



Danmarks  
Nationalbank

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Hugo Frey Jensen

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

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

Kvartalsoversigt – 4. kvartal 2008 planlægges offentliggjort 11. december 2008.

Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

---

# Indhold

---

Seneste økonomiske og monetære udvikling .....	1
Dansk økonomi 2008-10 .....	29
Roskilde Bank .....	41
Kvotering af swap-referencerenter .....	43
Færøsk økonomi, oversigt medio 2008 .....	45
Niels Bartholdy, Økonomisk Afdeling	
Væksten i den færøske økonomi er på vej nedad efter et par år med højkonjunktur. Vækstnedgangen medfører fald i importen efter flere år med kraftig importstigning, men eksporten falder også på grund af lav fangst og faldende priser i fiskeriet. Arbejdsløsheden er fortsat meget lav og holdes på det seneste nede af øget beskæftigelse i det offentlige.	
Erfaringer med eurosamarbejdet i de første 10 år .....	55
Niels Bartholdy, Niels Arne Dam og Susanne Hougaard Thamsborg, Økonomisk Afdeling	
Artiklen gør status over den makroøkonomiske udvikling og økonomiske integration i euroområdet siden indførelsen af euroen i 1999. Det er lykkedes at skabe økonomisk stabilitet med en inflation på i gennemsnit 2,1 pct. i perioden. Væksten har været på 2,2 pct., og beskæftigelsen er øget med 15 mio. personer. Den finansielle integration og samhandlen er øget, men det skyldes også andre faktorer end euroens indførelse. Konjunkturudviklingen er blevet mere synkron, navnlig for "kernelandene" i euroområdet, og inflationsforskellene er formindsket.	
Real konvergens i de nye EU-lande .....	71
Paul Lassenius Kramp og Susanne Hougaard Thamsborg, Økonomisk Afdeling	
De nye EU-lande har igennem de sidste 10 år nærmet sig indkomsten pr. indbygger i de gamle EU-lande, dvs. der er sket en real konvergens. Samtidig har landene store underskud på betalingsbalancen og øget inflationspres. Der er både cykliske og strukturelle forklaringer på udviklingen, ligesom valget af valutaregime påvirker konvergensprocessen.	

<b>Nye principper for likviditetsstyring .....</b>	<b>83</b>
Jakob Windfeld Lund, Kapitalmarkedsafdelingen	
Likviditetsrisiko er en naturlig del af traditionel bankvirksomhed. Det seneste års finansielle uro har vist, at der er behov for at revidere tilgangen til og tilsynet med styring af likviditetsrisici. I denne artikel gennemgås de nye anbefalinger og principper inden for disse områder.	
<b>Kreditderivater – Credit Default Swaps .....</b>	<b>97</b>
Annemette Skak Jensen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Et af de mest udbredte og omtalte nye kreditprodukter er de såkaldte credit default swaps. Markedet for dette produkt er vokset markant de seneste år. Desuden har der været meget opmærksomhed på udviklingen i priserne på credit default swaps. De bliver af mange brugt til vurdering af virksomheders og institutioners kreditværdighed.	
<b>Vækst, offentlige finanser og indvandring .....</b>	<b>113</b>
Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Økonomisk Afdeling	
Vækst i produktiviteten er bestemmende for udviklingen i et lands materielle velstand. Produktivitetsudviklingen har herhjemme over det seneste årti været svagere end i mange af de lande, vi normalt sammenligner os med. I det lange perspektiv vil det ikke være muligt at opveje en lav vækst i produktiviteten med en øget arbejdsindsats. Ved tilgang af arbejdskraft udefra er erhvervsfrekvensen for indvandrerne afgørende for, om de bidrager til velstandsudviklingen og holdbarheden på de offentlige finanser.	
<b>Chiles finanspolitiske regel .....</b>	<b>125</b>
Michael Pedersen, Banco Central de Chile	
Finanspolitikken har i mange lande og i flere situationer medvirket til at skabe ubalancer og forøge ustabiliteten i økonomien. For at understøtte en holdbar økonomisk udvikling er det fordelagtigt at lægge en ramme for finanspolitikken. Denne artikel beskriver den finanspolitiske regel i Chile, som har været en succes og en del af fundamentet for den gunstige udvikling i chilensk økonomi i de senere år.	
<b>Pressemeddelelser .....</b>	<b>135</b>
<b>Tabelafsnit</b>	

---

## Seneste økonomiske og monetære udvikling

---

Oversigten vedrører perioden fra medio juni til medio september 2008

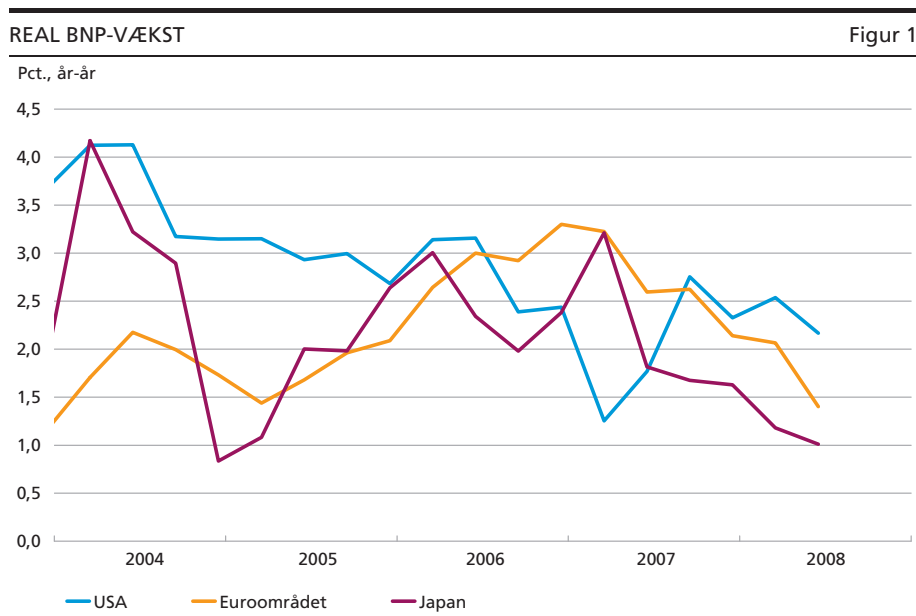
Konjunkturerne svækkes over det meste af verden. I industrilandene er det især væksten i den indenlandske efterspørgsel, der aftager, mens det i de nye vækstøkonomier primært er afmatningen på eksportmarkederne, der slår igennem. Vækstnedgangen skyldes fortsat finansiell uro, en negativ udvikling på boligmarkederne i en række lande og høje råvarepriser. Priserne på olie og andre råvarer er faldet i de seneste måneder, men inflationen er fortsat høj i det meste af verden. Faldet i råvarepriserne og de svagere konjunkturer mindsker presset på priserne, men risikoen for, at den høje inflation slår ud i permanent højere inflationsforventninger, begrænser mulighederne for at øge efterspørgslen med en lempeligere økonomisk politik.

Dansk økonomi er ved at bremse op på et meget højt niveau. Det afspejler en tilpasning i økonomien, hvor aktiviteten gradvist finder et mere holdbart leje efter nogle år med kraftig fremgang. Trods opbremsningen er arbejdsmarkedet fortsat stramt med høj beskæftigelse og en ledighed, der ikke er set lavere siden begyndelsen af 1970'erne. Produktionen ligger stadigvæk betydeligt over det niveau, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på længere sigt. Forbrugerpriserne stiger hurtigt, og lønstigningstakten er samtidig høj. Finanspolitikken bør i den situation ikke forøge efterspørgslen og derved udskyde tilpasningen. Det vil øge risikoen for en løn-pris-spiral, der på sigt kan føre til en unødvendigt stærk og langstrakt stigning i ledigheden.

### DEN GLOBALE ØKONOMI

---

Den globale økonomiske vækst er aftagende, jf. figur 1. I industrilandene er det især udviklingen i den indenlandske efterspørgsel, der er svagere, mens det i de nye vækstøkonomier primært er afmatningen på eksportmarkederne, der slår igennem. Den samlede globale BNP-vækst aftager ifølge Den Internationale Valutafond, IMF's seneste konjunkturvurdering fra 5,0 pct. i 2007 til 4,1 pct. i år og 3,9 pct. i 2009, jf. tabel 1. Svækkelsen af konjunkturerne skyldes høj inflation drevet af høje priser på råvarer, herunder især energi og landbrugsvarer, samt fortsat finansiell uro i kølvandet på subprime-krisen i USA. Boligmarkederne udvikler sig også svagt i en række lande. IMF venter, at konjunkturerne vender i løbet af 2009, hvorefter væksten atter vil tiltage.



Kilde: EcoWin.

### Globalt inflationspres

Der er et stærkt globalt inflationspres. IMF venter, at forbrugerpriserne i industrilandene og de nye vækstøkonomier vil stige med henholdsvis 3,4 og 9,1 pct. i 2008 mod 2,2 og 6,4 pct. i 2007. Blandt industrilandene har stigningen i inflationen været særlig tydelig i USA, hvor forbrugerpriserne i juli lå 5,6 pct. over niveauet i samme måned året før, jf. figur 2. Inflationen er mere afdæmpet, men også historisk høj i euroområdet, hvor forbrugerpriserne i august steg med 3,8 pct. år-til-år ifølge Eurostats foreløbige opgørelse.

SKØN FOR REAL BNP-VÆKST I UDVALGTE OMRÅDER OG LANDE Tabel 1

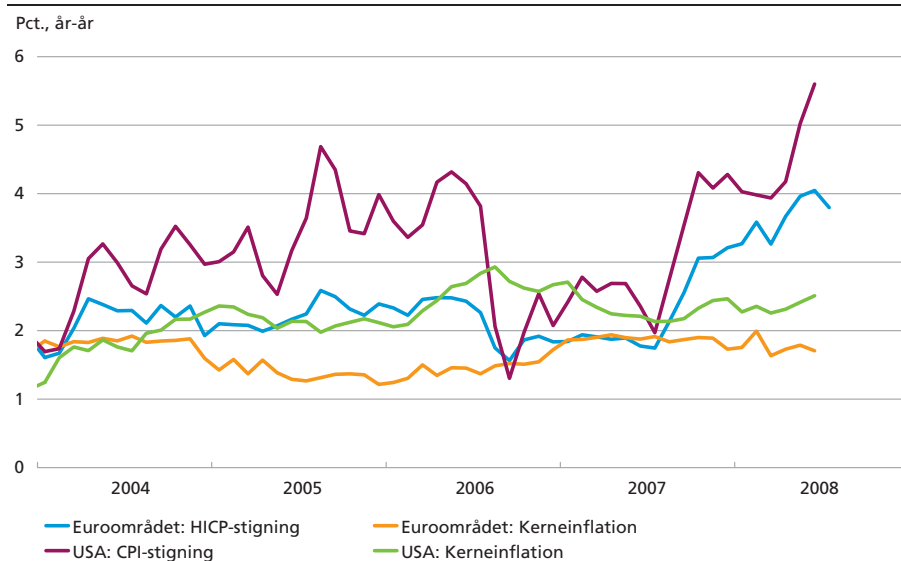
Pct.	2008				2009	
	EU	IMF	OECD	OECD(i)	IMF	OECD
USA .....	...	1,3	1,2	1,8	0,8	1,1
Euroområdet .....	1,3	1,7	1,7	1,3	1,2	1,4
Tyskland .....	1,8	2,0	1,9	1,5	1,0	1,1
Japan .....	...	1,5	1,7	1,2	1,5	1,5
Kina .....	...	9,7	10,0	...	9,8	9,5
Indien .....	...	8,0	7,8	...	8,0	8,0
Verden .....	...	4,1	...	...	3,9	...

Anm.: EU: Europa-Kommissionens interimskøn fra september (foreligger kun for 2008). IMF: World Economic Outlook Update, juli 2008. OECD: Economic Outlook, nr. 83, juni 2008. OECD(i): OECDs interimskøn fra september 2008 (foreligger kun for 2008). Europa-Kommissionens seneste fuldstændige skøn fra april er ikke medtaget.

Kilde: Europa-Kommissionen, IMF og OECD.

FORBRUGERPRISSTIGNINGER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 2



Anm.: Kerneinflationen angiver stigningen i forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer (for USA) henholdsvis ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak (for euroområdet). Sidste observation er august for euroområdets HICP og juli for de øvrige serier.

Kilde: EcoWin.

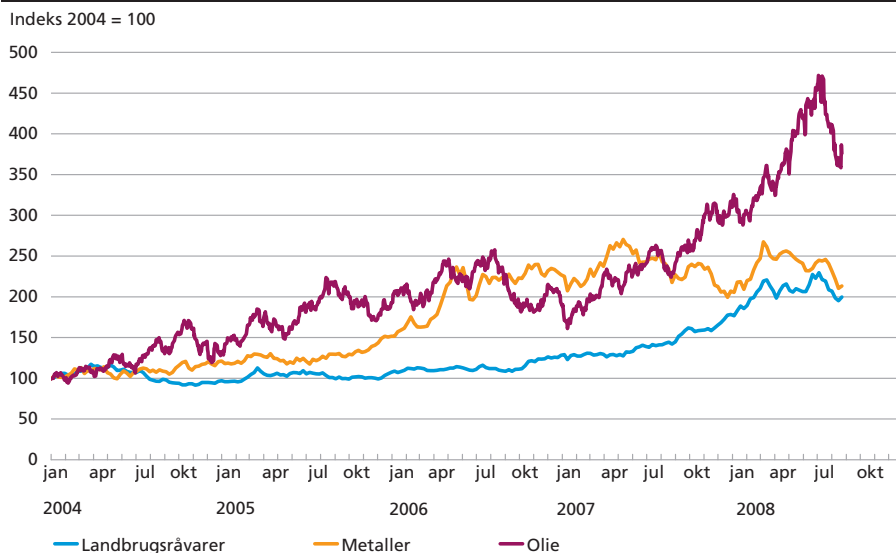
Stigningen i forbrugerpriserne skyldes højere råvarepriser på verdensmarkedet, som især er slået igennem i form af højere priser på energi- og fødevarer. Den afledte effekt på inflationen har været særligt stærk i de nye vækstøkonomier, hvor en forholdsvis stor andel af indkomsten går til forbrug af fødevarer. I USA har kerneinflationen, der angiver udviklingen i forbrugerpriserne ekskl. energi- og fødevarer, vist en svag tendens til stigning siden sidste efterår, mens kerneinflationen er aftaget lidt i euroområdet.

Prisen på en tønde råolie af Brent-kvalitet var i begyndelsen af september faldet til lidt under 105 dollar fra et toppunkt i begyndelsen af juli på 143 dollar. Priserne på metaller og landbrugsråvarer er også faldet, jf. figur 3. Udviklingen i råvarepriserne vil formindske forbrugerprisstigningerne i løbet af efteråret. Sammen med de svagere konjunkturer betyder vendingen i olie- og råvarepriserne, at risikoen for permanente stigninger i inflationsforventningerne og såkaldte anden runde-effekter på forbrugerpriserne umiddelbart mindskes, jf. boks 1, men risikoen er ikke forsvundet.

De faldende råvarepriser skyldes især aftagende vækst i verdensøkonomien, men der er ikke umiddelbart udsigt til, at priserne skal ned på tidligere års meget lave niveau. Markedet for råolie vil fortsat være stramt, da det vil tage tid at øge produktionskapaciteten. Stærk efterspørgsel efter især fødevarer fra de nye vækstøkonomier vil ligeledes holde priserne oppe, indtil udbuddet på verdensmarkedet på lidt længere sigt kan forøges. Udsigten for høsten i 2008-09 vurderes af FAO som gode.

## PRISER PÅ OLIE OG ANDRE RÅVARER

Figur 3



Anm.: Råvarepriser i dollar. The Economists råvareprisindeks for landbrugsråvarer og metaller. Råolie af Brent-kvalitet. Sidste observation er 5. september 2008.

Kilde: EcoWin.

## ANDEN RUNDE-EFFEKTER OG INFLATION

Boks 1

Den markante stigning i inflationen som følge af kraftige prisstigninger på energi og fødevarer har formindsket forbrugernes købekraft. Det har øget risikoen for såkaldte anden runde-effekter, som opstår, hvis lønmodtagernes lønkrav påvirkes af udviklingen i forbrugerpriserne. I en sådan situation vil højere råvarepriser få både en første runde-effekt (dvs. det direkte gennemslag på forbrugerpriserne samt den indirekte effekt, som kommer via en stigning i producenternes råvareomkostninger) og en anden runde-effekt (via højere lønomkostninger) på de samlede forbrugerpriser. Både den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Den Europæiske Centralbank, ECB, har påpeget, at de ser med stor alvor på risikoen for anden runde-effekter, som kan føre til en permanent højere inflation.

Omfanget og varigheden af anden runde-effekter afhænger af inflationsforventningerne hos både lønmodtagere og arbejdsgivere. Stiger inflationsforventningerne, vil lønmodtagerne kræve større lønstigninger som kompensation for den forventede reallønstilbagegang. Virksomhederne vil i højere grad være villige til at give efter for kravene, hvis de forventer at kunne overvælde de øgede omkostninger i priserne, dvs. hvis de forventer, at konkurrenterne gør det samme, og der dermed sker en stigning i det generelle prisniveau. Hvis inflationsforventningerne derimod er velforankrede og ikke i så høj grad styret af den umiddelbart forudgående prisudvikling, vil risikoen for anden runde-effekter være mindre.

Risikoen øges, hvis der er automatisk regulering af lønninger i takt med prisstigningerne, svarende til den danske dyrtidsregulering, der blev afskaffet i begyndelsen af 1980'erne. Omfanget af inflationsindekserede lønninger er aftaget siden 1970'erne,



FORTSAT

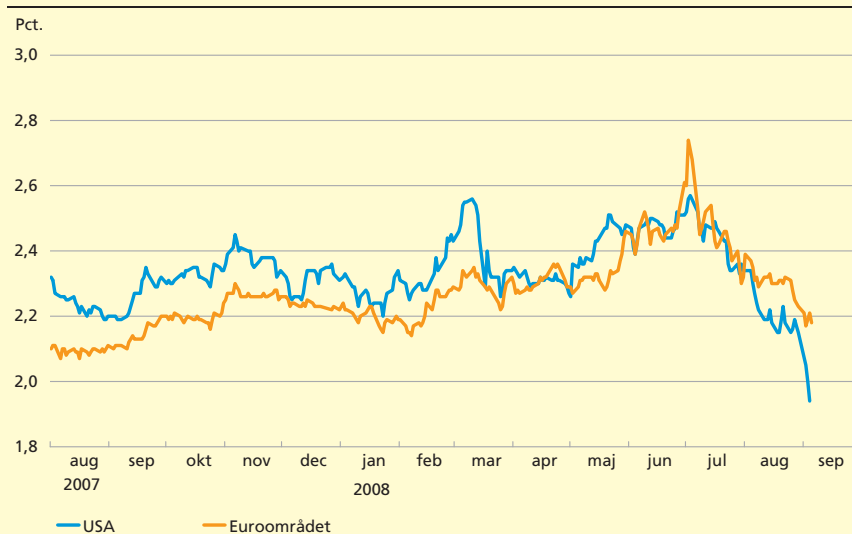
Boks 1

men er stadig ganske udbredt i flere europæiske lande, bl.a. Belgien og Spanien og i mindre omfang Frankrig. Flere studier peger i retning af, at olieprishok påvirker inflationen i længere tid i Europa end i USA som følge af den mere udbredte brug af inflationsindekserede lønninger i Europa.

Inflationsforventningerne kan ikke observeres direkte, men måles indirekte bl.a. via spørgeskemaundersøgelser blandt forbrugere og virksomheder eller ved forskellen mellem renten på nominelle obligationer og renten på indeksobligationer, den såkaldte "breakeven inflation". Opgjort på sidstnævnte måde er de langsigtede inflationsforventninger faldet noget i løbet af de seneste måneder i både euroområdet og USA, men de ligger fortsat over 2 pct. i euroområdet, jf. figur 4.

10-ÅRIG BREAKEVEN INFLATION

Figur 4



Anm.: Den 10-årige breakeven inflation angiver forskellen mellem den effektive rente på en 10-årig nominal statsobligation og den tilsvarende rente på en 10-årig inflationsindekseret statsobligation. Sidste observation er 4.-5. september 2008.

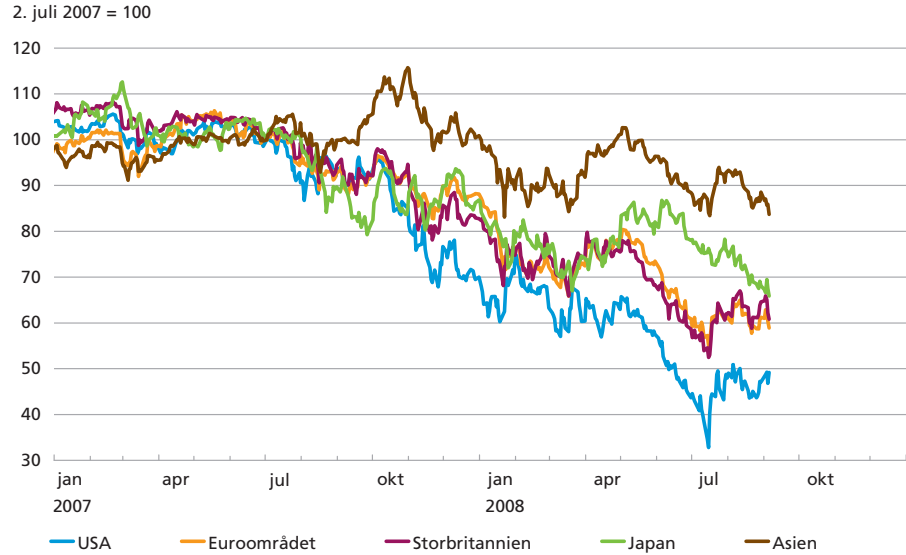
Kilde: EcoWin.

