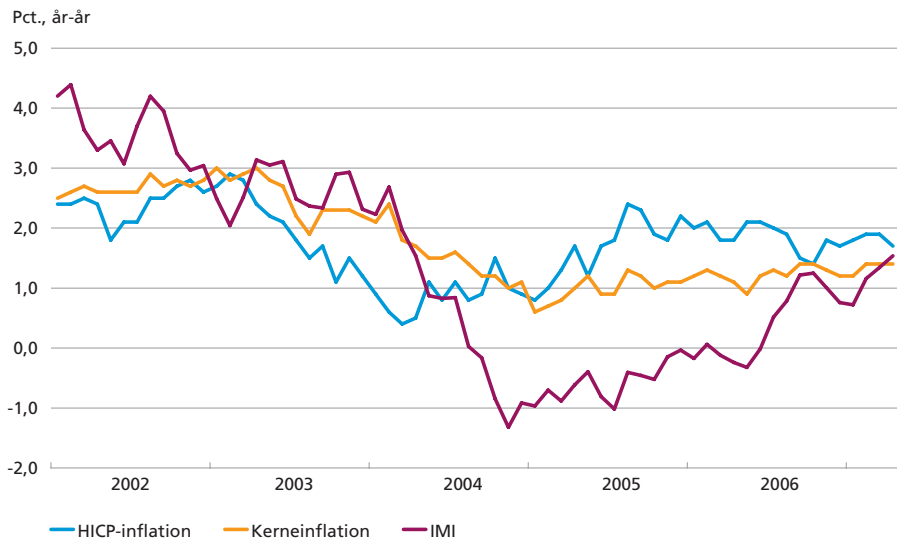
Anm.: Antal personer med en ledighedsgrad i det seneste år på under 0,2 (korttid) og over 0,8 (langtid) gange gennemsnitlig ledighedsgrad.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Der er indgået nye overenskomster for en 3-årig periode på størstedelen af det private arbejdsmarked, jf. boks 3. Den nøjagtige udvikling i lønomkostningerne kan ikke fastlægges på denne baggrund, da det for en

HARMONISERET FORBRUGERPRISINFLATION OG IMI

Figur 14



Anm.: Sidste observation er april. "Kerneinflation" er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer inkl. alkohol og tobak.

Kilde: Eurostat og Danmarks Nationalbank.

## OVERENSKOMSTFORHANDLINGER 2007

Boks 3

Omkring 600.000 arbejdstagere har fået fornyet deres overenskomst efter forårets forhandlinger på DA/LO-området. Løn, pension, videreuddannelse og arbejdsforhold er blandt de emner, der har været til forhandling. Ligesom sidst er overenskomsterne indgået for en 3-årig periode.

Den første aftale blev indgået på industriens område. Aftalen indebærer, at den nuværende mindstebetaling for arbejdere på 95,15 kr. i timen forhøjes med 3 kr. i 2007, med 2,50 kr. i 2008 og med 2,50 kr. i 2009. I den tidligere overenskomst fra 2004 var forhøjelsen af mindstebetalingen 2,25 kr. hvert af de tre år. Den faktiske timeløn aftales lokalt, og langt de fleste industriarbejdere får mere end mindstebetalingen. Pensionsbidraget hæves fra nu 10,8 pct. til 11,1 pct. i 2008 og 12 pct. i 2009. Der udbetales fremover løn under forældreorlov i 9 uger. Flexibiliteten tilgodeses ved, at forsøgsordningen, der tillader lokale aftaler om at fravige overenskomsternes regler om bl.a. arbejdstid, bliver gjort permanent.

Blandt de nye elementer i industriens overenskomster er en "fritvalgs" lønkonto, hvor arbejdsgiveren indsætter 0,5 pct. af lønnen i 2007, 0,75 pct. af lønnen i 2008 og 1 pct. af lønnen i 2009. På kontoen indsættes også betaling for ikke-afholdte feriefridage. Lønmodtageren kan vælge, om pengene skal udbetales eller opspares til pension. En anden nyskabelse er etableringen af en kompetenceudviklingsfond, der finansieres af et årligt bidrag pr. medarbejder betalt af arbejdsgiveren. Ansatte med 9 måneders anciennitet får ret til 2 ugers frihed om året til efter- og videreuddannelse og kan søge fonden om tilskud til dækning af kursusudgifter og en del af den tabte arbejdsfortjeneste.

Industriens overenskomster blev toneangivende for en række øvrige minimalløns- og mindstebetalingsoverenskomster bl.a. inden for byggeriet og handel og service.

Transportområdet leverede i slutningen af marts det første forlig på normallønsområdet. Den nuværende timeløn på 96,35 kr. forhøjes med 3,50 kr. i 2007, med 3 kr. i 2008 og med 3 kr. i 2009. I overenskomsten fra 2004 blev timelønnen de tre år forhøjet med henholdsvis 2,65 kr., 2,75 kr. og 2,65 kr. Den nye overenskomst indeholder også stigninger i en række tillæg, herunder for de fleste en forhøjelse af branchetillægget med 1,65 kr./time hvert af de tre overenskomstår. På normallønsområdet får lønmodtagerne som udgangspunkt den overenskomstaftalte timeløn, og det er – i modsætning til fx industrien – normalt kun en mindre del, der forhandles lokalt. Pensionsbidraget hæves generelt med 1,2 pct. til 12 pct., og perioden med betalt forældreorlov udvides til 9 uger. Den toneangivende transportoverenskomst indeholder også en opsparingskonto i stil med industriens "fritvalgs" lønkonto og oprettelsen af en kompetenceudviklingsfond. Flexibiliteten øges ved, at dagsarbejdstiden, hvor der ikke skal betales tillæg, udvides med en time.

Den toneangivende transportoverenskomst dannede grundlag for bl.a. normalløns-overenskomsterne i fødevarerindustrien og på rengøringsområdet.

stor del af overenskomsternes vedkommende afhænger af de lokale lønforhandlinger på de enkelte arbejdspladser. Vurderet ud fra de overenskomster, hvor lønnen aftales centralt, normallønsområdet, bliver den samlede gennemsnitlige lønstigning større end ved forrige overens-

komst og højere end i Sverige og Tyskland. Højere lønstigninger stiller krav om højere produktivitetstigninger, hvis den gode konkurrenceevne og lave inflation skal fastholdes. Ellers vil det gå ud over de kommende års beskæftigelse.

Stigningstakten i de samlede danske forbrugerpriser er fortsat moderat, jf. figur 14. Opgjort ved HICP-indekset lå forbrugerpriserne i april 1,7 pct. over niveauet i samme måned sidste år. Det er 0,2 procentpoint lavere end inflationen i marts, hvilket skyldes et markant prisfald på elektricitet. De største prisstigninger over de seneste 12 måneder har fundet sted inden for føde- og drikkevarer. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, har været stigende siden slutningen af 2004, men ligger fortsat under HICP-inflationen. IMI-indekset er mere følsomt over for danske konjunkturbevægelser end det samlede forbrugerprisindeks, og opgangen i det indenlandske inflationspres, som IMI-indekset indikerer, afspejler bl.a. det stramme arbejdsmarked<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> For en nærmere beskrivelse af forbrugerpris- og IMI-indeksets konjunkturfølsomhed henvises til Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandske prisers konjunkturfølsomhed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.