## Finansielle markeder

Den finansielle krise, der udsprang fra det amerikanske marked for subprime boliglån i sommeren 2007, præger fortsat det globale finansielle system. En række store finansielle institutioner i USA, Schweiz, Tyskland og Frankrig har oprevideret tabene på udlån og investeringer i værdipapirer og finansielle derivater. De største banker og børsrådgivningsfirmaer har nedskrevet deres aktiver med mere end 500 mia.dollar, siden finanskrisen begyndte. Bankerne har samtidig fået tilført kapital i størrelsesordenen 350 mia.dollar. Forsat faldende aktiekurser, jf. figur 5, har fordyret kapitaludvidelserne. Det finansielle system er derfor under stærkt pres for at reducere balancerne, hvilket forstærker den økonomiske afmatning.

KURSIDDEKS FOR BANKAKTIER

Figur 5



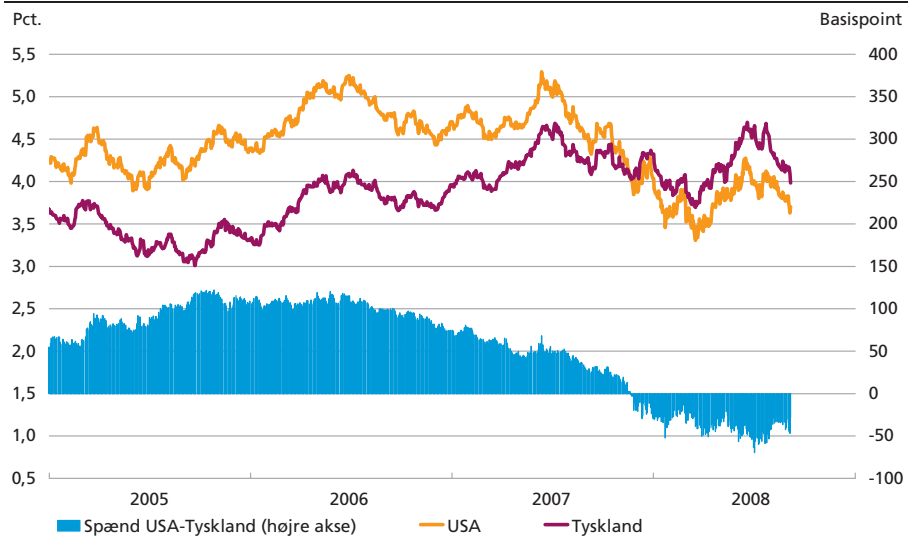
Anm.: USA: Standard & Poor's, 500 Industry Group, Banks; euroområdet: FTSE, E300 Eurobloc Industry Sectors, Banks; Storbritannien: FTSE, All-Share Industry Sector, Banks; Japan: Nikkei, 500, Banking Index; Asien: FTSE/Hang Seng, Banks Index. Sidste observation er 5. september 2008.

Kilde: EcoWin.

Renten på amerikanske og tyske 10-årige statsobligationer er fra midten af juni og frem til begyndelsen af september faldet med omtrent 0,5 pct., og rentespændet har stabiliseret sig på et niveau, hvor obligationsrenten i Tyskland er ca. 0,5 pct. højere end i USA, jf. figur 6. Udviklingen

10-ÅRIGE STATSobligationsrenter i USA og Tyskland

Figur 6



Anm.: Sidste observation er 5. september 2008.

Kilde: EcoWin.

i og niveauet for de lange renter tyder ikke på, at de finansielle markeder forventer, at de nuværende høje inflationsrater vil fortsætte på længere sigt.

Efter en langvarig svækkelse af dollaren over for euro og yen vendte udviklingen i midten af juli. Dollaren er frem til begyndelsen af september styrket med 9 pct. over for euro til en kurs på 1,45 dollar pr. euro. Det er sket på baggrund af bl.a. militæraktionerne i Kaukasus samt tydeligere tegn på vækstnedgang i euroområdet.

## **DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING**

---

### **USA**

Væksten i amerikansk økonomi var forholdsvis robust i 1. halvår, men underliggende er konjunktoren svag. Væksten blev holdt oppe af en positiv udvikling i privatforbruget understøttet af udbetalinger fra finansministeriet i forbindelse med regeringens økonomiske hjælpepakke fra februar. Udbetalingerne ophørte i juli, hvilket ventes at påvirke forbruget negativt i 3. kvartal. I juli udviste detailhandelen et lille fald. Boligmarkedet er fortsat svagt, og beskæftigelsen uden for landbruget er siden december sidste år faldet med 600.000 personer. Arbejdsløsheden steg til 6,1 pct. i august – næsten 1,5 procentpoint højere end året før. Lønstignings-takten er samtidig aftaget til 3,4 pct. mod mere end 4 pct. i midten af 2007. I kombination med de høje prisstigninger og den stigende ledighed bliver de disponible realindkomster derfor svækket. Federal Reserve har fastholdt den toneangivende pengepolitiske rente, Fed Funds Target, på 2,0 pct. siden april i år. Det er sket under henvisning til en afvejning af risikoen for lavere vækst og stigende inflation.

Uroen på penge- og kapitalmarkederne er ikke aftaget. I slutningen af juli udvidede Federal Reserve adgangen til sine eksisterende lånefaciliteter til også at omfatte børsrådgivningselskaber, ligesom løbetiden for den nyligt oprettede Term Auction Facility blev udvidet. Myndighederne har i 2008 afviklet en række banker, herunder IndyMac, som er den tredje største bank, der er gået ned i USA. Den negative udvikling på boligmarkedet er fortsat. Ifølge Case-Shiller indekset faldt prisen på ejerboliger i juni med mere end 15 pct. i forhold til samme måned året før. Omfanget af misligholdelse af boliglån samt antallet af tvangsauktioner er samtidig steget. Udviklingen har eroderet kapitalgrundlaget i de to store amerikanske realkreditinstitutter, Fannie Mae og Freddie Mac. Institutterne står for knap halvdelen af boliglåne i USA, og der har hersket betydelig usikkerhed om deres fortsatte evne til at yde boligfinansiering. På den baggrund overtog de amerikanske myndigheder i begyndelsen af september kontrollen med de to realkreditinstitutter, jf. boks 2.

## FANNIE MAE OG FREDDIE MAC

Boks 2

I begyndelsen af september annoncerede det amerikanske finansministerium, at den nyoprettede, særlige tilsynsmyndighed for boligfinansiering (Federal Housing Finance Agency, FHFA) overtager kontrollen med de to største realkreditinstitutter, Fannie Mae og Freddie Mac. Baggrunden er, at tab på boliglån har reduceret institutternes kapitalgrundlag og skabt mistillid til institutternes fortsatte soliditet. Overtagelsen samt andre tiltag, der iværksættes som led i indgrebet, sker bl.a. med hjemmel i en lov om støtte til boligmarkedet, som blev vedtaget i slutningen af juli.

Fannie Mae og Freddie Mac er private aktieselskaber, men er oprettet ved særlig lovgivning og har status som såkaldte "Government Sponsored Enterprises", GSE. Det indebærer bl.a., at de er underlagt særligt fordelagtige egenkapitalkrav og er fritaget for beskatning. Fannie Mae blev oprettet som et offentligt foretagende i 1938 og privatiseret i 1968. Freddie Mac blev oprettet i 1970 for at fremme konkurrencen på markedet for boliglån.

Institutternes formål er at forbedre adgangen til at eje en bolig for især lav- og mellemindkomstfamilier. Det sker ved, at institutterne investerer direkte i pantebreve eller andre boligrelaterede lån, eller ved at de stiller garanti for pantebreve, som opfylder bestemte krav, og som ligger til grund for udstedelse af realkreditobligationer. Fannie Mae og Freddie Mac ejer eller garanterer samlet for lidt under halvdelen af de udestående boliglån på 12.000 mia.dollar i USA. For nye boliglån er andelen endnu højere. Institutterne finansierer sig primært ved udstedelse af obligationer.

Beslutningen om at sætte Fannie Mae og Freddie Mac under administration skal bidrage til at stabilisere udviklingen på de finansielle markeder og understøtte den fortsatte adgang til boligfinansiering i USA, herunder understøtte tilliden til obligationer udstedt eller garanteret af institutterne. Indgrebet indebærer konkret, at FHFA overtager kontrollen med selskabernes ledelse og bestyrelse. Derudover indeholder redningsplanen tre tiltag, der skal sikre institutterne det fornødne kapital- og finansieringsgrundlag. For det første tilfører finansministeriet supplerende kapital i form af særlige statslige præferenceaktier ("Treasury Senior Preferred Stock Purchase Agreement"). Disse aktier udstedes løbende efter behov med en øvre grænse på 100 mia. dollar for hvert af institutterne. For det andet åbner finansministeriet for en ubegrænset lånefacilitet ("GSE Credit Facility"), der om nødvendigt kan anvendes til likviditetstilførsel. For det tredje vil finansministeriet opkøbe realkreditobligationer garanteret af institutterne ("GSE Mortgage Backed Securities Purchase Program").

Overtagelsen af de to realkreditinstitutter er som udgangspunkt midlertidig, og lånefaciliteten samt finansministeriets opkøb af obligationer ophører formelt i december 2009. Herefter skal institutterne gradvist reducere deres engagementer. Der lægges op til, at der på lidt længere sigt skal tages initiativer til en mere grundlæggende ændring af det amerikanske marked for boligfinansiering, idet Fannie Mae og Freddie Mac ikke ventes at kunne fortsætte i deres nuværende form.

## Europa

Efter en forholdsvis stærk udvikling i 1. kvartal er afmatningen ved at vise sig i de økonomiske nøgletal i Europa, og for såvel euroområdet som hele EU er der udsigt til stagnerende aktivitet i 2. halvår.

*Euroområdet*s BNP faldt i 2. kvartal med 0,2 pct. i forhold til 1. kvartal svarende til en stigning på 1,4 pct. i forhold til 2. kvartal 2007. Det var første gang, at BNP faldt, siden euroen blev indført i 11 lande i 1999. Væksten var negativ i alle de store eurolande (Tyskland, Frankrig og Italien).

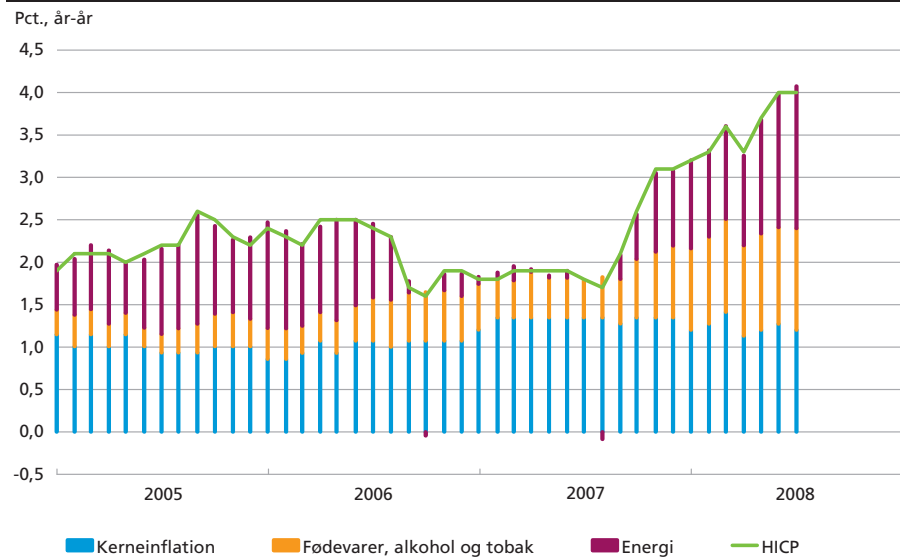
Faldende detailsalg og fald i forbrugertilliden peger på lavere forbrug i 2. halvår 2008. Konjunkturbarometrene for virksomhederne samt industriproduktionen er faldet i lyset af global vækstnedgang, finansiell uro og en relativt stærk euro. Investeringerne ligger samtidig lavt som følge af vigende indtjeningsforventninger blandt virksomhederne, strammere lånevilkår og svage boligmarkeder i flere lande. Beskæftigelsen i euroområdet blev i 1. kvartal forøget med godt 440.000 personer, men arbejdsløsheden steg lidt i 2. kvartal og var 7,3 pct. i juli.

Stigningstakten i forbrugerpriserne målt ved HICP nåede i juli op på 4,0 pct. år-til-år. Opgangen i inflationen skyldes især den stærke stigning i priserne på energi og fødevarer, jf. figur 7. Ifølge Eurostats foreløbige opgørelse var HICP-stigningstakten 3,8 pct. i august.

ECBs indeks for de samlede lønomkostninger pr. beskæftiget steg i 1. kvartal med 2,9 pct. i forhold til samme periode året før. Det var noget hurtigere end i tidligere kvartaler. For at imødegå anden runde-effekter og modvirke den tiltagende inflationsrisiko forhøjede ECB i juli minimumsbudrenten med 25 basispunkter til 4,25 pct.

FORBRUGERPRISKomponenter i Euroområdet

Figur 7



Anm.: Bidrag fra de viste forbrugerpris-komponenter til stigningen i HICP. Afrunding gør, at bidragene ikke nødvendigvis summerer til den samlede HICP-stigning. Kerneinflation angiver stigningen i HICP ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak. Sidste observation er juli 2008.

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

I *Storbritannien* var BNP uændret i 2. kvartal i forhold til kvartalet før. Afdæmpningen skyldes primært et fald i byggeaktiviteten. Boligpriserne faldt i august med mere end 10 pct. i forhold til samme måned i 2007. Den økonomiske afmatning er begyndt at vise sig på arbejdsmarkedet, hvor arbejdsløsheden steg til 5,4 pct. i maj. Forbrugerpriserne steg i juli med 4,4 pct. i forhold til samme måned i 2007, betydeligt over den øvre grænse for inflationsmålet på 3 pct. Den styrende rente er ikke blevet ændret siden april, hvor renten blev nedsat til 5 pct. Bank of England forventer, at inflationen aftager på mellemlangt sigt i takt med, at stigningerne i energi-, fødevarer- og importpriserne aftager, og den svage konjunkturudvikling dæmper inflationspresset.

I *Sverige* har Riksbanken i to omgange forhøjet reforenten med samlet 50 basispunkter til 4,75 pct. Riksbanken anså renteforhøjelserne for nødvendige for at undgå, at den høje inflation bliver varig. *Norges Bank* forhøjede i slutningen af juni styringsrenten med 25 basispunkter til 5,75 pct. i lyset af højere end forventede prisstigninger.

I *Island* har Sedlabanki fastholdt renten. Islandske bankers finansieringsomkostninger er vokset, og credit default swap-spændet steg kraftigt fra midten af juni. Den islandske krone blev fra midten af juni og frem til begyndelsen af september svækket med knap 6 pct. over for euroen. Inflationen steg i august til 14,5 pct. år-til-år, og lønstigningerne kom op over 9 pct. år-til-år. Vilkårene for adgang til boliglån i den offentligt ejede boligfinansieringsfond er blevet lempet, hvilket IMF kritiserede i forbindelse med en artikel IV-konsultation i juli. IMF opfordrede ved samme lejlighed de islandske myndigheder til at stramme finanspolitikken.

## DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

---

### Penge- og valutamarkedet

Den danske krone har ligget stabilt omkring centralkursen i ERM2, og Nationalbanken har ikke interveneret i valutamarkedet. Valutareserven var 165 mia.kr. ved udgangen af august.

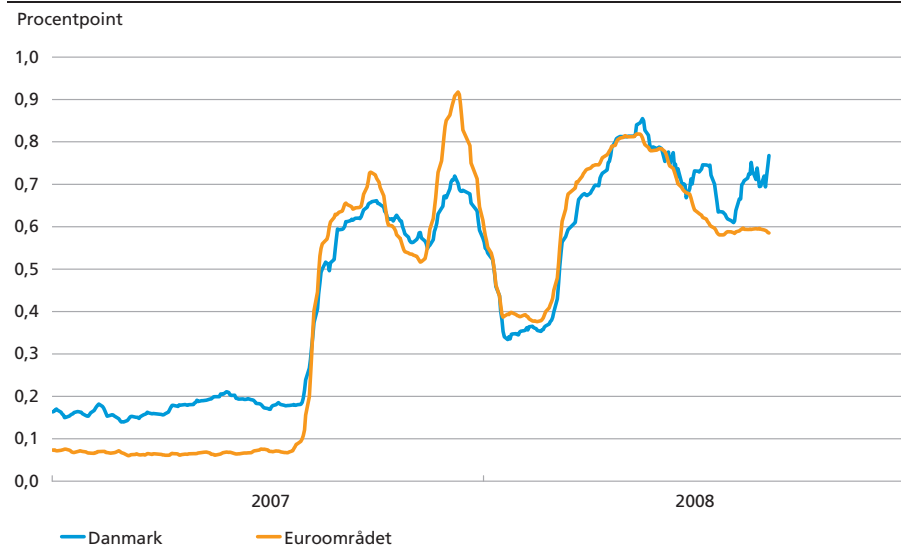
Den 4. juli fulgte Nationalbanken ECB og forhøjede de pengepolitiske renter med 0,25 pct. Siden har Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser været 4,6 pct., mens diskontoen og foliorenten har været 4,25 pct.

Forskellen mellem de usikrede og sikrede pengemarkedsrenter har bevæget sig omkring et betydeligt højere niveau, end før den finansielle uro brød ud i sommeren 2007, jf. figur 8. Usikkerheden på pengemarkederne har samtidig givet anledning til store udsving i renteforskellen. En lignende udvikling er set i euroområdet.

Indlånsunderskuddet i bankerne er samlet set steget siden slutningen af 2004, om end stigningstakten overordnet har været mere afdæmpet i

**FORSKEL MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS PENGEMARKEDSRENTER  
I DANMARK OG EUROOMRÅDET**

Figur 8



Anm.: 5 dages glidende gennemsnit. Forskel mellem 3-måneders Cibur- og reporenter for Danmark henholdsvis forskel mellem 3-måneders Euribor- og reporenter for euroområdet. Sidste observation er 5. september 2008.  
Kilde: Danmarks Nationalbank og EcoWin.

2007 og 2008 end i de to forudgående år.<sup>1</sup> Udviklingen dækker over betydelige forskelle banker imellem, hvilket afspejler forskelle i dels udlånsvækst, dels forretningsmodel. De store og mellemstore pengeinstitutter har haft indlånsunderskud i en længere årrække, mens et indlånsoverskud er vendt til et indlånsunderskud i de seneste år for de små banker, jf. figur 9. I takt med at finansieringsmulighederne er blevet færre og dyrere i lyset af den finansielle uro, har nogle små og mellemstore banker i større omfang end tidligere anvendt Nationalbankens pengepolitiske instrumenter. Siden midten af 2007 har der været en tendens til, at en bredere kreds af institutter har optaget lån i Nationalbanken.

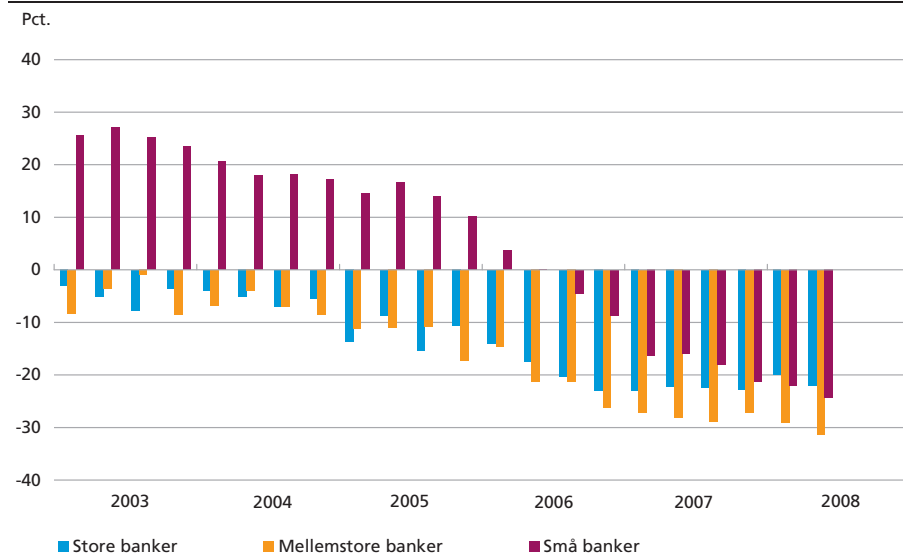
Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken er fra slutningen af juli 2007 til begyndelsen af september 2008 formindsket med 51 mia.kr., jf. figur 10. Institutterne har i samme periode øget deres låntagning i Nationalbanken med 124 mia.kr., mens indestående på folio og beholdningen af indskudsbeviser samlet set er forøget med 73 mia.kr. Set som helhed har institutterne dermed øget deres likviditetsberedskab siden begyndelsen af den finansielle uro.

Den midlertidige belåningsfacilitet i Nationalbanken, der trådte i kraft 23. maj 2008, jf. Kvartalsoversigten 2. kvartal 2008, side 15ff, er blevet forlænget med et år og ophører den 21. maj 2010. Det giver institut-

<sup>1</sup> Se også Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 2008.

**PENGEINSTITUTTERNES INDLÅNSOVERSKUD I PCT. AF UDLÅN FORDELT EFTER STØRRELSE**

Figur 9

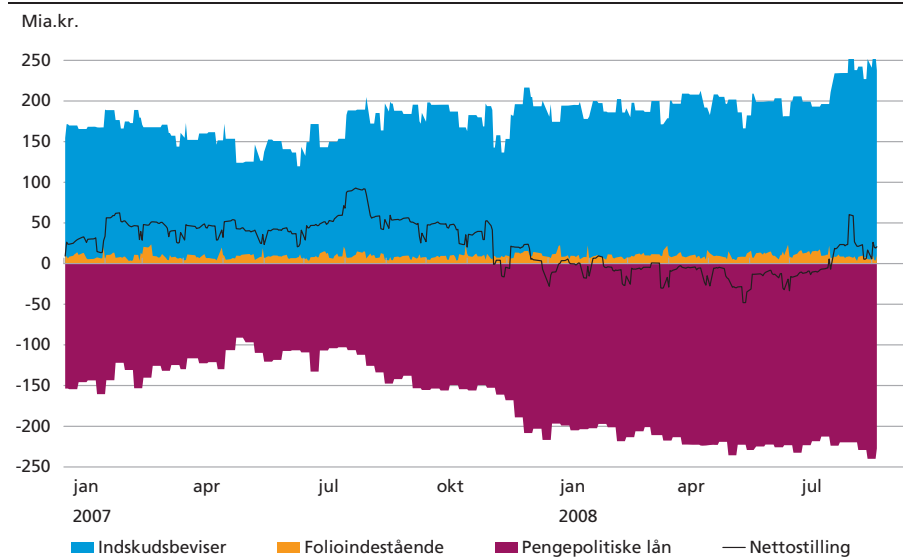


Anm.: Kvartalsobservationer. Ud- og indlån er konsolideret med danske bankers udenlandske enheder. Store banker svarer til Finanstilsynets gruppe 1, mellemstore banker svarer til Finanstilsynets gruppe 2, og små banker svarer til Finanstilsynets gruppe 3.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN**

Figur 10



Anm.: Sidste observation er 5. september 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.



terne mulighed for at inddrage belåningsfaciliteten i deres likviditetsstyring i længere tid. Medio september er der udstedt låneobligationer for knap 5 mia.kr. En betydelig del af disse obligationer er belånt hos andre pengeinstitutter.

Renten på 10-årige statsobligationer er siden midten af juni faldet med 0,7 pct. til 4,2 pct. i begyndelsen af september. Rentespændet over for tilsvarende tyske obligationer har i samme periode ligget stabilt omkring 0,25 pct.

Ecofin-Rådet besluttede i juli, at Slovakiet indtræder i euroområdet pr. 1. januar 2009. Slovakiske koruna vil blive erstattet af euro til den kurs, der svarer til centalkursen i ERM2. Centalkursen for slovakiske koruna har siden slutningen af maj 2008 været 30,1260 koruna pr. euro. Fra årsskiftet vil Slovakiet ikke længere deltage i ERM2-samarbejdet. Forholdene for de øvrige valutaer i ERM2, herunder den danske krone, er uændrede.

### **Pengeinstitutternes renter og kreditudviklingen**

Pengeinstitutterne har siden årsskiftet forhøjet ind- og udlånsrenterne med henvisning til øgede finansieringsomkostninger på penge- og kapitalmarkederne i forbindelse med den finansielle uro. Siden uroen brød ud i sommeren 2007, er den gennemsnitlige udlånsrente over for erhverv steget med 0,5 pct., mens den over for husholdninger er steget med 0,4 pct., jf. figur 11. De gennemsnitlige indlånsrenter er i samme periode steget stort set lige så meget som udlånsrenterne.

Den samlede udlånsvækst fra penge- og realkreditinstitutterne har siden juli 2007 ligget nogenlunde stabilt omkring et højt niveau på 12 pct. år-til-år, jf. figur 12. Det er lidt lavere end i de forudgående år, hvilket bl.a. afspejler afdæmpningen af den indenlandske efterspørgsel. Efterspørgslen efter lån varierer normalt med konjunkturudviklingen. Hvis udlånsvæksten aftager med mere, end konjunkturudviklingen normalt vil tilsige, og udlånsrenterne samtidig stiger, kan det være tegn på en såkaldt kreditklemme, hvor bankerne begrænser udbuddet af lån i særlig stærkt omfang. Udlånsrenterne har ganske vist været stigende, men bedømt ud fra udlånsudviklingen er der ikke tegn på en kreditklemme i Danmark, jf. boks 3.

### **Nationalbanken og Finanstilsynet opfordrer til gennemsigtighed**

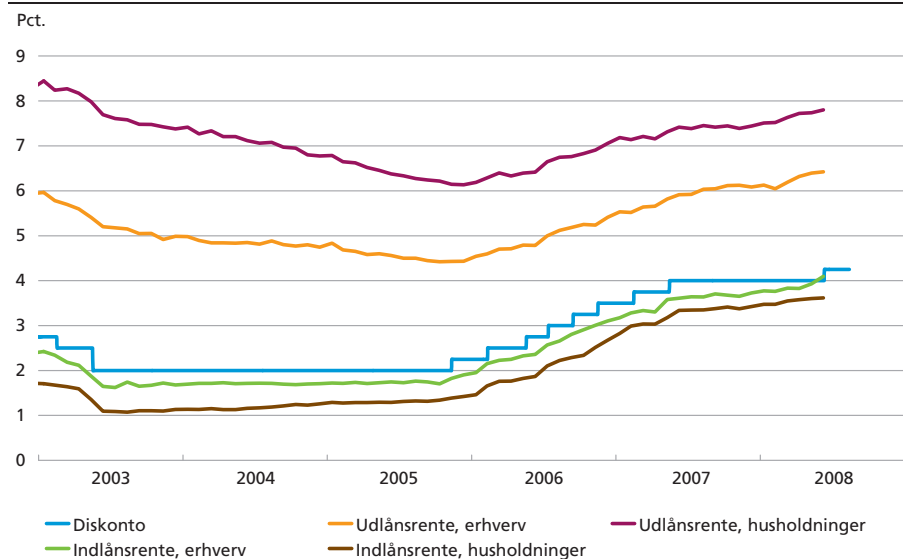
Nationalbanken og Finanstilsynet offentliggjorde i slutningen af juni et fælles åbent brev om behovet for nye europæiske regler om offentliggørelse af penge- og realkreditinstitutternes individuelle solvensbehov.<sup>1</sup> Den fortsatte internationale finansielle uro har bl.a. haft baggrund i

---

<sup>1</sup> Se brevet på [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk).

## DISKONTOEN OG PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSITSRENTER

Figur 11

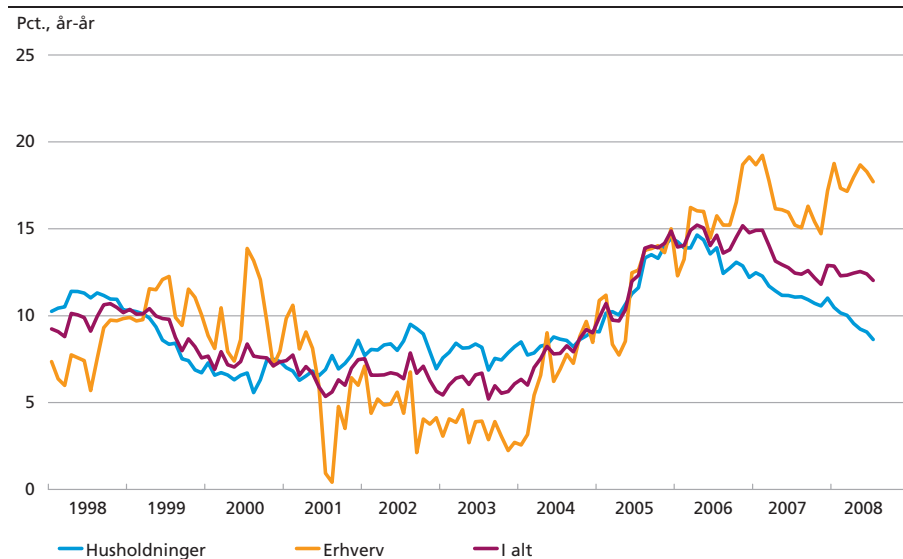


Anm.: Diskontoen er på daglig basis. Øvrige renter er månedsgennemsnit for udestående forretninger. Sidste observation for diskontoen er 5. september 2008, og for de øvrige renter er sidste observation juli 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

## PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅNSVÆKST

Figur 12



Anm.: Inkl. udlån 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. Sidste observation er juli 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den finansielle uro påvirker den økonomiske aktivitet i Danmark bl.a. via højere udlånsrenter i pengeinstitutterne. Der har desuden, på internationalt plan, været fokus på risikoen for, at der opstår en såkaldt kreditklemme, hvor kreditinstitutterne reducerer udbuddet af lån mere end normalt.<sup>1</sup>

Tankegangen bag udbudseffekterne er, at rentestigninger forringer låntagernes og pengeinstitutternes økonomiske situation. Når renten stiger, kan låntagere fx få et formuetab, der forringer deres muligheder for at betale lånet tilbage eller stille sikkerhed. Som reaktion på kunders dårligere betalingsevne kan et pengeinstitut foretage kreditstramninger, så nogle kunder ikke kan opnå deres ønskede lån, eller deres låneomkostninger stiger mere end den oprindelige rentestigning. Rentestigninger kan også påvirke pengeinstitutternes balance ved fx at reducere instituttets kapitaldækning. Falder kapitaldækningen til et lavt niveau eller til lovens mindstekrav, kan bankerne ønske at nedbringe deres udlån, fx ved at stramme kreditgivningen over for nogle kunder. Alt i alt bidrager denne såkaldte kreditkanal til at forstærke rentestigningens effekt på investeringer og privatforbrug.<sup>2</sup> Hvis pengeinstitutterne har usædvanligt store tab, eller de har problemer med at finansiere sig via indlån eller kapitalmarkederne, kan det føre til en særligt alvorlig kreditklemme (credit crunch), hvor selv kreditværdige projekter har svært ved at finde finansiering.

Kreditkanalen kan også komme i spil som følge af konjunkturudviklingen. Fx kan pengeinstitutterne stramme kreditvilkårene og mindske udbuddet af lån i en konjunkturedgang, hvor risikoen for misligholdelse af lånene øges.

Normalt synes kreditkanalen ikke at spille en væsentlig rolle i Danmark. Potentialet for kreditkanalen begrænses bl.a. af, at husholdninger og virksomheder har gode muligheder for alternativ finansiering i realkreditinstitutter, hvor kreditkanalens rolle er begrænset, ud over hvad der følger af ændringer i ejendommenes værdi. Balanceprincippet for realkreditinstitutter betyder, at der ikke er betydelige udbudseffekter via realkreditinstitutternes balance. I modsætning til situationen i en række andre lande har danske realkreditinstitutter fortsat kunnet udstede realkreditobligationer uden afgørende problemer for låntagerne i det seneste år.

Efterspørgslen efter lån varierer også med konjunkturudviklingen. Overordnet set stiger efterspørgslen og væksten i pengeinstitutternes udlån typisk i et opsving og aftager i en konjunkturedgang. Det kan være vanskeligt præcis at identificere, i hvilket omfang en aftagende vækst i udlån afspejler lavere efterspørgsel efter lån som følge af konjunkturudviklingen eller en kreditklemme, hvor pengeinstitutterne reducerer udbuddet af udlån i særlig stærkt omfang. Hvis væksten i udlån er lavere, end hvad konjunkturudviklingen normalt tilsiger, og kreditvilkårene strammes i form af stigende udlånsrenter, kan det være et tegn på en kreditklemme. Væksten i pengeinstitutternes samlede udlån lå i 2007 på det højeste niveau siden midten af 1980'erne og er siden da kun faldet lidt. Som mål for konjunkturudviklingen kan fx BNP anvendes. Pengeinstitutternes udlånsvote, opgjort som udlån i forhold til BNP, har været støt stigende under dette opsving og lå medio 2008 på et meget højt niveau. Det tyder ikke på, at den samlede udlånsvækst har været lavere end normalt i den nuværende konjunktursituation.

Udlånsudviklingen afhænger imidlertid af pengeinstitutternes størrelse, jf. figur 13 (venstre). Udlånsvæksten var særligt stor for de små og mellemstore pengeinstitutter, inden den finansielle uro brød ud, hvorefter der skete et betydeligt fald. De største

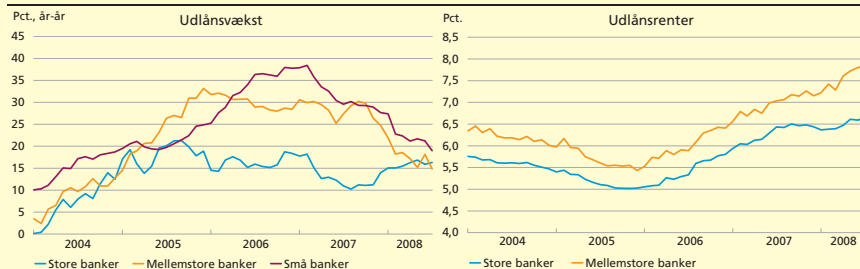
pengeinstitutter, der står for knap to tredjedele af de samlede udlån, har derimod haft en stigende udlånsvækst. Vækstraterne for de forskellige størrelser af pengeinstitutter ligger nu forholdsvis tæt på hinanden. Det skal bemærkes, at faldet i udlånsvæksten for små pengeinstitutter allerede blev indledt i begyndelsen af 2007, altså før den finansielle uro brød ud. Det er muligt, at små pengeinstitutter i højere grad end større pengeinstitutter er eksponeret over for mindre virksomheder, som kan være mere konjunkturfølsomme end store virksomheder.

Renteudviklingen har også været forskellig for store og mellemstore pengeinstitutter, hvor sidstnævnte har forhøjet deres udlånsrenter mest, jf. figur 13 (højre).<sup>3</sup> De mellemstore institutter har også forhøjet indlånsrenterne mere end de store. Det indikerer, at de mindre pengeinstitutter har været mere aktive med deres renteændringer for at tiltrække nye indlån og dæmpe væksten i udlån. Der er ikke observeret større stigninger i pengeinstitutternes gennemsnitsrenter, hvilket bl.a. skyldes, at de store institutter vejer mest i statistikken.

Strammere udlånsvilkår i takt med konjunkturafmatningen og den finansielle uro er en realitet, navnlig hos mindre pengeinstitutter, og det er en helt normal del af transmissionsmekanismen. Kapaciteten i det finansielle system er dog så stor, og erhvervslivets og husholdningernes økonomiske situation så god, at der i den nuværende situation ikke er tale om en egentlig kreditklemme, som forstærker nedgangen i mærkbart omfang.

PENGEINSTITUTTERNES UDLÅNSVÆKST OG -RENTER EFTER STØRRELSE

Figur 13



Anm.: Udlånsvækst og udlånsrenter er for alle modpartssektorer ekskl. MFler. Inddeling efter størrelse svarer til Finanstilsynets gruppe 1-3. Sidste observation er juli 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> Se fx IMF, World Economic Outlook, april 2008.

<sup>2</sup> Se en beskrivelse af kreditkanalen i Anders Mølgaard Pedersen, Kreditkanalen i pengepolitiske analyser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2003.

<sup>3</sup> De små pengeinstitutter indberetter ikke statistik for ind- og udlånsrenter.

manglende information om, hvilke banker der risikerede tab, og hvor store tab det drejede sig om. Det har vist behovet for internationale initiativer, der kan skabe større gennemsigtighed om risici i de enkelte banker. I det åbne brev understreger Nationalbanken og Finanstilsynet vigtigheden af at skabe gennemsigtighed om bankernes faktiske økonomiske styrke og dermed deres evne til at bære eventuelle tab.

I forbindelse med de nye kapitaldækningsregler, Basel II, skal de enkelte penge- og realkreditinstitutter gennemgå de samlede risici i insti-

tuttet med henblik på at vurdere, hvor meget kapital instituttet har behov for. Solvensbehovet kan være større end lovkravet om kapitaldækning på 8 pct. Nationalbanken og Finanstilsynet foreslår konkret i det åbne brev, at de europæiske regler ændres, så resultatet af penge- og realkreditinstitutternes vurdering af eget solvensbehov gøres tilgængeligt for investorer og kreditivere.

## DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

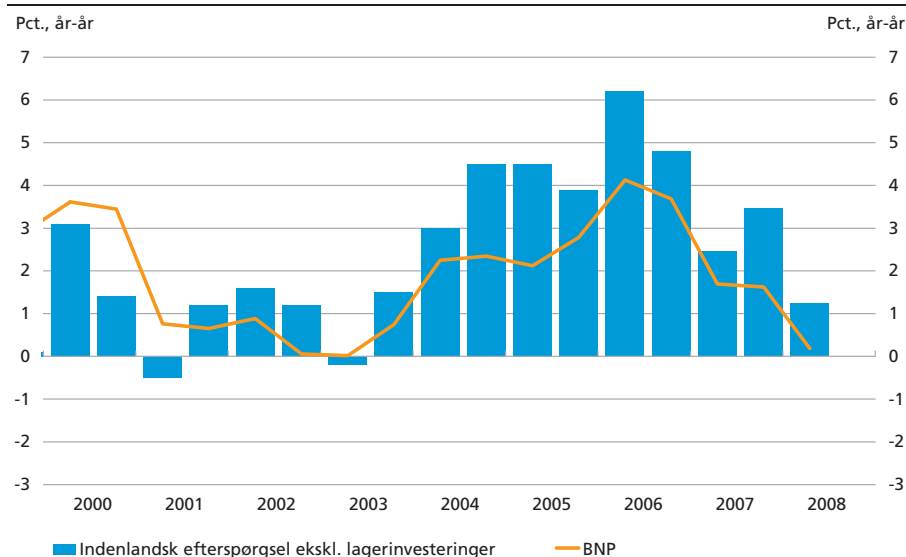
### Økonomisk aktivitet

Den økonomiske aktivitet er aftaget lidt i den forløbne del af året. Ifølge det foreliggende nationalregnskab faldt det sæsonkorrigerede bruttonationalprodukt, BNP, i mængder med 0,5 pct. fra 2. halvår sidste år til 1. halvår i år. Produktionen var dermed stort set uændret i forhold til samme periode sidste år, jf. figur 14. Væksten har været aftagende de seneste år, hvilket afspejler, at kapacitetsudnyttelsen i dansk økonomi har været så høj, at yderligere produktionsfremgang har været begrænset af mangel på arbejdskraft og kapital.

Den indenlandske efterspørgsel udviklede sig svagt i 1. halvår, hvor privatforbruget og de faste investeringer lå stort set fladt i forhold til 2. halvår 2007, mens det offentlige forbrug faldt med 0,5 pct. Eksporten viste fortsat fremgang. Udviklingen i det offentlige forbrug skal ses i

REAL VÆKST I BNP OG INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL

Figur 14



Anm.: Halvårsobservationer.  
Kilde: Danmarks Statistik.

lyset af strejkerne på det offentlige arbejdsmarked samt den sene vedtagelse af finansloven for 2008 i april i år.

Den svage udvikling i det private forbrug i 1. halvår skyldes bl.a., at renterne i samme periode har været stigende, ligesom stærkt stigende forbrugerpriser på bl.a. energi og fødevarer har bidraget ved at udhule købekraften af husholdningernes indkomster. Afmatningen på boligmarkedet med faldende boligpriser har også lagt en dæmper på forbruget. Den svage udvikling i privatforbruget genfindes i detailomsættningen og forbrugertilliden, som i august var meget lav. Bilsalget har derimod ligget solidt på et højt niveau i den forløbne del af året.

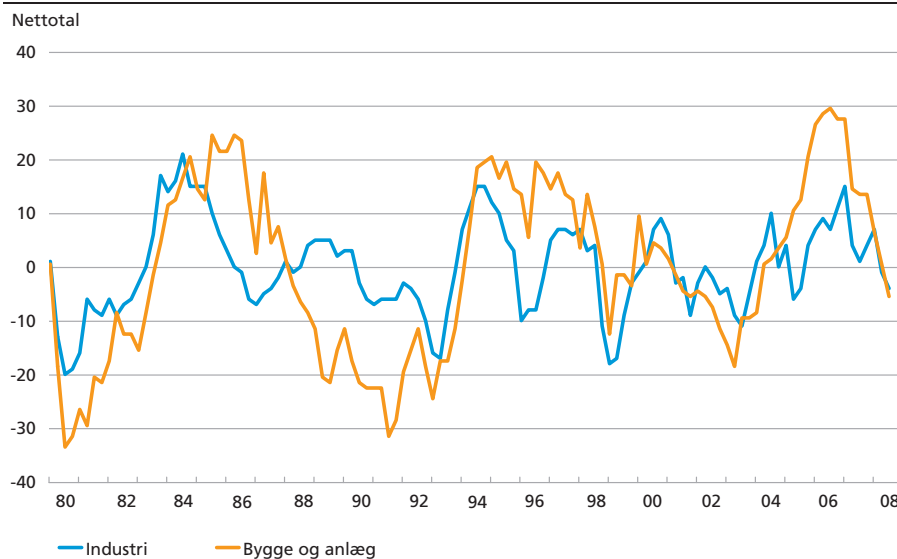
Husholdningerne har samlet set en solid økonomi. Formuestillingen er ganske vist blevet forringet det seneste års tid som følge af kapitaltab på boliger og aktier, men set i et længere perspektiv er forringelsen beskeden. Husholdningernes samlede formue ligger betydeligt over niveauet i 2003, hvor konjunkturopsvinget tog fart. Husholdningernes disponible realindkomst stiger pænt i år på trods af forøgede renteudgifter på lån og de højere priser på især energi og fødevarer. Til næste år er der udsigt til en stærkere indkomstfremgang som følge af bl.a. en betydelig reallønssstigning samt planlagte skattelettelser. Under ét ventes væksten i husholdningernes disponible realindkomst at blive 1,5 pct. i 2008 og 2,5 pct. i 2009.

Erhvervenes syn på fremtiden er generelt blevet mindre optimistisk. Ifølge Danmarks Statistiks konjunkturbarometre har erhvervstilliden inden for industrien og bygge- og anlægssektoren været faldende siden slutningen af 2006, hvor væksttempoet i dansk økonomi begyndte at aftage, jf. figur 15. En lignende udvikling er set inden for serviceerhvervene. Omsvinget i erhvervstilliden har været særlig tydelig inden for byggeriet, som er en af de mest konjunkturfølsomme sektorer. Konjunkturbarometrene anvendes typisk som indikatorer for udviklingen i aktiviteten over de kommende 3-6 måneder og beregnes med udgangspunkt i erhvervenes forventninger til bl.a. produktion, omsætning og/eller beskæftigelse. I de seneste måneder har erhvervenes tillidsindikatorer ikke ligget langt fra gennemsnittet over en længere historisk periode. Det afspejler, at erhvervene nu befinder sig i en mere normal situation med mere afdæmpede forventninger til fremtidig vækst i aktiviteten. Erhvervstilliden i industrien og bygge- og anlægssektoren er fortsat betydeligt mere positiv end under de to lavkonjunkturer i begyndelsen af henholdsvis 1980'erne og 1990'erne.

Dansk økonomi har i en årrække været præget af en meget stærk fremgang i den indenlandske efterspørgsel og et betydeligt kapacitetspres, hvor yderligere produktionsfremgang blev begrænset fra udbudssiden af virksomhedernes mangel på ikke mindst arbejdskraft. En sådan

KONJUNKTURBAROMETER FOR ERHVERVENE

Figur 15



Anm.: Kvartalsobservationer (1. måned i kvartalet, hvor månedsobservationer foreligger). Afvigelse fra historisk gennemsnit over perioden siden 1980. Sæsonkorrigeret. Sidste observation er 3. kvartal (juli) 2008.

Kilde: Danmarks Statistik.

situation er ikke mulig i længden, og den nuværende lave vækst er udtryk for en tilbagevenden til en mere holdbar situation, hvor efterspørgselspresset aftager, og virksomhederne gradvist nærmer sig en mere normal kapacitetsudnyttelse. Udviklingen er ikke udtryk for, at dansk økonomi er i en recession, endsige en lavkonjunktur, jf. boks 4. Den aktuelle konjunktursituation kan bedst karakteriseres som den sene fase af en højkonjunktur, hvor den økonomiske aktivitet ligger på et højt niveau, og der fortsat er pres på arbejdsmarkedet. Udviklingen tyder ikke på, at dansk økonomi vil blive ramt med stor styrke af den internationale konjunkturafmatning.

### Boligmarkedet

Ifølge Realkreditrådet faldt kvadratmeterprisen på parcel- og rækkehuse i 2. kvartal med 2,1 pct. i forhold til kvartalet før. Huspriserne har, når de opgøres for hele landet under ét, ligget forholdsvis stabilt siden begyndelsen af 2006, jf. figur 17. Det seneste år har priserne dog været svagt aftagende, og de lå i 2. kvartal 3,9 pct. under niveauet i 2. kvartal sidste år, hvor priserne på parcel- og rækkehuse toppede. Det er fortsat mere end 50 pct. over niveauet primo 2004, hvor priserne begyndte at stige kraftigt. Priserne på ejerlejligheder er på landsplan faldet noget mere end huspriserne. I 2. kvartal faldt ejerlejlighedspriserne i gennemsnit

## VURDERING AF KONJUNKTURCYKLER

Boks 4

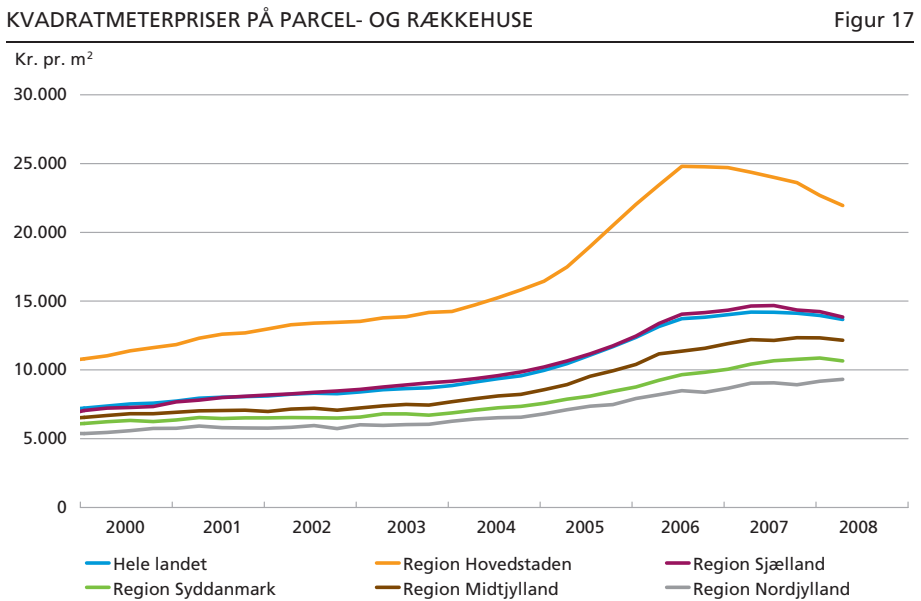
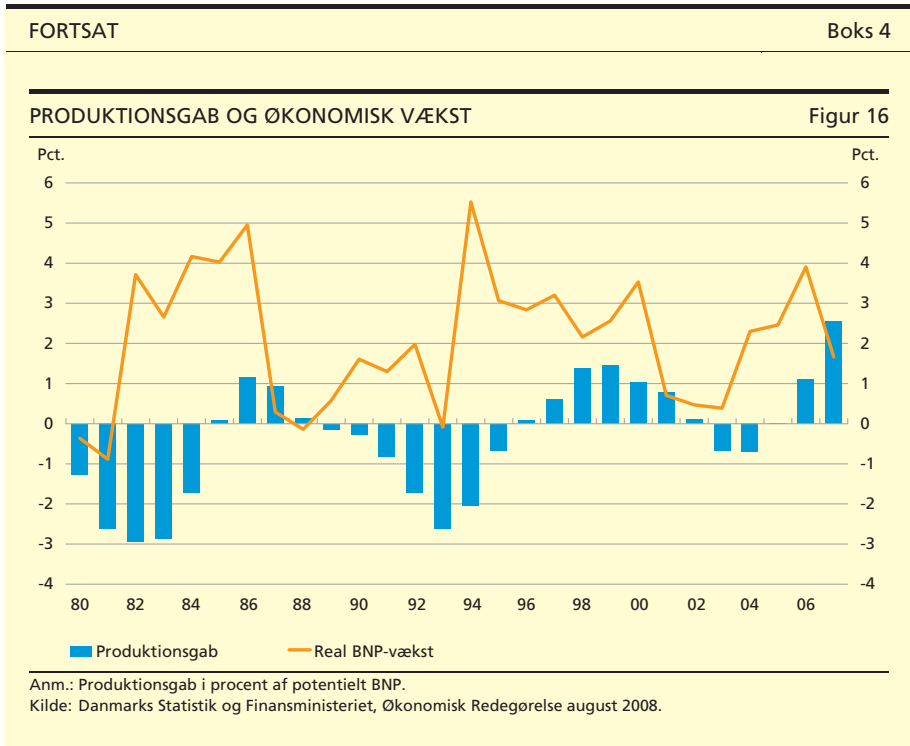
Danmarks Statistik offentliggjorde i juli et nationalregnskab, der viste, at den kvartalsvise vækst i BNP var negativ i både 4. kvartal 2007 og 1. kvartal 2008. Dette affødte en diskussion om, hvorvidt dansk økonomi var i en recession. Baggrunden var, at økonomien populært siges at være i en "teknisk recession", hvis væksten er negativ i (mindst) to kvartaler i træk. Det er en forenklet definition, som bl.a. anvendes hyppigt på de finansielle markeder. Danmarks Statistik har efterfølgende offentliggjort nationalregnskabet for 2. kvartal, som viser, at væksten i dette kvartal var positiv. Baseret på ovennævnte definition var det i givet fald en meget kortvarig recession. Det viser svaghederne ved definitionen. Mere generelt kræver en vurdering af økonomiens placering i konjunkturcyklen en bredere og mere grundig gennemgang af økonomiens tilstand.

I USA findes en "Business Cycle Dating Committee" under National Bureau of Economic Research, NBER, som officielt stadfæster top og bund i den amerikanske konjunkturcykel. For at der er recession, skal der være tale om et *betydeligt* fald i den økonomiske aktivitet *i bred forstand*. Dette måles ved anvendelse af en række forskellige indikatorer, hvoraf reelt BNP kun er én. Der ses også på bl.a. beskæftigelsen, de personlige indkomster og industriproduktionen, men uden en eksakt regel for, hvordan disse størrelser skal sammenvejes. Der er således et vist element af skøn. Anvendes NBERs definition, er konklusionen, at dansk økonomi ikke befinder sig i en recession i den nuværende situation. Nedgangen i BNP har været midlertidig og forholdsvis begrænset, beskæftigelsen er steget i den forløbne del af året, og de personlige indkomster stiger. Industriproduktionen viser heller ikke klare tegn på nedgang.

I en vurdering af konjunktursituationen er det også vigtigt at sondre mellem vækstrater og niveau for den økonomiske aktivitet. Ifølge NBER går begrebet recession udelukkende på en *nedgang* i aktiviteten, uden at niveauet for aktiviteten behøver at være lavt. En situation med lav økonomisk aktivitet (niveau) betegnes af NBER som "a slump", hvilket bedst kan oversættes med en lavkonjunktur. Aktivitetsniveauet kan måles på forskellige måder, hvor bl.a. ledighed og kapacitetsudnyttelse er centrale størrelser. Et ofte anvendt mål for kapacitetspresset og dermed aktivitetsniveauet er det såkaldte produktionsgab, der konkret opgøres som forskellen mellem det aktuelle produktionsniveau og det niveau, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på længere sigt. Det er oplagt, at dansk økonomi ikke befinder sig i en lavkonjunktur. Ledigheden har ikke været lavere siden 1970'erne, og ifølge Finansministeriets beregninger var produktionsgabets størrelse i 2007 på det højeste niveau i perioden siden 1980, jf. figur 16. Industriens kapacitetsudnyttelse ligger på et niveau, der stort set svarer til et historisk gennemsnit.

Den aktuelle konjunktursituation i Danmark kan bedst betegnes som den sene fase af en højkonjunktur, hvor aktiviteten i de seneste kvartaler er aftaget lidt fra et meget højt niveau. Der er fortsat et betydeligt kapacitetspres i økonomien med et stramt arbejdsmarked, og den gradvise tilpasning til en mere holdbar kapacitetsudnyttelse vil også fremadrettet trække i retning af forholdsvis lave økonomiske vækstrater.





Kilde: Realkreditrådet.

med 1,3 pct. i forhold til kvartalet før og lå dermed 13 pct. under toppunktet medio 2006. Priserne på fritidshuse har også haft en vigende tendens det seneste års tid, og de faldt i 2. kvartal med 2,1 pct. i forhold til kvartalet før.

Der er store regionale forskelle i prisudviklingen for parcel- og rækkehuse, jf. figur 17. De største prisfald ses fortsat på Sjælland og især i Hovedstadsområdet, mens huspriserne steg i 2. kvartal i region Nordjylland. Den seneste udvikling bekræfter billedet fra tidligere, at de største prisfald observeres i de dele af landet, hvor kvadratmeterpriserne er kommet højest op, mens prisudviklingen er mere stabil i de relativt billige dele af landet. I 2. kvartal var der dog en tendens til, at huspriserne faldt i flere dele af landet end tidligere.

Afmatningen på boligmarkedet ses fortsat i omsætningen. Antallet af handler ligger på et forholdsvis lavt niveau, og antallet af boliger til salg er højt, ikke mindst for parcel- og rækkehuse. Det viser sig som lang liggetid, fra boligen sættes til salg, til boligen rent faktisk bliver solgt. Antallet af tvangsauktioner har ligeledes været stigende. I august blev der bekendtgjort lidt under 300 tvangsauktioner, hvilket er noget højere end sidste år, men stadig lavt i et længere perspektiv. Til sammenligning lå det månedlige antal tvangsauktioner i omegnen af 1.700 under boligkrisen i begyndelsen af 1990'erne.

Den svage udvikling på boligmarkedet har sin baggrund i bl.a. den generelle afmatning i økonomien, stigende renter samt det forhold, at boligpriserne i visse dele af landet var kommet højt op. Boligmarkedet må fortsat ventes at udvikle sig svagt i den kommende tid i lyset af det store udbud af boliger til salg. Det stærke arbejdsmarked og husholdningernes solide økonomi lægger dog fremadrettet en bund under boligpriserne på landsplan.

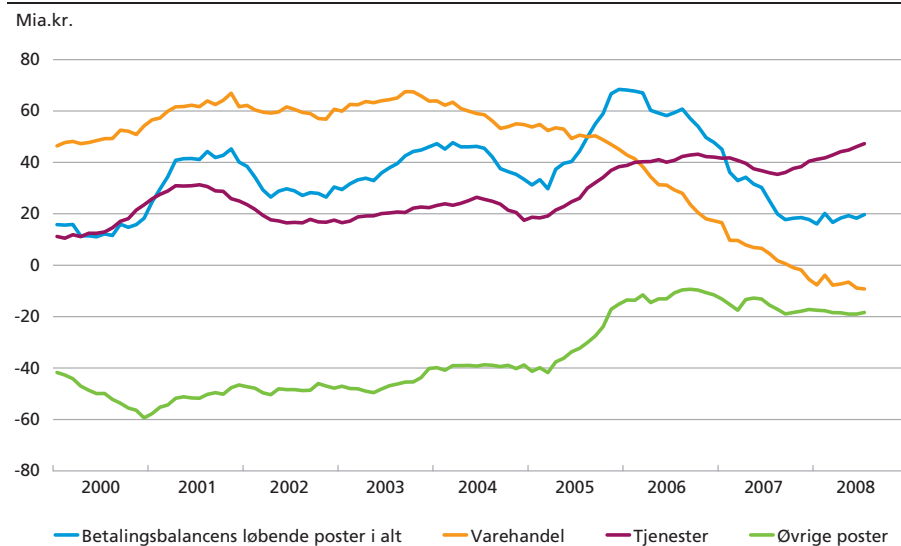
### **Udenrigshandel og betalingsbalance**

Trods den internationale vækstafmatning har vareeksporten udviklet sig solidt i den forløbne del af året. Især industrieksporten har vist fremgang, herunder eksporten til de traditionelt store eksportmarkeder Tyskland, Storbritannien og Norge. Brændselseksporten er også øget i lyset af den stigende oliepris. Eksporten må fremadrettet ventes at vise en mere afdæmpet udvikling i takt med vækstnedgangen hos vore samhandelspartnere, selv om ordreindgangen fra eksportmarkederne ligger på et højt niveau.

Væksten i importen af varer til såvel erhverv som forbrug er løjet af som følge af den afdæmpede indenlandske efterspørgsel. Udviklingen i eksporten og importen har betydet, at det månedlige sæsonkorrigerede handelsoverskud (ekskl. skibe mv.) fra april til juli har ligget på et niveau omkring 3-4 mia.kr., hvilket er noget højere end i begyndelsen af året.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 18



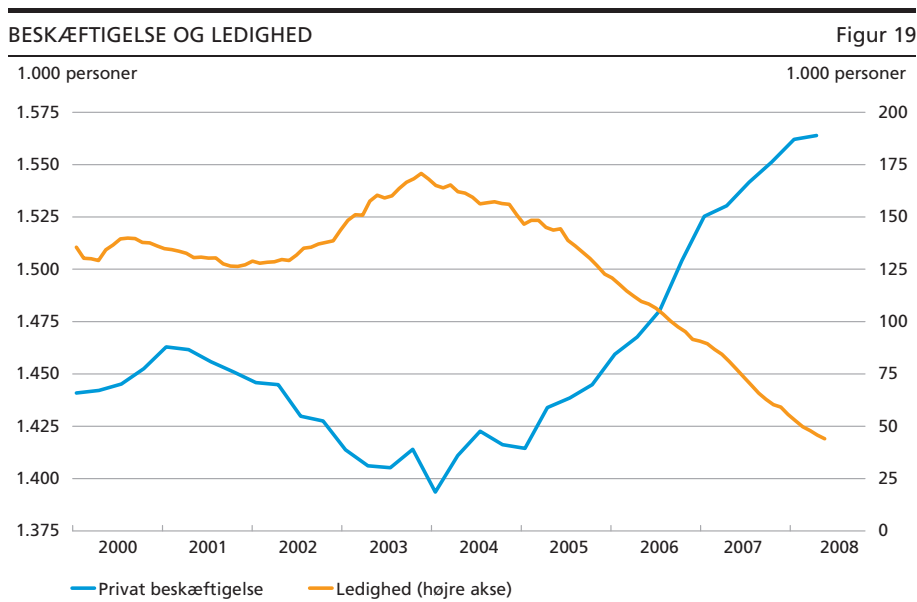
Anm.: Løbende 12-måneders sum. Sidste observation er juli 2008.

Kilde: Danmarks Statistik.

Betalingsbalancen har stabiliseret sig efter, at overskuddet på de løbende poster igennem 2006 og 1. halvår 2007 blev mærkbart forringet. For 12-måneders-perioden frem til juli er overskuddet på de løbende poster opgjort til 19,7 mia.kr., jf. figur 18. Stabiliseringen af betalingsbalanceoverskuddet afspejler først og fremmest, at forringelsen af varebalancen er ophørt. Det kan ses som udtryk for, at vækstnedgangen har været stærkere herhjemme end hos vore samhandelspartnere. Overskuddet på de løbende poster holdes oppe af store overskud på handlen med tjenester, herunder især søtransporten.

### Arbejdsmarkedet

Trods aftagende vækst i produktionen er arbejdsmarkedet fortsat stærkt. Den private beskæftigelse ligger på et meget højt niveau og er i den forløbne del af 2008 fortsat med at stige. Ifølge Danmarks Statistiks ATP-opgørelse var den private beskæftigelse i 2. kvartal knap 15.000 fuldtidspersoner eller 1 pct. højere end i 4. kvartal sidste år, jf. figur 19. Det kan især henføres til en tydelig beskæftigelsesfremgang i begyndelsen af året. Beskæftigelsen er først og fremmest steget inden for private serviceerhverv, herunder den finansielle sektor, mens den har ligget mere stabilt inden for industrien og bygge- og anlægssektoren. Ifølge ATP-opgørelsen faldt den offentlige beskæftigelse i 2. kvartal. Det hænger sammen med, at der ikke blev indbetalt ATP-bidrag under forårets arbejdskonflikt, og er ikke udtryk for den underliggende udvikling i den offentlige beskæftigelse.



Anm.: Fuldtidsbeskæftigelse baseret på ATP-opgørelsen. Sidste observation er 2. kvartal for beskæftigelsen og juli for ledigheden.

Kilde: Danmarks Statistik.

Ledigheden er fortsat med at falde. I juli var den sæsonkorrigerede ledighed 44.000 fuldtidspersoner svarende til 1,6 pct. af arbejdsstyrken. Det er det laveste niveau siden begyndelsen af 1970'erne. Ledigheden er i gennemsnit faldet med mere end 2.000 personer om måneden siden vendepunktet i slutningen af 2003, og denne udvikling er fortsat med næsten uændret tempo i de seneste måneder.

Der er fortsat indikationer på mangel på arbejdskraft inden for visse brancher, selv om vækstafdæmpningen har betydet, at manglen ikke er helt så udtalt som tidligere. Inden for industrien er andelen af virksomheder, der melder om mangel på arbejdskraft, tilbage på et mere normalt niveau. I byggeriet udgør denne andel knap 10 pct. Det er tydeligt lavere end tidligere under opsvinget, men dog fortsat højt i et længere historisk perspektiv. Ifølge Danske Jobindex ligger antallet af nye jobannoncer, der slås op på internettet, også fortsat på et højt niveau, selv om antallet er aftaget siden årsskiftet. I juli var antallet af nye stillingsannoncer ca. 32.000, hvilket skønmæssigt svarer til 48.000 ledige stillinger. Omfanget af ledige stillinger bekræftes af en undersøgelse fra Arbejdsmarkedsstyrelsen, som har undersøgt virksomhedernes rekrutteringssituation i de første måneder af året.<sup>1</sup> Det er især inden for de offentlige og private serviceerhverv, at virksomhederne har haft problemer med at

<sup>1</sup> Jf. Arbejdsmarkedsstyrelsen, Rekruttering 1. halvår 2008, som er en undersøgelse af virksomhedernes rekruttering af arbejdskraft i perioden fra ultimo 2007 til primo april 2008.

rekruttere arbejdskraft, og stillinger for såvel faglærte som ufaglærte er ikke blevet besat.

Beskæftigelsen og ledigheden reagerer sædvanligvis med en vis forsinkelse på en nedgang i aktiviteten. Det betydelige antal ubesatte stillinger tyder på, at ledigheden vil forblive meget lav et stykke tid endnu, men på lidt længere sigt må ledigheden ventes at stige gradvist til et mere holdbart niveau. Arbejdsmarkedet vil forblive stramt. Det afspejler, at befolkningsudviklingen i disse år trækker i retning af et fald i arbejdsstyrken, idet antallet af personer i de mest erhvervsaktive aldersgrupper reduceres. En begyndende stigning i ledigheden kan samtidig betyde, at erhvervsdeltagelsen mindskes, ikke mindst i de ældste aldersgrupper, ligesom bestanden af udenlandsk arbejdskraft kan aftage. Det lægger låg over stigningen i ledigheden. Hvis presset på arbejdsmarkedet skal begrænses yderligere, er det nødvendigt med reformer, der forøger udbuddet af arbejdskraft. Det er en udfordring, som dansk økonomi også står over for på længere sigt.<sup>1</sup>

### Løn og priser

Presset på arbejdsmarkedet afspejles i en stærk lønudvikling. Ifølge Dansk Arbejdsgiverforening (DA) var lønmodtagernes timefortjeneste i 2. kvartal 4,9 pct. højere end i samme kvartal året før, jf. figur 20. Det er en opgang i lønstigningstakten i forhold til 1. kvartal. Lønudviklingen var særligt stærk inden for de serviceprægede erhverv og industrien, hvor lønstigningstakterne i 2. kvartal var de højeste i løbet af dette opsving. Inden for byggeriet faldt lønstigningstakten til gengæld tydeligt fra et højt niveau i de forudgående kvartaler. Ifølge DA kan lønstigningstakten for 2. kvartal være overvurderet lidt, da der på tidspunktet for statistikkens indsamling var afsluttet flere lokale lønforhandlinger i år end på samme tidspunkt sidste år.

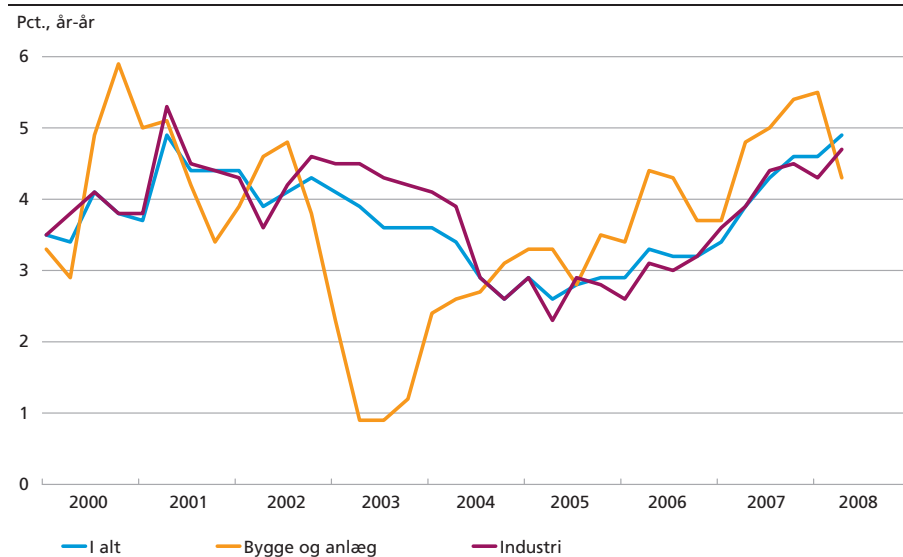
Den hastige lønudvikling lægger et pres på virksomhedernes internationale konkurrenceevne. I industrien har de danske lønstigninger ligget tydeligt over udviklingen hos vore samhandelspartnere i de senere år. Presset på den lønmæssige konkurrenceevne er blevet forstærket af, at kronen set over det seneste års tid er aprecieret mærkbart over for valutaerne hos vore samhandelspartnere. I 2. kvartal lå den reale effektive kronekurs baseret på timelønninger 4,5 pct. over niveauet i samme kvartal året før, svarende til en forringelse af den lønmæssige konkurrenceevne i samme størrelsesorden.

---

<sup>1</sup> Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Vækst, offentlige finanser og indvandring, i denne kvartalsoversigt diskuterer de udfordringer, som den demografiske udvikling stiller i forhold til fremtidig økonomisk vækst og finanspolitisk holdbarhed.

## LØNSTIGNINGER PÅ DA-OMRÅDET

Figur 20



Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening.

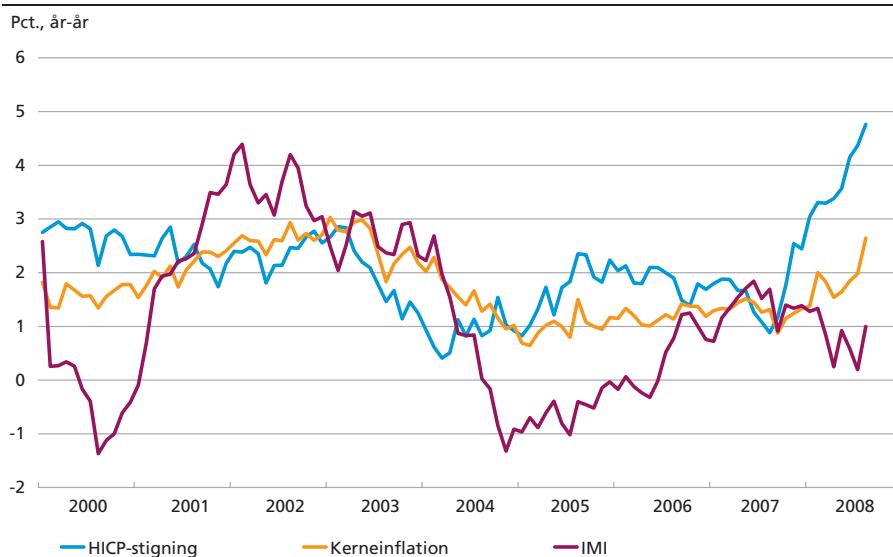
Forårets overenskomstresultater indebærer, at de offentligt ansatte får et mærkbart lønløft, og lønstigningerne på det offentlige område vil i løbet af året komme over 5 pct. Det er en væsentligt hurtigere lønudvikling end tidligere. I den nuværende situation, hvor de private lønstigninger i forvejen ligger højt i forhold til vore internationale konkurrenter, er det afgørende, at de offentlige lønstigninger ikke smitter af på lønudviklingen i den private sektor.

Forbrugerpriserne stiger hurtigt. Det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var i august 4,8 pct. højere end i samme måned året før. Prisstigningstakten er øget markant siden sensommeren 2007, og udviklingen er fortsat i de seneste måneder, jf. figur 21. Den stærke inflation afspejler først og fremmest de kraftigt stigende priser på energi og fødevarer. Kerneinflationen, der angiver udviklingen i HICP ekskl. energi og fødevarer, er dog også taget til. Kerneinflationen var i august 2,6 pct. år-til-år. Det var en klar stigning i forhold til måneden før og væsentligt højere end i sensommeren 2007.

Det indenlandske inflationspres har indtil videre været moderat, ikke mindst konjunktursituationen taget i betragtning. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, var i august 1,0 pct. år-til-år. Det var også en klar stigning i forhold til måneden før, men dog fortsat under niveauet i 2007 og begyndelsen af 2008. IMI adskiller sig fra kerneinflationen ved at rense for udviklingen i bl.a. importpriserne og visse administrerede priser, herunder husleje, og er et mål for udviklingen i de in-

FORBRUGERPRISSTIGNINGER OG INDENLANDSK INFLATION

Figur 21



Anm.: IMI: Indenlandsk markedsbestemt inflation. Kerneinflationen angiver stigningstakten i HICP ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak. Sidste observation er august 2008.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

denlandske lønomkostninger og avancer. Den forholdsvis lave IMI afspejler, at virksomhederne har reduceret avancerne. Virksomhederne lader i første omgang prisstigninger på produktionsfaktorer som fx energi slå igennem på avancerne frem for at overvælde omkostningsstigningerne fuldt ud i salgspriserne, jf. boks 5. Det betyder omvendt, at der fremadrettet må ventes et stærkere indenlandsk inflationspres i takt med, at virksomhederne genopretter avancerne.

### De økonomiske udsigter

Danmark befinder sig i slutningen af en højkonjunktur, hvor der fortsat er et stort pres på arbejdsmarkedet. Presset vil aftage i de kommende år i takt med, at ledigheden begynder at stige, men aktiviteten vil fortsat i en periode ligge over det niveau, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på længere sigt, jf. artiklen Dansk økonomi 2008-10. Forbrugerpriserne er steget hurtigt, og det er en afgørende forudsætning for en holdbar udvikling, at den stærke opgang i forbrugerpriserne ikke kanaliseres videre til lønudviklingen. Det fortsatte kapacitetspres i dansk økonomi skaber risiko for en løn-pris-spiral, der på sigt kan føre til en unødvendigt stor og langstrakt stigning i ledigheden. Den risiko forøges, hvis finanspolitikken stimulerer efterspørgslen i 2009. En økonomisk politik, der har som sin forudsætning at fastholde den nuværende lave ledighed, vil være i overhængende risiko for at mislykkes med betydelige samfundsøkonomiske og personlige omkostninger til følge.

## PRISUDVIKLINGEN

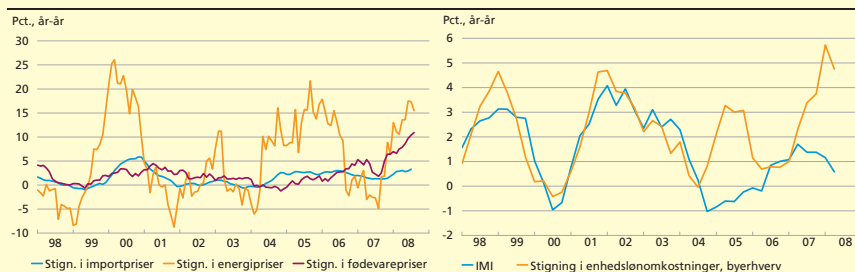
Boks 5

Prisstigningstakten er øget markant fra lavpunktet på 0,9 pct. år-til-år i august 2007 til 4,8 pct. år-til-år i august 2008. Det er ikke alene et dansk fænomen, men er udtryk for, at der globalt har været et stort og stærkt stigende inflationspres.

Baggrunden for den stærke stigning i det samlede forbrugerprisindeks er først og fremmest de kraftigt stigende priser på energi- og fødevarer, jf. figur 22 (venstre). Råolieprisen målt i kroner blev næsten fordoblet fra begyndelsen af 2007 til august 2008, og nettoprisen (forbrugerprisen ekskl. afgifter) på energivarer under ét steg i samme periode omkring 20 pct. At råolieprisstigningerne ikke slår igennem 1:1 på de danske energipriser skyldes, at energipriserne også omfatter priserne på fx elektricitet og fjernvarme, der ikke i samme grad påvirkes af de internationale oliepriser. Fødevarerpriserne er steget omkring 10 pct. siden sidste efterår som følge af mærkbart højere internationale råvarepriser. Prisstigningerne på importerede varer er også øget i forhold til sidste år, og år-til-år stigningstakten for importpriserne har i det meste af 2008 ligget i omegnen af 3 pct.

## NETTOPRISER, IMI OG ENHEDSLØNOMKOSTNINGER

Figur 22



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit af stigning i enhedslønoms-kostninger i byhverv (højre).

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den samlede prisstigningstakt er blevet holdt nede af en moderat indenlandsk markedsbestemt inflation, IMI, jf. figur 22 (højre). IMI er et mål for prisudviklingen på værditilvæksten i de indenlandske brancher, som producerer og leverer varer og tjenesteydelser til forbrugerne. Dermed fanger IMI udviklingen i de danske lønoms-kostninger og avancer.

Det forholdsvis lave niveau for IMI kan ikke henføres til udviklingen i lønoms-kostningerne, idet lønstigningstakten har været høj, uden at produktivitetsudviklingen ifølge det foreliggende nationalregnskab har været tilsvarende stærk. Det har givet en tydelig opgang i enhedslønoms-kostningerne, der ikke genfindes i IMI. I stedet afspejler den lave IMI formentlig, at virksomhederne har reduceret avancerne, idet stigningen i omkostningerne til bl.a. energi ikke i første omgang er sendt videre til kunderne i form af højere priser. Et tilsvarende mønster sås i 2004-06 og 1999-2000, hvor en opgang i prisstigningerne på energi og importerede varer var sammenfaldende med et fald i IMI.

Fremadrettet må avancerne forventes genoprettet, hvilket vil bidrage til at hæve det indenlandske inflationspres. Det er også set tidligere, fx i 2001-03 og i mindre grad i 2006-07, hvor inflationsbidraget fra IMI steg efter energi- og importprisstigningernes ophør. Udsigterne for prisudviklingen den kommende tid er nærmere behandlet i artiklen Dansk økonomi 2008-10.



---

# Dansk økonomi 2008-10

---

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

I det følgende gennemgås Nationalbankens prognose for den danske økonomi i årene 2008-10. Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA<sup>1</sup> og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 2. kvartal 2008<sup>2</sup>.

Den danske økonomi er bremset op det seneste år efter nogle år med høj vækst. Højere renter og svækkelsen af boligmarkedet har bidraget til at dæmpe boliginvesteringerne og det private forbrug. Samtidig er tempoet i verdensøkonomien blevet lavere bl.a. som følge af uroen på de finansielle markeder og høje råvarepriser. Afdæmpningen af væksten i Danmark ventes at fortsætte i de kommende år. I prognosen aftager den årlige fremgang i BNP gradvist fra 1,7 pct. i 2007 til 0,5 pct. i 2010, jf. tabel 1.

Kapacitetspresset i den danske økonomi har efter den kraftige fremgang siden 2003 nået et højere niveau end i euroområdet og USA, og afdæmpningen ser tilsvarende ud til at blive kraftigere. Ligesom i 2007 skønnes BNP-væksten således også i 2008 at blive mindre end i disse to områder, jf. figur 1. I 2009 er vækstsårene stort set på linje, men hvor det skønnes at være et lavpunkt for væksten i euroområdet og USA, fortsætter afmatningen i den danske økonomi yderligere lidt i 2010.

Opbremningen er endnu ikke slået igennem på arbejdsmarkedet i nævneværdigt omfang. Beskæftigelsen er rekordhøj efter den kraftige stigning de senere år, og ledigheden er faldet støt til et niveau klart under det, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling, uden tegn på afbøjning endnu. Manglen på arbejdskraft er aftaget på nogle områder, fx byggeriet og industrien, men er udtalt inden for mange serviceerhverv, herunder i den offentlige sektor, så kapacitetspresset er fortsat meget stort. Produktionsgab, som måler forskellen mellem faktisk BNP og BNP ved en normal udnyttelse af produktionsressourcerne, toppede i 2007, men vurderes også i 2008 at ligge højere end under de seneste højkonjunkturer.

---

<sup>1</sup> Modellen er beskrevet i *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, Danmarks Nationalbank, 2003.  
<sup>2</sup> Beregningerne er baseret på statistisk information til og med primo september 2008.

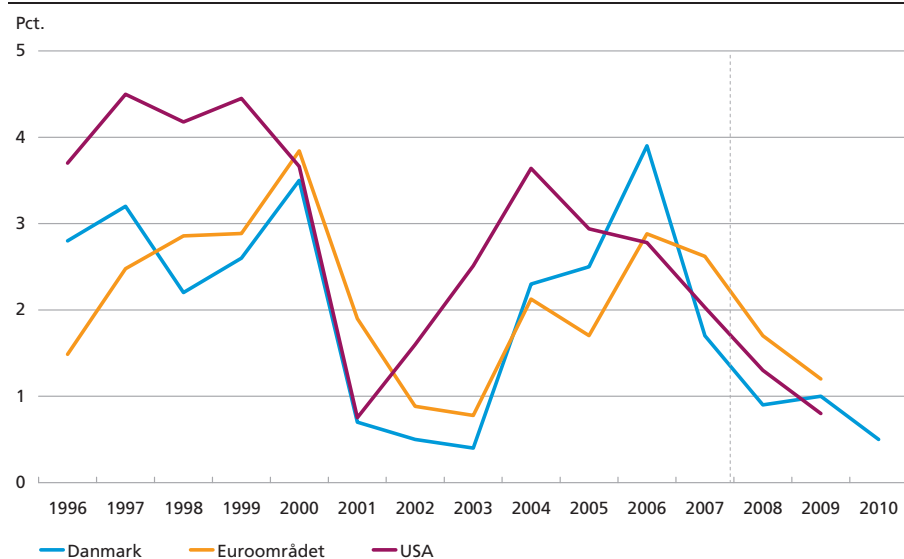
CENTRALE ØKONOMISKE VARIABLER				Tabel 1
Realvækst i forhold til året før, pct.	2007	2008	2009	2010
BNP .....	1,7	0,9	1,0	0,5
Privat forbrug .....	2,3	1,8	1,1	0,7
Offentligt forbrug .....	1,6	1,8	1,6	1,4
Boliginvesteringer .....	4,5	-1,4	-5,9	-3,3
Offentlige investeringer .....	-9,0	2,2	3,8	3,5
Erhvervsinvesteringer .....	9,1	0,9	-0,9	-0,9
Lagerinvesteringer <sup>1</sup> .....	-0,4	-0,1	0,0	-0,2
Eksport .....	1,9	2,4	1,2	2,0
Industrieksport .....	2,1	1,0	2,6	2,7
Import .....	3,8	3,3	0,4	1,5
Forbrugerpriser, pct. år-år .....	1,7	3,8	2,6	1,9
Ledighed, 1.000 personer .....	77,4	47,3	60,4	95,3
Betalingsbalance, pct. af BNP .....	1,0	1,3	2,0	2,5
Offentlig saldo, pct. af BNP .....	4,8	3,8	2,9	1,6
Timeløn, pct. år-år .....	3,9	4,6	4,7	4,2

<sup>1</sup> Bidrag til BNP-vækst.

Den indenlandske efterspørgsel har udviklet sig svagt i de seneste kvartaler efter nogle år med høje vækstrater. Således er både forbruget og investeringerne i den private sektor gået tilbage i den forløbne del af 2008, mens eksporten gik tydeligt frem. Den afdæmpede udvikling i den indenlandske efterspørgsel fortsætter i fremskrivningen, samtidig med at eksportvæksten også reduceres i lyset af pres på konkurrenceevnen og svage økonomiske udsigter hos vore handelspartnere. Det reducerer

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



Anm.: Efter den stiplede linje er der tale om skøn.

Kilde: Danmarks Statistik, EcoWin, IMF World Economic Outlook juli 2008 update og egen prognose.

gradvist produktionsgab og dæmper samtidig importvæksten betydeligt.

Lønstigningerne er taget til de seneste år som en konsekvens af det stramme arbejdsmarked. Stigningerne er klart højere end hos de fleste af vore handelspartnere, og produktivitetsudviklingen har været svag, så presset på konkurrenceevnen er øget. Det ventes at fortsætte i de nærmeste år, hvor presset på arbejdsmarkedet kun aftager gradvist. Forbrugerpriserne er accelereret siden 3. kvartal 2007 primært som følge af store prisstigninger på energi og fødevarer, men holdt nede af den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, som afspejler udviklingen i lønninger og avancer. På den baggrund er det ikke givet, at en fortsættelse af de seneste måneders moderate prisfald på de internationale råvaremarkeder fra et højt niveau afgørende sænker stigningerne i de danske forbrugerpriser. Det er nærmere behandlet i boks 1, som ud over at vurdere risikoen for et fortsat højt løn- og prispres også ser på risikoen for et kraftigere tilbageslag, hvis nedgangen i enten det private forbrug, investeringerne eller den internationale økonomi bliver dybere.

---

**ALTERNATIVE SCENARIER**
**Boks 1**

Udsigterne for den internationale økonomi fremstår svagere end sidst, og i forhold til marts-prognosen er det centrale skøn for eksportmarkedsvæksten i denne prognose reduceret. Samtidig er den indenlandske efterspørgselsvækst på vej ned, og de seneste måneders nøgletal tyder på, at afdæmpningen er kraftigere end skønnet i marts. Fremadrettet ventes afdæmpningen at fortsætte, og forbrugs- og investeringskvoterne aftager i prognosen.

Vurderingen af den internationale afmatning og afdæmpningen af den indenlandske efterspørgselsvækst er i sagens natur usikker. De mulige konsekvenser af en kraftigere international nedgang og en hurtigere reduktion i forbrugs- og investeringsvæksten herhjemme end i prognosens centrale skøn illustreres i det følgende ved opstilling af et alternativt scenario. I det alternative scenario er eksportmarkedsvæksten lavere fra og med 3. kvartal 2008, og forbrugs- og (materiel-)investeringskvoterne aftager hurtigere, og med de ændrede forudsætninger fås fremadrettet et anderledes forløb end i prognosen (grundforløbet).

Den svagere efterspørgselsvækst i alternativscenariet fører til en lavere BNP-vækst i 2009, og i 2010 falder BNP med 0,3 pct., jf. tabellen nedenfor. Det medfører en hurtigere opgang i ledigheden, som i 2010 når op på 117.000 i gennemsnit over året mod 95.000 i grundforløbet. Betalingsbalanceoverskuddet bliver lidt større på trods af afdæmpningen af eksportmarkedsvæksten, idet importvæksten falder til under nul i 2009 og 2010, hvor erhvervsinvesteringerne falder, og det private forbrug udvikler sig svagt.

De seneste måneders HICP-inflation, der i august nåede 4,8 pct. år-til-år, som følge af kraftige prisstigninger på energi og fødevarer indebærer en risiko for et højere prispres fremadrettet. Væksten i husholdningernes indkomster er blevet udhulet af de høje prisstigninger, og mange virksomheders avancer er blevet presset af bl.a. energi-

---

## FORTSAT

Boks 1

prisstigningerne. Dermed er der risiko for såkaldte anden runde-effekter, hvor prisstigningerne på energi og fødevarer breder sig til lønudviklingen og andre varer, såvel indenlandsk producerede som importerede. For IMI er det således en normal tendens, at niveauet er forholdsvis højt, når energi- og importprisstigningerne er lave.

I et andet alternativt scenario ses derfor på et forløb, hvor IMI løftes fra og med 3. kvartal 2008, og timelønnen stiger lidt mere end i prognosens centrale skøn. Samtidig antages, at prisudviklingen på fødevarer og importerede varer fremadrettet bliver lidt kraftigere end i det centrale skøn.

Det højere pris- og lønpres viser sig i HICP-inflationen allerede i år, hvor inflationen forbliver over 4 pct. år-til-år også i 4. kvartal. Inflationen aftager efterfølgende gradvist, men betydeligt langsommere end i grundforløbet, til 2,7 pct. i 2010. De højere prisstigninger udhuler fremgangen i husholdningernes disponible realindkomst uanset det forudsatte løft i lønstigningstakten, og væksten i det private forbrug bliver tydeligt lavere end i prognosen. Afdæmpningen af efterspørgselsvæksten fører til lavere BNP-vækst, og ledigheden er i 2010 omkring 4.000 personer højere. Betalingsbalancen er uændret, idet effekten af stigningen i importpriserne og forværringen af konkurrenceevnen opvejes af et fald i importmængden.

I det sidste scenario, som kombinerer lavere efterspørgselsvækst og højere pris- og lønpres, bliver BNP-væksten markant lavere end i prognosens centrale skøn – i 2009 vokser BNP kun med 0,3 pct., og i 2010 falder BNP med 0,4 pct. Det afspejler, at de højere prisstigninger forstærker den forudsatte afdæmpning af efterspørgslen. Forløbet indebærer også en kraftig stigning i ledigheden, som mere end fordobles fra sit nuværende niveau til 121.000 i 2010. HICP-inflationen er tydeligt højere end i grundforløbet, og overskuddet på betalingsbalancens løbende poster når højere op, da tendensen til hurtigere afdæmpning af efterspørgslen i Danmark end i udlandet er stærkere.

## ALTERNATIVE SCENARIER

Tabel

	Grundforløb	1: Svagere efterspørgselsvækst	2: Øget pris- og lønpres	Samlet, 1+2
<b>2008</b>				
BNP, pct. år-år .....	0,9	0,8	0,8	0,8
Ledige, 1.000 personer .....	47	48	47	47
Betalingsbalance, mia.kr. ....	23	23	21	21
HICP, pct. år-år .....	3,8	3,8	4,0	4,0
<b>2009</b>				
BNP, pct. år-år .....	1,0	0,5	0,8	0,3
Ledige, 1.000 personer .....	60	67	61	68
Betalingsbalance, mia.kr. ....	36	37	36	37
HICP, pct. år-år .....	2,6	2,6	3,6	3,6
<b>2010</b>				
BNP, pct. år-år .....	0,5	-0,3	0,4	-0,4
Ledige, 1.000 personer .....	95	117	99	121
Betalingsbalance, mia.kr. ....	47	51	47	52
HICP, pct. år-år .....	1,9	1,8	2,7	2,7

I næste afsnit gennemgås ændringerne i prognosen i forhold til prognosen fra marts 2008. Derefter følger en mere detaljeret gennemgang af prognosen, herunder de bagvedliggende antagelser.

## REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Skønnet for BNP-væksten i 2008 er justeret ned i forhold til den seneste prognose fra marts 2008, jf. tabel 2. Det kan primært relateres til, at væksten i de forløbne kvartaler af 2008 ifølge det foreliggende nationalregnskab har været svagere end ventet med tilbagegang i den indenlandske efterspørgsel. Fremadrettet er forskellene mindre. Faldet i ledigheden har de seneste måneder været større end ventet, så presset på arbejdsmarkedet er lidt større i udgangspunktet, og vendingen i ledigheden ventes nu først i 4. kvartal 2008. Betalingsbalanceoverskuddet er opjusteret noget bl.a. i lyset af oprevidering af saldoen i de sidste kvartaler af 2007 og udviklingen i indeværende år.

Forbrugerpriserne er steget mere siden foråret end ventet i marts, og skønnet for forbrugerpriserne er derfor løftet i 2008 og 2009. De fremadrettede stigningstakter er ikke meget forskellige fra marts-prognosen.

## ANTAGELSER I FREMSKRIVNINGEN

Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken, jf. tabel 3.

### International økonomi

Væksten i verdensøkonomien er aftaget det seneste år efter en periode med stor fremgang. Afdæmpningen kan henføres til højere råvarepriser, svækkede boligmarkeder i flere lande og følgevirkninger af uroen på de finansielle markeder. Hidtil har afdæmpningen været mest udtalt i USA, men den er nu også blevet tydelig i en række andre af de lande, som Danmark handler mest med. Vækstudsigterne for Danmarks vigtigste samhandelslande er samlet set forværret siden prognosen fra marts, så

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Tabel 2

	Faktisk	Denne prognose			Seneste prognose		
	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
BNP, pct. år-år .....	1,7	0,9	1,0	0,5	1,9	1,0	0,4
Ledige, 1.000 personer .....	77,4	47,3	60,4	95,3	54,9	65,7	95,2
Betalingsbalance, mia.kr. .	17,8	23,0	35,7	46,8	1,8	6,4	19,2
HICP, pct. år-år .....	1,7	3,8	2,6	1,9	3,3	2,4	2,0

Anm.: Seneste prognose blev offentliggjort i marts 2008.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 3
	2007	2008	2009	2010
<i>International økonomi</i>				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år .....	7,9	6,0	5,7	5,9
Pris på eksportmarkedet, pct. år-år .....	0,4	1,8	2,6	2,0
Udenlandsk pris, pct. år-år .....	0,9	2,3	3,7	2,0
Udenlandsk timeløn, pct. år-år .....	2,3	3,3	2,8	3,0
<i>Finansielle forhold mv.</i>				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a. ....	4,1	4,5	4,3	4,2
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. ....	4,7	5,0	5,2	5,2
Effektiv kronekurs, 1980 = 100 .....	103,2	105,9	105,7	105,7
Dollarkurs, DKK pr. USD .....	5,4	4,9	5,1	5,1
Oliepris, Brent, USD pr. tønde .....	72,7	113,7	118,9	119,5
<i>Finanspolitik</i>				
Offentligt forbrug, pct. år-år .....	1,6	1,8	1,6	1,4
Offentlige investeringer, pct. år-år .....	-9,0	2,2	3,8	3,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer .....	825,7	824,2	831,8	834,1

eksportmarkedsvæksten i fremskrivningen er revideret ned til et niveau, der er lavere end gennemsnittet over en længere årrække.

Pristigningerne på udenlandske varer importeret til Danmark ventes at tiltage den nærmeste tid som reaktion på de højere råvarepriser. Det samme gælder pristigningerne på industriens eksportmarked. Lønstigningerne i udlandet skønnes at toppe i indeværende år for herefter at aftage som følge af den lavere økonomiske vækst.

### Renter, valutakurser og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurverne på de finansielle markeder. Den korte rente er steget siden udgangen af 2005 og falder lidt i fremskrivningen. Den lange rente er også steget siden 2005 og nåede i 2. kvartal 2008 lidt over 5 pct. I fremskrivningen forbliver den lange rente tæt på dette niveau.

Kronen er de seneste år blevet styrket væsentligt i forhold til vores samhandelspartners valutaer, særligt i forhold til dollar, så den nominelle effektive kronekurs er steget. Efter at have ligget lidt højere fra medio marts til primo august var den effektive kronekurs ultimo august omtrent på samme niveau som i marts-prognosen. I fremskrivningen holdes dollarkursen og den effektive kronekurs konstant på niveauet ultimo august.

Prisen på olie faldt fra et højt niveau fra juli til udgangen af august, hvor prisen på en tønde olie var ca. 112 dollar. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurespriserne, der stiger svagt fra det aktuelle

niveau. Olieprisen i denne prognose er omkring 20 pct. højere end i prognosen fra marts.<sup>1</sup>

### **Finanspolitiske forudsætninger**

Finanspolitikken i prognosen afspejler den tilrettelagte finanspolitik, som er præsenteret i Økonomisk Redegørelse august 2008. Det offentlige forbrug ventes at stige 1,8 pct. i år og henholdsvis 1,6 og 1,4 pct. i 2009 og 2010 i reale termer. Væksten i det offentlige forbrug i prognosen kan hovedsageligt tilskrives større udgifter til køb af varer og tjenester. Faldet i den offentlige beskæftigelse i 2008 kan henføres til strejkerne i 2. kvartal. Det offentlige forbrug vokser mere end skønnet i Økonomisk Redegørelse, hvilket afspejler tendensen til overskridelse af måltallet. De offentlige investeringer stiger i prognoseperioden med gennemsnitligt ca. 3 pct. om året, og samlet set ventes finanspolitikken at stimulere den økonomiske aktivitet i 2008-10.

## **PROGNOSE FOR DANSK ØKONOMI 2008-10**

---

### **Produktion og beskæftigelse**

Den økonomiske vækst er dæmpet siden 2004-06, hvor produktionen i gennemsnit voksede med knap 3 pct. om året. I 2007 faldt stigningstakten til 1,7 pct., og i prognoseperioden dæmpes væksten yderligere. Af-dæmpningen kan ses som en normal reaktion efter en periode med høj vækst og tiltagende løn- og prispress.

Den stærke fremgang i 2004-06 har medført, at presset på produktionsressourcerne er taget til, og produktionsgabets størrelse er vokset til et højt niveau. Da efterspørgslen fra både ud- og indland taber tempo, letter presset i den kommende tid, og mod prognosens slutning skønnes produktionsgabets størrelse at være lukket.

Det store kapacitetspres i udgangssituationen understreges af, at arbejdsløsheden er fortsat med at falde og er betydeligt under det niveau, som skønnes at være foreneligt med en stabil pris- og lønudvikling på mellemlangt sigt. I prognosen bunder arbejdsløsheden i 2008, hvorefter den stiger, efterhånden som virksomhederne begynder at tilpasse antallet af ansatte til den lavere fremgang i efterspørgslen. Arbejdsløsheden vil fortsætte med at ligge under det strukturelle niveau frem til 2010, så arbejdsmarkedet forbliver stramt et stykke tid endnu.

Arbejdsstyrken i prognosen falder med 9.000 personer, jf. tabel 4. Det afspejler både, at der bliver færre personer i de mest erhvervsaktive aldersgrupper, og at ringere beskæftigelsesmuligheder ventes at få flere

---

<sup>1</sup> Efter prognosens skæringsdato er olieprisen faldet yderligere, mens kronen er svækket over for dollar.

ARBEJDSMARKEDET				Tabel 4
1.000 personer, årsgennemsnit	2007	2008	2009	2010
Beskæftigede i alt .....	2.814	2.835	2.818	2.779
Heraf i den private sektor .....	1.988	2.011	1.987	1.945
Ledige .....	77	47	60	95
Arbejdsstyrke .....	2.891	2.883	2.879	2.874

til at forlade arbejdsstyrken. Det vil sige, at erhvervsfrekvensen falder. De seneste års gode beskæftigelsesmuligheder har trukket flere ind i arbejdsstyrken, og det ventede fald kan ses som en tilbagevenden til et mere normalt niveau.

Med lav ledighed og faldende arbejdsstyrke bliver produktivetsfremskridtene afgørende for, hvor meget den danske produktion kan udvides de nærmeste år. Produktiviteten, målt som produktion pr. beskæftiget, faldt i 1. halvår 2008 ifølge det foreliggende nationalregnskab. Det dækker over, at beskæftigelsen fortsatte med at stige, mens produktionen aftog. I prognosen ventes den lavere fremgang i den økonomiske aktivitet efterhånden at forplante sig til arbejdsmarkedet, og beskæftigelsen falder med 56.000 personer svarende til 2 pct. fra 2008 til 2010. Da produktionen samtidig vokser svagt, løfter den årlige fremgang i produktiviteten sig igen og kommer op omkring det gennemsnitlige niveau siden 1990, som er ca. 1,8 pct.

### Lønninger og priser

Faldet i ledigheden til et meget lavt niveau har ført til en markant opgang i lønstigningstakten siden 2005. Med et fortsat pres på arbejdsmarkedet og høje forbrugerprisstigninger ventes de årlige lønstigninger i industrien at nå over 4,5 pct. både i år og næste år. Mod slutningen af prognosen, hvor ledigheden nærmer sig sit strukturelle niveau, aftager lønstigningerne til omkring 4 pct., jf. tabel 5.

Lønstigningerne i euroområdet ser ud til at være tiltaget tydeligt i år, men uden at nå op på det danske niveau. I fremskrivningen medvirker den økonomiske afdæmpning til, at lønudviklingen i euroområdet og hos vore handelspartnere under ét forbliver moderat. Dermed er der udset til, at timelønnen i industrien fortsat vil vokse hurtigere end i udlan-

LØNNINGER MV. I BYERHVERV				Tabel 5
Pct., år-år	2007	2008	2009	2010
Timeløn .....	3,9	4,6	4,7	4,2
Lønomsstigninger pr. time .....	4,7	4,0	4,8	4,1
Timeproduktivitet .....	0,9	-0,3	1,5	2,1
Lønkvote, pct. af bruttoværditilvækst .....	65,9	67,8	68,5	67,9



det. Lønkonkurrenceevnen forværres yderligere i prognoseperioden, og det følges af et fald i den danske markedsandel på eksportmarkederne.

Lønomkostningerne pr. time ventes fremadrettet at udvikle sig på linje med lønnen i fravær af større ændringer i virksomhedernes øvrige arbejdsmkostninger. Lønomkostningerne pr. produceret enhed øges i fremskrivningen, da timeproduktiviteten ikke stiger lige så meget som lønomkostningerne pr. time.

Den ventede stigning i priserne på de producerede varer dækker i 2008 og 2009 ikke helt de stigende lønomkostninger pr. enhed, og det giver sig udslag i en fortsat stigning i lønkvoten. Fremgang i lønmodtagernes andel af den samlede værditilvækst er normalt i en situation med stort pres på arbejdsmarkedet. I prognosens sidste år, hvor presset er aftaget, falder lønkvoten lidt tilbage.

Prisstigningerne er tiltaget markant siden sidste efterår, og i august 2008 var den årlige stigning i forbrugerpriserne 4,8 pct. målt med HICP-indekset. Den højere prisstigningstakt kan især tilskrives en markant opgang i energi- og fødevarerpriserne. Samtidig er prisudviklingen blevet stærkere for importerede varer og husleje.

Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, har ligget på et lavt niveau i år. Det afspejler den normale tendens til, at IMI udvikler sig svagt, når import- og energipriserne accelererer, fordi virksomhederne ikke fuldt ud sender prisstigningerne videre til forbrugerne, jf. boks 5, side 28. Fremadrettet forventes avancerne genoprettet, og det bidrager til at hæve det indenlandske prispres, der vurderes at være betydeligt som følge af de højere lønomkostninger og kraftigt stigende priser på indenlandsk vareforsyning.

De nærmeste måneder ventes en fortsat høj prisstigningstakt som følge af de høje energi- og fødevarerpriser samt tiltagende prisstigninger på importerede varer og opgangen i IMI, jf. tabel 6. Herefter falder årsstigningstakten noget tilbage, efterhånden som de høje energi- og fødevarerprisstigninger fra efteråret 2007 falder ud af beregningen.

Energipriserne stiger mærkbart svagere i 2009 og 2010 end i år, bl.a. fordi olieprisen ventes at være stort set uændret, jf. tabel 3. Samtidig stiger fødevarerpriserne også klart langsommere. På den anden side ventes genopretningen af avancerne og de højere lønstigninger at føre til en forøgelse af den indenlandsk markedsbestemte inflation, og stigningstakten i det samlede forbrugerprisindeks falder kun gradvist. Mod slutningen af prognosen når inflationen igen under 2 pct.

### **Den indenlandske efterspørgsel**

Privatforbruget udviklede sig svagt i 1. halvår 2008, og for året som helhed ventes en stigning på 1,8 pct. i forhold til sidste år. Det er noget

FORBRUGERPRISER						Tabel 6					
Pct., år-år	Vægt <sup>1</sup>	2007	2008	2009	2010	2008					
						2. kv.	3. kv.	4. kv.	aug.	sep.	okt.
HICP .....		1,7	3,8	2,6	1,9	3,7	4,6	3,6	4,8	4,5	4,0
Nettoprisindeks ...	100,0	1,9	3,9	2,8	2,0	3,9	4,5	3,9	4,7	4,4	4,3
Eksogene:											
Energi .....	7,1	0,5	13,4	3,7	0,9	14,9	15,6	11,6	15,5	14,1	16,8
Fødevarer .....	14,4	4,3	8,1	2,3	0,9	8,7	10,4	6,2	10,9	9,8	7,6
Adm. priser .....	4,7	0,6	3,7	4,9	3,8	4,0	3,9	4,6	3,8	4,1	4,3
Husleje .....	24,3	2,2	3,1	3,3	2,8	2,8	3,4	3,3	3,5	3,2	3,2
Ekskl. eksogene ...	49,5	1,4	1,7	2,4	1,9	1,3	1,7	2,1	1,9	2,0	2,0
Import .....	15,0	1,5	3,4	3,0	1,9	2,9	3,7	4,2	3,8	4,0	4,1
IMI .....	34,5	1,4	0,9	2,2	1,9	0,6	0,8	1,2	1,0	1,1	1,0

Anm.: Seneste faktiske tal er august 2008.

<sup>1</sup> Vægt i nettoprisindekset, pct.

mindre end i perioden 2004-06, hvor privatforbruget voksede 4-5 pct. om året. I 2009 og 2010 ventes forbrugsvæksten at aftage yderligere, og privatforbruget vokser langsommere end husholdningernes disponible indkomster, så forbrugskvoten aftager. Faldet i forbrugskvoten afspejler, at husholdningernes formue reduceres som følge af, at boligmarkedet svækkes.

På landsplan er boligpriserne faldet det seneste år, og forventningen om fortsatte prisfald kan have gjort boligkøberne mere tilbageholdende. Afdæmpningen af boligmarkedet har også vist sig ved, at udbuddet af boliger til salg er steget, at antallet af handler er faldet, og at antallet af tvangsauktioner er taget til. I lyset heraf falder boligpriserne også i fremskrivningen, jf. tabel 7, om end robust fremgangen i realindkomsterne, et moderat renteniveau og en fortsat lav ledighed holder hånden under boligpriserne.

Boliginvesteringerne er fladet ud siden 2006 efter at være steget stort set uafbrudt siden begyndelsen af 1990'erne. I fremskrivningen aftager boliginvesteringerne fra det nuværende høje niveau hovedsageligt som følge af, at kontantpriserne falder, og at byggeomkostningerne har nået et højt niveau.

INDKOMST, FORMUE OG FORBRUG					Tabel 7			
	2007	2008	2009	2010				
Kontantpriser, pct. år-år .....	4,6	-4,0	-2,2	-0,8				
Disp. realindkomst, privat sektor, pct. år-år ..	-0,6	1,4	2,3	2,2				
Forbrugskvot, pct. af den private sektors disponible indkomst .....	93,6	93,9	92,7	91,3				
Fordringserhvervelse, privat sektor, mia.kr. ..	-62,1	-43,0	-17,4	16,8				

Fremgangen i erhvervsinvesteringerne er løjet af siden 1. halvår 2007 efter et par år med kraftig vækst. Byggeinvesteringerne har reageret forholdsvis sent på opsvinget og har de seneste par år løftet sig fra et lavt niveau. Opgangen i byggeinvesteringerne ventes at fortsætte frem til 2010 i behersket tempo. Materielinvesteringerne voksede hurtigt fra 2003-07 på baggrund af solid indtjening i virksomhederne og stort pres på kapaciteten, så investeringskvoten er løftet betydeligt. I fremskrivningen reduceres investeringskvoten til et mere normalt niveau i takt med, at væksten i produktionen og presset på kapaciteten aftager.

Den samlede indenlandske efterspørgsel ekskl. lagerinvesteringer faldt 0,6 pct. i 1. halvår 2008, så fremgangen i efterspørgslen er løjet af i forhold til de seneste år. I prognosen dæmpes fremgangen yderligere, og i 2010 ventes væksten i den private sektors indenlandske efterspørgsel at være tæt på nul.

### Udenrigshandel og betalingsbalance

Den danske importvækst er aftaget siden 2006 som følge af, at væksten i efterspørgslen er dæmpet. I fremskrivningen vokser importen med gennemsnitligt 1,7 pct. om året, jf. tabel 8. Til sammenligning steg importen gennemsnitligt med mere end 10 pct. om året i 2004-06. Den store fremgang i efterspørgslen og det høje hjemlige kapacitetspres betød, at en stigende del af efterspørgslen blev dækket af import, så importkvoten steg til et højt niveau. I den nærmeste fremtid ventes importtilbøjeligheden at stabilisere sig på det høje niveau, da kapacitetspresset letter.

Eksporten voksede i gennemsnit knap 7 pct. om året i 2004-06, hvor afsætningsmulighederne på de vigtigste danske eksportmarkeder var gunstige. I 2007 steg eksporten med 1,9 pct. i faste priser, og i 2008-10 skønnes den reale eksport at stige med lidt under 2 pct. om året. Fremgangen i eksporten tager af som reaktion på, at den globale økonomi taber tempo, og at den danske lønkonkurrenceevne er forværret.

Industrieksporten har de seneste år nydt godt af, at væksten på de danske eksportmarkeder har været høj. Væksten i industrieksporten er

EKSPORT OG IMPORT				Tabel 8
Pct., år-år	2007	2008	2009	2010
Eksport .....	1,9	2,4	1,2	2,0
Import .....	3,8	3,3	0,4	1,5
Eksportpriser .....	2,1	5,5	1,7	0,9
Importpriser .....	3,3	4,8	1,9	0,5
Bytteforhold .....	-1,2	0,7	-0,3	0,5
Importkvote, varer ekskl. energi, standardberegnet, 2000 = 100 .....	115,0	114,6	114,5	115,9

BETALINGSBALANCEN				Tabel 9
Mia.kr.	2007	2008	2009	2010
Varehandel .....	-16,0	-14,6	-6,5	2,4
Tjenestehandel .....	36,8	35,6	33,7	35,0
Renter, transferinger mv. ....	-3,0	2,0	8,5	9,3
Løbende poster, i alt .....	17,8	23,0	35,7	46,8

dog taget af siden 2006, og på baggrund af de svækkede internationale konjunkturer ventes fortsat beskeden vækst i industrieksporten i den nærmeste tid. I prognosen vokser den danske industrieksport langsommere end den samlede import af industrivarer i aftagerlandene, så industrien taber markedsandele.

Olie- og gasproduktionen er blevet mindre de seneste år, og denne tendens skønnes at fortsætte, så energiekporten falder i fremskrivningen. Landbrugseksporten vokser støt i fremskrivningen, bl.a. fordi de seneste års store prisstigninger på korn og ophævelsen af den obligatoriske braklægning i år ventes at øge kornproduktionen.

Det danske bytteforhold er forbedret over en årrække. I 2007 steg prisen på importen dog mere end prisen på eksporten, så bytteforholdet blev forringet. I prognoseperioden ventes bytteforholdet at blive på det høje niveau.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt fra 2005 til 2007 hovedsagelig som følge af lavere overskud på varehandel med udlandet. Siden er varebalancen forbedret, og forbedringen fortsætter i takt med, at den økonomiske vækst i Danmark overhales af udlandets. Samtidig fastholdes overskuddet på søtransport og formueposten, så betalingsbalanceoverskuddet stiger i prognosen, jf. tabel 9.

---

## Roskilde Bank

---

Under den normale gennemgang af udlån og garantier i sammenhæng med udarbejdelse af halvårsregnskabet for 1. halvår 2008 måtte Roskilde Banks ledelse konstatere, at der ville skulle foretages nedskrivninger i et væsentligt større omfang end hidtil antaget.<sup>1</sup> Bankens bestyrelse vurderede, at offentliggørelse af en forventning om væsentligt forøgede nedskrivninger ville kunne medføre et "run" på banken. Man henvendte sig derfor til Finanstilsynet og Nationalbanken, og den 10. juli 2008 indgik Nationalbanken aftale med Roskilde Bank om at stille den fornødne likviditet til rådighed. Aftalen indebar, at Nationalbanken stillede en ubegrænset kreditfacilitet til rådighed for Roskilde Bank. En forudsætning for aftalen var, at Roskilde Bank opfyldte solvenskravene i lov om finansiel virksomhed. Finanstilsynet tilkendegav, at det ikke var konstateret, at Roskilde Bank ikke opfyldte solvenskravene i lov om finansiel virksomhed.

Garantien skulle sikre likviditet til bankens fortsatte drift og blev givet under en række betingelser, herunder at Roskilde Bank skulle arbejde for et helt eller delvist salg af banken.

På den baggrund forestod Danske Markets fra 15. juli til 22. august 2008 en salgsproces, hvor en række interesserede banker særdeles nøje gennemgik Roskilde Bank og bankens engagementer.

Ved udløbet af fristen for at afgive bud måtte det desværre konstateres, at ingen banker ønskede at afgive bud på hverken hele eller dele af Roskilde Bank. Forklaringen var ifølge Danske Markets, at de mulige købere havde konstateret en meget stor usikkerhed om boniteten af bankens udlånsengagementer, det vil sige, at ingen i realiteten turde byde på, hvor meget bankens aktiver var værd. Roskilde Bank orienterede den 22. august 2008 Nationalbanken om udfaldet af salgsprocessen.

Samtidig havde den eksterne revision for Roskilde Bank i forbindelse med udarbejdelse af halvårsregnskabet konstateret, at banken havde yderligere nedskrivninger i et omfang, der ville reducere bankens resultat med mindst 1 mia.kr. ud over det, Nationalbanken præsenteredes for den 10. juli. Halvårsregnskabet blev revideret efter påbud fra Finanstilsynet. Den eksterne revision meddelte Finanstilsynet ligeledes fredag den 22. august, at banken ikke længere opfyldte hverken det individuelt opgjorte solvensbehov eller solvenskravet i lov om finansiel virksomhed.

---

<sup>1</sup> For en gennemgang af baggrunden henvises til redegørelsen af 14. juli 2008 på [www.roskildebank.dk](http://www.roskildebank.dk).

Finanstilsynet gav Roskilde Bank en frist frem til 29. august 2008, der siden blev forlænget til 16. september 2008, til på ny at opfylde solvenskravet samt bankens individuelle solvensbehov.

På den baggrund indgik Nationalbanken og Det Private Beredskab den 24. august en aftale med bestyrelsen i Roskilde Bank om at overtage aktiver og forpligtelser fra Roskilde Bank, bortset fra ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital.

Roskilde Banks aktiviteter videreføres i en ny bank, hvor Nationalbanken og Det Private Beredskab indskyder kapital i størrelsesordenen 4,5 mia.kr. Formålet med denne konstruktion er at sikre det bedst mulige økonomiske grundlag for afviklingen af den virksomhed, som overtages fra Roskilde Bank. Nationalbanken har sammen med Det Private Beredskab sammensat en kvalificeret bestyrelse for den nye bank.

Det er en del af konstruktionen, at hvis det i forbindelse med afslutningen af afviklingen viser sig, at der efter forrentning af den indskudte kapital er overskud, vil dette tilgå ejerne af den ansvarlige lånekapital og de gamle aktionærer i Roskilde Bank i nævnte rækkefølge.

Såfremt der efter afviklingen måtte vise sig at være tab, vil Det Private Beredskabs indskudte kapital på 750 mio.kr. dække først.

Salgsaftalen blev forelagt en ekstraordinær generalforsamling i Roskilde Bank den 1. september 2008 i overensstemmelse med §246 i lov om finansiel virksomhed. Aftalen skal godkendes af Finanstilsynet i overensstemmelse med §204 i lov om finansiel virksomhed. Godkendelsen foreligger endnu ikke. Overtagelsen skal desuden notificeres til Europa-Kommissionen efter EF-traktatens statsstøtteregele.

Konkurrencestyrelsen godkendte Nationalbankens og Det Private Beredskabs overtagelse af Roskilde Bank den 1. september.

Folketingets Finansudvalg godkendte den 4. september et aktstykke om en statsgaranti for de eventuelle tab, som Nationalbanken måtte lide i forbindelse med den ubegrænsede kreditfacilitet, der blev stillet 10. juli 2008. Regeringen har tilkendegivet, at den vil anmode Finansudvalget om garanti til også at dække tab ved overtagelsen og afviklingen af Roskilde Bank.

Den valgte løsning for Roskilde Bank er fundet, således at skadevirkningerne begrænses. Nationalbanken vurderede – i lighed med situationen i begyndelsen af juli – at forholdene omkring Roskilde Bank udgjorde en væsentlig trussel mod den finansielle stabilitet i Danmark. Roskilde Bank var på det tidspunkt landets 8. største bank med en høj grad af udenlandsk finansiering. En betalingsstandsning i Roskilde Bank ville kunne få afsmittende negative effekter på det danske finansielle marked i en tid, hvor sektoren samlet set har et indlånsunderskud i størrelsesordenen 500 mia.kr. og derfor i høj grad er afhængig af finansiering på kapitalmarkederne.

---

# Kvotering af swap-referencerenter

---

## INDLEDNING

---

Danmarks Nationalbank påbegynder pr. 1. oktober 2008 dagligt at beregne og offentliggøre swap-referencerenter for løbetiderne mellem 2 og 10 år. Offentliggørelsen foretages på baggrund af daglige indberetninger fra 7 pengeinstitutter, heraf 4 danske og 3 udenlandske<sup>1</sup>.

Kvoteringen foretages kl. 11.00 og offentliggøres via DN-Nyheder kl. 11.30. Herefter er referencerenterne også tilgængelige på Nationalbankens websted. De enkelte stilleres satser offentliggøres på Finansrådets websted.

## BAGGRUND FOR SWAP-REFERENCERENTEN

---

Hidtil har der ikke eksisteret en officiel dansk referencerente med en løbetid over 12 måneder. Med kvoteringen af swap-referencerenter er antallet af danske referencerenter nu udvidet op til løbetider på 10 år.

En swap er en finansiel aftale mellem to parter om en periodisk udveksling af betalinger på vilkår fastsat i dag, og hvor betalingerne er baseret på et aftalt nominelt beløb. I en renteswap udveksles betalinger i samme valuta, og typisk udveksles faste rentebetalinger mod variable rentebetalinger.

Renteswaps anvendes i tilknytning til mange forskellige produkter på de finansielle markeder. Eksempelvis er nogle realkreditlån baseret på en 10-årig swaprente. Med den udbredte anvendelse af renteswaps vil en referencerente kunne fungere som et lettilgængeligt udgangspunkt for mange forskellige kommercielle kontrakter og dermed understøtte effektiviteten i markedet.

## ANSVARSFORDELING OG DELTAGELSE

---

I forbindelse med swap-referencerenten varetager Finansrådet administrationen af reglerne for deltagelse i kvoteringen, mens Nationalbanken forestår den daglige beregning og offentliggørelsen af denne. Til behandling af spørgsmål i forbindelse med referencerenten er der ned-

---

<sup>1</sup> I kvoteringen indgår Danske Bank, Nordea, Nykredit Bank, SEB, Deutsche Bank, Royal Bank of Scotland og Barclays Bank.

sat en komite i regi af Finansrådet. I komiteen sidder repræsentanter for alle stillere samt Finansrådet. Nationalbanken har observatørstatus i komiteen.

Ethvert pengeinstitut, der er aktiv deltager i det danske renteswap-marked, kan optages som swap-referencerente-stiller. Dette sker gennem komiteen, dels ved en umiddelbar vurdering af ansøgerens aktivitet i swapmarkedet, dels gennem en prøveperiode.

Tilsvarende kan en deltager trække sig fra kredsen af stillere. Dette kan ske med et skriftligt varsel til komiteen inden månedens udgang med virkning ved udgangen af den efterfølgende måned.

Det er de indberettende institutters ansvar, at deres satser afspejler et så realistisk renteniveau som muligt, men ingen stiller er forpligtet til at indgå aftaler på sin stillede kvotering til de andre stillere.

## **BEREGNING AF SWAP-REFERENCERENTERNE**

---

Den daglige beregning af swap-referencerenterne bygger på indberetninger af swaprenter for alle løbetider fra 2 til 10 år, hvor det variable ben er 6-måneders Cibur. Swap-referencerenten opgøres med 4 decimaler og beregnes på alle danske bankdage.

Referencerenten beregnes ved at se bort fra de højeste og laveste indberetninger og beregne gennemsnittet af de øvrige. Hvor mange der ses bort fra inden beregning af gennemsnittet, afhænger af antallet af indberetninger. De deltagende institutter indgår således med samme vægt i beregningen af referencerenten.



---

## Færøsk økonomi, oversigt medio 2008

---

*Niels Bartholdy, Økonomisk Afdeling*

### **SAMMENFATNING**

---

Væksten i den færøske økonomi er på vej nedad efter et par år med højkonjunktur. Den kraftigt forøgede oliepris giver væsentligt øgede omkostninger i fiskeriet. Samtidig har der i den forløbne del af 2008 været faldende fiskepriser, og bestanden er kritisk lav for de for Færøerne vigtige fiskearter, torsk og kuller.

I de øvrige erhverv er der mindre vækst end i de foregående par år, men endnu ikke tegn på decideret tilbagegang. Den offentlige sektor, navnlig kommunerne, ekspanderer og har stigende beskæftigelse, hvilket har medvirket til at holde arbejdsløsheden på rekordlavt niveau med tæt på 1 pct. af arbejdsstyrken.

Handelsbalancen viste et meget stort underskud på 1,3 mia.kr. i 2007, drevet af en fortsat vækst i importen. De foreløbige tal tyder på et underskud af en lignende størrelsesorden i 2008. Importen er ganske vist aftagende som følge af dæmpet vækst og privatforbrug, men eksporten er også faldet på grund af nedgangen i fiskeriet.

### **ØKONOMISK AKTIVITET<sup>1</sup>**

---

Væksten i den færøske økonomi er aftagende. Lønudbetalinger og beskæftigelse stiger fortsat, jf. figur 1, men der er tegn på, at økonomien har nået sin kapacitetsgrænse, og fiskeriet har vanskelige vilkår.

Lønudbetalingerne, der normalt udgør mellem 2/3 og 3/4 af bruttofaktorindkomsten på Færøerne, var i perioden januar-juli 2008 4 pct. højere end i samme periode i 2007, og beskæftigelsen var i januar-maj 2008 godt 1 pct. højere end i samme periode sidste år. Det er en væsentlig afdæmpning i forhold til væksten i hele 2007 på 8 pct. for lønudbetalinger og 3 pct. for beskæftigelsen.

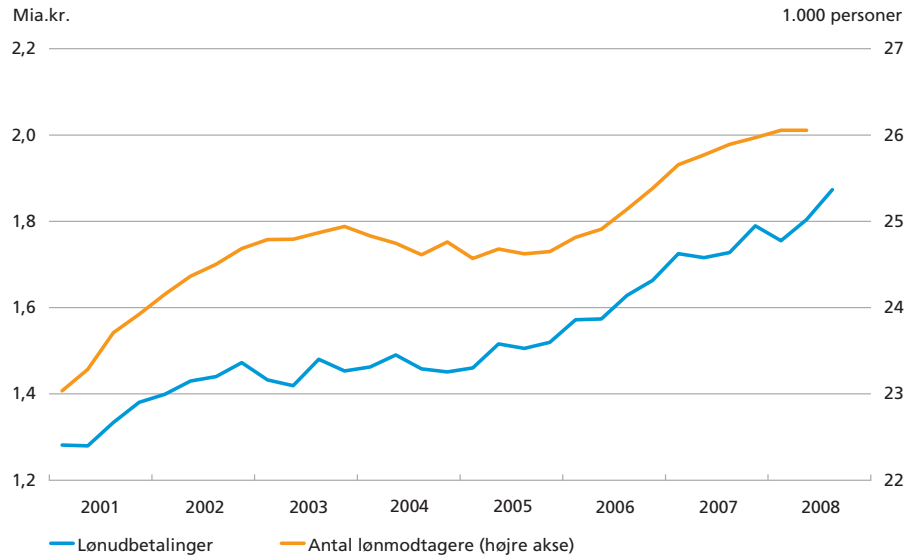
Udviklingen afspejler et fortsat og tiltagende tilbageslag for fiskeriet og fiskefabrikkerne og en afdæmpning af fremgangen for de øvrige erhverv på nær den offentlige sektor, jf. figur 2.

---

<sup>1</sup> Nationalregnskabet for Færøerne offentliggøres med betydelig forsinkelse og kun i løbende priser. Det indebærer, at en aktuel vurdering af færøsk økonomi må baseres på andre indikatorer, såsom løn- og beskæftigelsesstatistik og mængdestatistikker for fiskeriet.

LØNUDBETALINGER OG BESKÆFTIGELSE

Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigerede kvartalsdata.

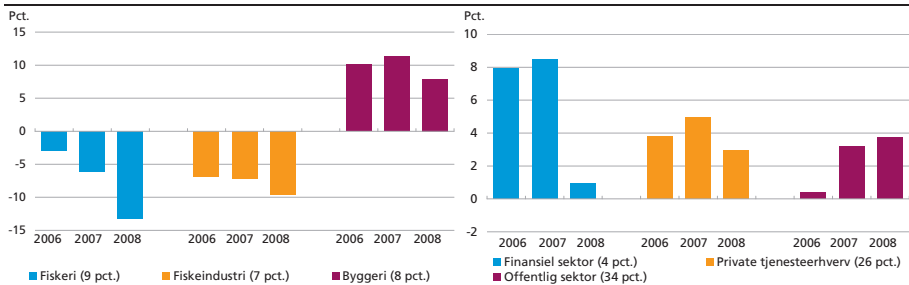
Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

I fiskeriet og fiskeindustrien har der været en betydelig nedgang i beskæftigelsen i den forløbne del af 2008. En del af fiskeflåden har i perioder ligget stille på grund af den høje oliepris, som sammen med faldende fiskepriser gør dele af fiskeriet urentabelt. I forvejen er såvel fiskeri som fiskeindustri ramt af problemerne med den lave bestand af torsk og kuller, og en fiskefabrik er blevet lukket. Lønudbetalingerne er faldet med 22 pct. i fiskeriet i januar-juli 2008 sammenlignet med samme periode året før.

Nedgangen i beskæftigelsen afspejler også problemerne med at tiltrække arbejdskraft til de mindre lukrative dele af fiskeriet samt til fiskefabrikkerne. En ny lov, som blev vedtaget i juni 2008, har åbnet for,

LØNMODTAGERBESKÆFTIGELSE I UDVALGTE SEKTORER

Figur 2



Anm.: Tal for 2008 viser ændringen for perioden januar-maj 2008 i forhold til samme periode sidste år. Tal i parentes i figurforklaringen angiver erhvervets andel af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse i 2007.

Kilde: Hagstova Føroya.

at EU-borgere kan få opholdstilladelse på Færøerne med henblik på visse former for beskæftigelse.

Modsat fiskeriet har havbrugserhvervet haft betydelig fremgang i både beskæftigelse og lønudbetalinger.

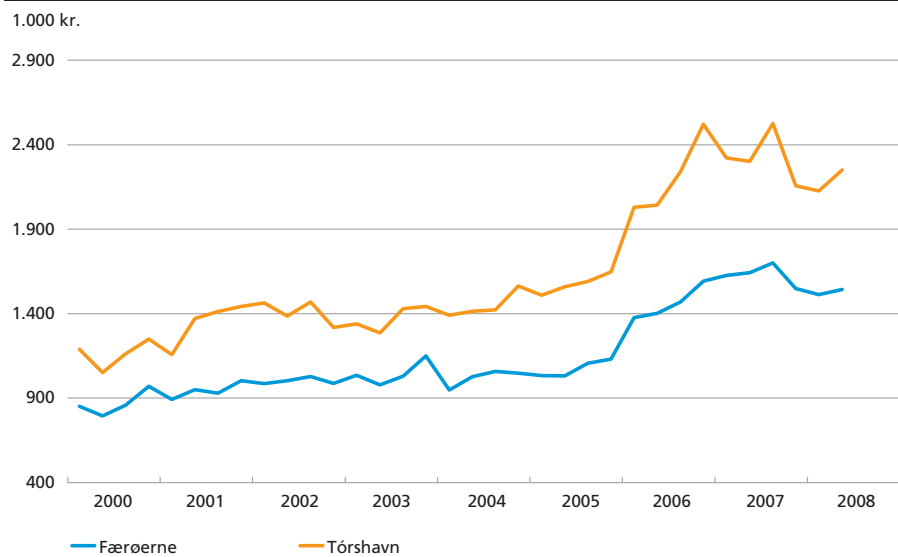
Byggeriet er fortsat præget af stor aktivitet, og der er fortsat pæn vækst i både beskæftigelse og lønudbetalinger, om end svagere end i 2007. Der pågår overvejelser om to tunnelprojekter, mellem Strømø og Østerø og mellem Strømø og Sandø. En endelig plan for anlæg og finansiering er imidlertid endnu ikke fastlagt.

Afdæmpningen på boligmarkedet, som satte ind i 2007, fortsatte ind i begyndelsen af 2008, men huspriserne er steget lidt i 2. kvartal, jf. figur 3. For Tórshavn-området er de gennemsnitlige boligpriser nu på niveauet fra medio 2006, 11 pct. under seneste toppunkt i 3. kvartal 2007. I bygderne har boligpriserne også vist en vigende tendens. For Færøerne som helhed var boligpriserne i 2. kvartal 2008 9 pct. under toppunktet i 3. kvartal 2007.

De færøske pengeinstitutter er efter et par år med kraftig ekspansion stadig i vækst, men i langt mere moderat tempo. Beskæftigelsen er steget med blot 1 pct. i den forløbne del af 2008 efter en beskæftigelsesvækst på omkring 8 pct. i de to foregående år. Faldet i vækstraten afspejler også problemer med at rekruttere yderligere kvalificeret arbejds-

BOLIGPRISER

Figur 3



Anm.: Kvartalsgennemsnit, seneste observation 2. kvartal 2008. Boligprisen for Færøerne under ét er en sammenvejning af priser for henholdsvis små bygder, store bygder og Tórshavn. Ved sammenvejningen er anvendt befolkningsvægte.

Kilde: Eik Bank, Hagstova Føroya og egne beregninger.

kraft til denne sektor. Lønudbetalingerne er steget ganske kraftigt med 12 pct. i januar-juli 2008.

For de private tjenesteerhverv er lønudbetalingerne steget med 9 pct. og beskæftigelsen med 3 pct. i den forløbne del af 2008. Væksten er bredt fordelt over brancher som forretningstjenester og land- og søtransport og afspejler bl.a., at virksomhed relateret til olieboringer (supportskibe etc.) er i vækst på Færøerne. Til gengæld kan en afdæmpning af privatforbruget spores inden for detailhandelen, hvor beskæftigelsen har været stagnerende i 2008 efter et par år med vækst på 4-5 pct. om året.

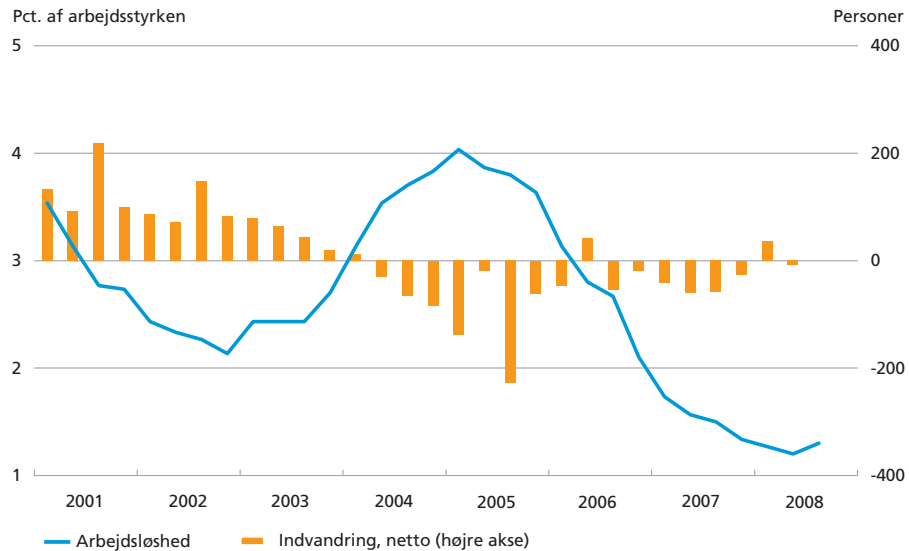
Den offentlige sektor skiller sig ud ved, som den eneste delsektor, at have en tiltagende beskæftigelsesvækst i den forløbne del af 2008, knap 4 pct. Lønudbetalingerne er steget med 7 pct. i perioden januar-juli i forhold til samme periode året før. Udviklingen kan i vid udstrækning henføres til en ganske kraftig ekspansion i kommunernes beskæftigelse, trods det stramme arbejdsmarked.

Den høje samlede beskæftigelse medfører, at arbejdsløsheden er på et rekordlavt niveau på 1,2 pct. af arbejdsstyrken, jf. figur 4.

Tidligere blev udsving i arbejdsløsheden som regel udjævnet af ind- og udvandring, fx omkring 2002, hvor faldet i ledigheden blev modsvaret af en betydelig nettoindvandring til Færøerne. Omvendt var der en betydelig nettoudvandring under det økonomiske tilbageslag i 2004-05. Denne udjævnings-tendens er imidlertid blevet brudt i de seneste par år,

ARBEJDSLØSHED OG INDVANDRING

Figur 4



Anm.: Kvartalstal. Både arbejdsløshed og indvandring er sæsonkorregeret.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

hvor der har været kraftigt fald i ledigheden og samtidig nettoudvandring, som i sig selv bidrager til endnu lavere ledighed.

Forbrugerprisindekset var i 2. kvartal 2008 næsten 7 pct. højere end i 2. kvartal 2007, jf. figur 5. Den kraftige stigning skyldes især olieprisstigningen og de globale prisstigninger på vegetabiliske fødevarer. Men også ekskl. energi og fødevarer er prisstigningstakten steget markant i det seneste halve år til 3 pct. i 2. kvartal 2008. Det afspejler, at de høje priser på olie og fødevarer også med lidt forsinkelse slår igennem på andre delkomponenter i indekset som fx transport- og restaurationspriser. Den høje oliepris har en relativt stor direkte virkning på husholdningernes økonomi, fordi den helt dominerende opvarmningsform på Færøerne er oliefyr.

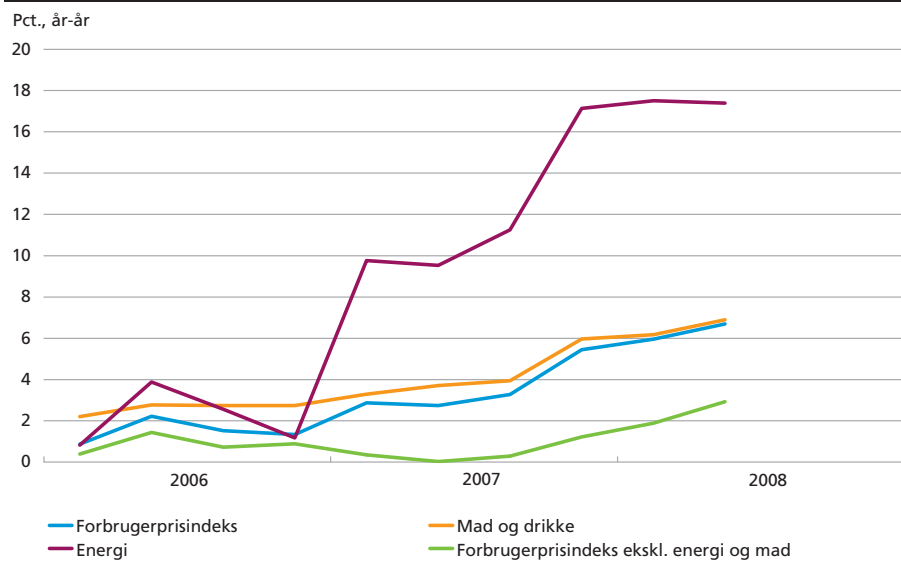
### Fiskeriet

Det nære fiskeri i farvandet tæt på Færøerne, der udgør ca. 60 pct. af det samlede fiskeri, er domineret af bundfiskeri efter torsk, kuller og sej. For både torsk og kuller er bestanden på et lavpunkt, og fangstmængden faldt i 2007 med 6 pct. for torsk (fra et allerede lavt niveau) og 22 pct. for kuller.

Det internationale råd for havudnyttelse, ICES, har anbefalet, at man stopper alt fiskeri efter torsk og kuller i en periode for at lade bestandene reetablere sig. De færøske havbiologer har foreslået en reduktion af antallet af fiskedage for visse typer af skibe på op til 50 pct. og en kraf-

FORBRUGERPRISINDEKS PÅ UNDERKOMPONENTER

Figur 5



Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger. Sidste observation er 2. kvartal 2008.

tig udvidelse af fiskefri zoner i 2008/09. Lagtinget vedtog i august 2008 en generel nedskæring af antallet af fiskedage med 10 pct.

Den høje oliepris har medført væsentligt forøgede omkostninger for fiskeflåden, især for de meget energiintensive dybhavstrawlere. På grund af den kraftige olieprisstigning i foråret 2008 blev en række fiskefartøjer liggende i havn, da omkostningerne ved at fiske oversteg den mulige indtjening.

Fiskepriserne, som i 2007 som helhed udviklede sig gunstigt, har i den forløbne del af 2008 været faldende.

Den samlede værdi af fisk fanget i færøsk farvand faldt med 7 pct. i 2007. I de første 7 måneder af 2008 var værdien 18 pct. lavere end i samme periode året før.

Havbrugene, der producerer laks og ørred, er til gengæld for alvor ved at komme på fode igen efter kriseårene 2004-06, hvor erhvervet var ramt af sygdomsepidemier. Produktionen steg fra 18.000 tons i 2006 til 30.000 tons i 2007, og for 2008 ventes en produktion på omkring 45.000 tons. Havbrugene er nu bedre garderet mod sygdomsspredning, idet produktionen er koncentreret på nogle få brug, som er underlagt detaljerede regelsæt og tilsyn.

## UDENRIGSHANDEL

Færøernes vareeksport, som er helt domineret af fiskeprodukter, udgjorde 4 mia.kr. i 2007, jf. tabel 1. Eksporten holdt således niveauet fra 2006 trods en nedgang i fangstmængden for alle de vigtigste fiskearter torsk, kuller og sej. Prisudviklingen var stadig gunstig i 2007 som helhed.

Desuden var der en betydelig stigning i eksporten af laks fra den gen-etablerede havbrugssektor. Laks og ørred indbragte i 2007 15 pct. af de samlede eksportindtægter. Også fiskeri af makrel spillede en øget rolle med 5 pct. af eksportværdien i 2007 via en betydelig vækst i både pris og mængde.

HANDELSBALANCE		Tabel 1	
Mio.kr.	2005	2006	2007
Eksport .....	3.586	3.869	4.023
Import .....	4.486	4.678	5.300
Import ekskl. skibe .....	3.710	4.547	5.006
Handelsbalance .....	-900	-810	-1.277
Handelsbalance ekskl. skibe .....	-318	-754	-1.077
Memo: Betalingsbalancens løbende poster ....	19	142	...

I slutningen af 2007 og den forløbne del af 2008 har der imidlertid været en betydelig nedgang i fangsten af bl.a. kuller, sej og makrel, kombineret med stigende fiskepriser, hvilket har medført et fald i eksporten. Opgjort ekskl. skibe var eksporten i 1. halvår 2008 18 pct. lavere end i 1. halvår 2007. En stor eksportindtægt for skibe medfører, at den samlede eksport kun faldt med 4 pct.

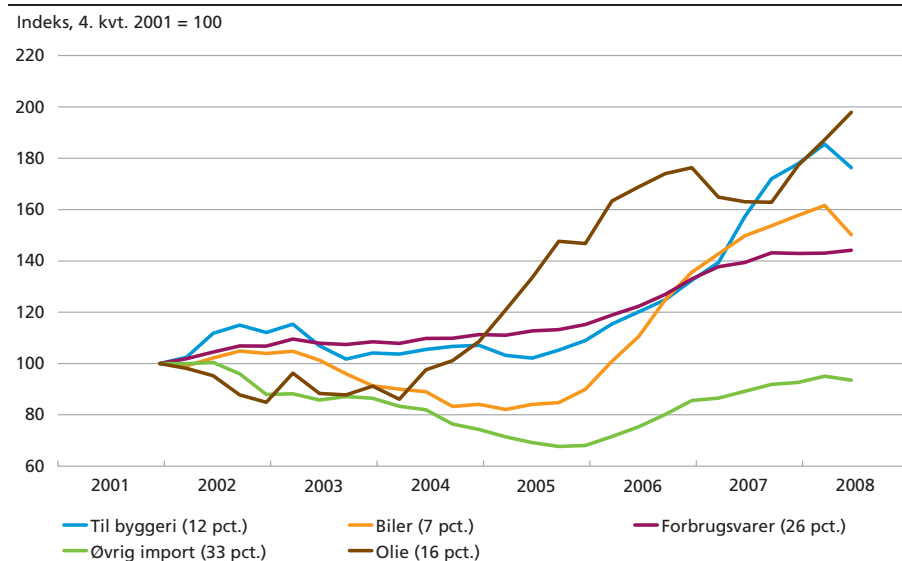
Højkonjunktoren i 2006 og 2007 betød en væsentlig forøgelse af importen, og underskuddet på handelsbalancen voksede eksplosivt til 1,3 mia.kr. i 2007. Den seneste tids afdæmpning af den økonomiske aktivitet har imidlertid bremset væksten i importen for de fleste underposter, jf. figur 6. Importen af biler og materialer til byggeri faldt i 2. kvartal, og den samlede import i 1. halvår 2008 var 2 pct. lavere end importen i samme periode sidste år.

Den foreløbige udvikling i 2008 med faldende eksportindtjening og aftagende import peger i retning af, at underskuddet på handelsbalancen forbliver i samme størrelsesorden for 2008 som i 2007.

Betalingsbalancens løbende poster, som ud over handelsbalancen også indeholder handel med tjenester, overførsler til og fra udlandet m.m., har i en årrække udvist overskud. Ved udgangen af 2006 havde Færøerne et nettotilgodehavende over for udlandet på 3,7 mia.kr. Det store underskud på handelsbalancen i 2007 og 2008 kan næppe undgå at medføre betydelige underskud på betalingsbalancens løbende poster og dermed en nedbringelse af nettotilgodehavendet.

#### IMPORTVÆRDI PÅ UNDERKOMPONENTER

Figur 6



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit. "Øvrig import" er samlet import ekskl. varer til byggeri, biler, forbrugsvarer, energi og skibe. Tal i parentes angiver andel af den samlede import i 2007.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

RESULTAT I PENGEINSTITUTTERNE					Tabel 2
Mio.kr.	2003	2004	2005	2006	2007
Rente- og gebyrindtægter, netto .....	574	553	550	632	830
Kursreguleringer mv. ....	43	95	47	49	181
Resultat af finansielle poster .....	617	648	597	682	1.011
Driftsomkostninger .....	281	290	313	371	483
Afskrivninger og hensættelser, netto .....	437	119	-15	-74	25
Resultat af datterselskaber mv. ....	1	13	41	123	149
Ordinært resultat før skat .....	-100	252	341	507	652
Solvensprocent	30,9	31,4	20,6	18,4	18,8

Anm.: Eik Bank Danmark er helejet datterselskab af Eik Bank (tidligere Føroya Sparikassi) og indgår gennem "Resultat af datterselskaber mv.".

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

## FINANSIEL SEKTOR

De to største pengeinstitutter på Færøerne, Eik Bank og Føroya Banki, blev børsnoteret i København og Reykjavik i 2007, og for begge banker var 2007 præget af ekspansion. Eik Bank overtog den islandske Kaupthing Banks aktiviteter på Færøerne, og datterbanken Eik Bank Danmark blev udvidet med overtagelsen af Skandiabankens danske afdeling. Føroya Banki oprettede en datterbank i Danmark.

Det samlede resultat før skat for de færøske pengeinstitutter blev 652 mio.kr. i 2007, jf. tabel 2, og dermed 29 pct. større end i 2006, som i forvejen viste et rekordstort overskud. En ganske stor del af overskuddet i 2007 skyldes dog kursgevinster. Ekspansionen i aktiviteten er også tydelig på omkostningssiden, som steg med næsten 30 pct. i 2007. Ekspansionen i Danmark viser sig gennem den stigende overførsel fra datterselskaber.

I 1. halvår 2008 var der betydelige negative kursreguleringer, og resultatet før skat var samlet tæt på nul.

Bankernes udlån, som steg kraftigt i 2006 og 2007, er fladet ud i den forløbne del af 2008. I 2. kvartal 2008 var udlån til erhverv 23 pct. højere end i 2. kvartal 2007, mens udlån til husholdninger var 6 pct. højere<sup>1</sup>. Udlån til det offentlige er steget i 2008 og var i 2. kvartal 16 pct. højere end i samme kvartal sidste år. De samlede indlån er vokset væsentligt mindre end udlånene, hvilket afspejler en markant øget afhængighed for bankerne af finansiering via pengemarkedet.

<sup>1</sup> Kilde: Landsbanki Føroya.



## OFFENTLIGE FINANSER

De gode konjunkturer i 2007 satte sine spor i landskassen, hvor øgede indtægter fra skatter og afgifter, inkl. importtold, gav en samlet indtægtsstigning på lidt over 5 pct. Udgifterne steg ligeledes med 5 pct., og saldoen var uændret i forhold til 2006 med et overskud på 146 mio.kr. Afdæmpningen af den økonomiske aktivitet samt skattelettelser vedtaget under det tidligere landsstyre trækker væksten i indtægterne nedad i 2008. Samtidig forventes imidlertid en stigning i afgifts- og toldindtægterne, dels på grund af visse afgiftsforhøjelser, dels som følge af et planlagt bortfald af salg af toldfri tobak ved indrejse til Færøerne fra oktober 2008. Alt i alt budgetteres med en indtægtsstigning på 3 pct.

På udgiftssiden budgetteres med en stigning på næsten 7 pct. i 2008 bl.a. som følge af øgede udgifter til rentestøtte på grund af stigende renteniveau. Færøerne opererer i stedet for fradragsret for renteudgifter med et tilskud fra landskassen på 40 pct. af renteudgifter på boliglån og studielån.

Samlet betyder det, at finansloven budgetteres med omtrent balance for 2008, idet der for anlægsinvesteringerne påregnes et lille fald i 2008 sammenlignet med 2007.

Landskassens udestående gæld er stort set væk som følge af de senere års overskud og privatiseringen af Føroya Banki.

Kommunerne har budgetteret med store underskud i både 2007 og 2008, hvilket givetvis har bidraget til den markante stigning i den of-

LANDSKASSENS FINANSER

Tabel 3

Mio.kr.	2004	2005	2006	2007	Budget 2008
Skatter og afgifter mv. ....	2.840	2.897	3.349	3.559	3.699
Bloktilskud .....	633	631	632	632	633
Indtægter i alt .....	3.472	3.528	3.980	4.191	4.332
Driftsudgifter .....	3.324	3.467	3.578	3.767	4.106
Anlægsudgifter .....	228	201	268	292	228
Renteudgifter, netto .....	72	71	-7	-14	-19
Udgifter i alt .....	3.624	3.739	3.838	4.045	4.315
Saldo .....	-152	-211	142	146	17
Landskassens nettogæld, ultimo	1.853	2.088	1.405	117	...

Anm: Indtægter og saldo er ekskl. ekstraordinære indtægter fra udlodning af ekstraordinært udbytte fra Føroya Banki på 535 mio.kr. i 2006 og fra salg af 2/3 af aktierne i Føroya Banki og 1/3 af aktierne i Atlantic Airways for henholdsvis 1.212 mio.kr. og 87 mio.kr. i 2007. Landskassens nettogæld er ekskl. finansielle aktiver, som i 2007 udgjorde 1.589 mio.kr.

Kilde: Figgjarmálaráðið og Landsbanki Føroya.

fentlige beskæftigelse i den forløbne del af 2008 og til den øgede offentlige lånoptagelse i pengeinstitutterne.

## ØKONOMISKE UDSIGTER

---

Højkonjunktoren som prægede den færøske økonomi i 2006 og 2007 er under afdæmpning, men en egentlig tilbagegang er indtil videre kun tydelig inden for fiskeriet og på fiskefabrikkerne. Aftagende import og faldende udlånsvækst i bankerne vidner dog også om, at økonomien er på vej ned i gear.

Trods nedgang i importen er der fortsat udsigt til et meget stort underskud på handelsbalancen, idet eksportindtjeningen også er faldende som følge af problemerne i fiskeriet. Færøerne har en buffer i form af et pænt stort nettotilgodehavende over for udlandet, men det vil hurtigt forsvinde, hvis ikke underskuddet på handelsbalancen bringes ned.

Beskæftigelsen holdes øjensynligt oppe, og arbejdsløsheden nede på meget lavt niveau, af en kraftig beskæftigelsesvækst i den offentlige sektor, især kommunerne, samtidig med at der fortsat mangler arbejdskraft i dele af den private sektor. EU-borgeres adgang til at få opholdstilladelse til visse former for beskæftigelse kan muligvis lette noget af presset på arbejdsmarkedet.

Et opmuntrende tegn er den vellykkede reetablering af havbrugene, som igen udgør en væsentlig kilde til eksportindtjening.

Prøveboringerne efter olie i Færøernes undergrund har fortsat ikke vist resultater, som giver grundlag for at påbegynde en produktion.

---

# Erfaringer med eurosamarbejdet i de første 10 år

---

*Niels Bartholdy, Niels Arne Dam og Susanne Hougaard Thamsborg, Økonomisk Afdeling*

## INDLEDNING

---

I maj 1998 blev der truffet beslutning om, hvilke lande der skulle deltage i eurosamarbejdet fra begyndelsen. Den Europæiske Centralbank, ECB, blev oprettet i juni samme år. Den 1. januar 1999 blev euroen indført som valuta i 11 EU-lande. Siden er 4 lande fulgt efter, og med Slovakiets indtræden fra 1. januar 2009 vil euroområdet omfatte 16 af de 27 EU-lande<sup>1</sup>.

I dag kan der gøres status over, hvordan det er gået med den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, efter ca. 10 år med et fuldt konjunkturløb.

Der var højkonjunktur i euroområdet i tiden omkring indførelsen af euroen i 1999, hvorefter der fulgte en overraskende langvarig periode med lav vækst. I de seneste par år har der atter været højkonjunktur, som nu er ved at løje af.

Udgangspunktet for etableringen af ØMUen var et ønske om at få forankret den økonomiske stabilitet i Europa. En fælles pengepolitik skulle levere stabile priser, og den fælles valuta skulle hindre indbyrdes valutauro. Herigennem skulle der skabes en ramme for holdbar vækst, og den øvrige økonomiske politik skulle fortsat altovervejende fastlægges nationalt. De afgørende beslutninger om opbygningen og indretningen af ØMUen blev truffet i årene 1988-92 og var særligt baseret på følgende forhold:

- De erfarede fordele ved stabile valutakurser i fastkursamarbejdet EMS i perioden 1983-92 stod i skarp kontrast til 1970'ernes voldsomme turbulens, som havde vist, at kursjusteringer og kapitalrestriktioner ikke virkede efter hensigten.
- Der var et øget momentum i EF-samarbejdet hen imod skabelsen af det indre marked, inkl. liberaliseringen af kapitalbevægelserne fra 1990.

---

<sup>1</sup> Eurolandene fra 1. januar 2009: Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.

- Tysklands genforening i 1989-90 skabte grobund for en fransk-tysk enighed om ØMU-projektet.

Endnu inden ØMU-planerne var endeligt vedtaget, tjente valutakrisen i EMS i 1992-93 som en advarsel om, at et bredtfavnende fastkurssamarbejde i EMS ikke udgjorde noget sikkert og varigt bolværk mod valutauro. Det var også en udbredt opfattelse, at fastkurssamarbejdet ville blive stadig vanskeligere at opretholde efter liberaliseringen af kapitalbevægelserne. ØMUen kom til at fremstå som den naturlige og modstandsdygtige forlængelse og videreudbygning af fastkurssamarbejdet, nu blot med en fælles centralbank i centrum i stedet for den tyske Bundesbank, som kun tog hensyn til udviklingen i Tyskland i fastlæggelsen af sin pengepolitik<sup>1</sup>.

ECBs primære målsætning, som er modelleret efter Bundesbanks målsætning, er at fastholde prisstabilitet i det samlede euroområde. I det omfang prisstabilitetsmålsætningen stadig anses for opfyldt, kan ECB forfølge andre mål såsom at stimulere vækst og beskæftigelse gennem rentenedsættelser.

I det følgende vil der blive set nærmere på den økonomiske udvikling i euroområdet i de forløbne 10 år med fokus på inflation, vækst, beskæftigelse, rente og ECBs pengepolitik.

Indførelsen af den fælles valuta er blevet betragtet som et vigtigt skridt i retning af fuldbyrdelsen af det indre marked i EU, og der ses derfor også på, om den finansielle og handelsmæssige integration i euroområdet er øget i euroens første 10 år, samt hvorvidt udviklingen i inflation og BNP er blevet mere synkron, dvs. samvarierende.

## ØKONOMISK UDVIKLING

---

### Inflation

Det må siges at være lykkedes at skabe den prisstabilitet, som er hovedformålet for ECB. ECB har selv præciseret, at den ved prisstabilitet forstår en forbrugerpris-inflation, HICP, under, men tæt på 2 pct.<sup>2</sup> ECB har tilføjet, at pristabilitet skal opretholdes på "mellemlangt sigt", hvilket hænger sammen med, at pengepolitikken under alle omstændigheder først virker med en vis forsinkelse.

Inflationen i eurolandene faldt kraftigt i årene forud for indførelsen af euroen, hvor de mulige deltagerlande i euroen stræbte mod at opfylde konvergenskriterierne for deltagelse, inkl. kriteriet om lav inflation.

---

<sup>1</sup> Bartholdy og Thomsen (2002) redegør nærmere for baggrunden for etableringen af ØMU-samarbejdet.

<sup>2</sup> Se fx ECB (maj 2008), s. 35.

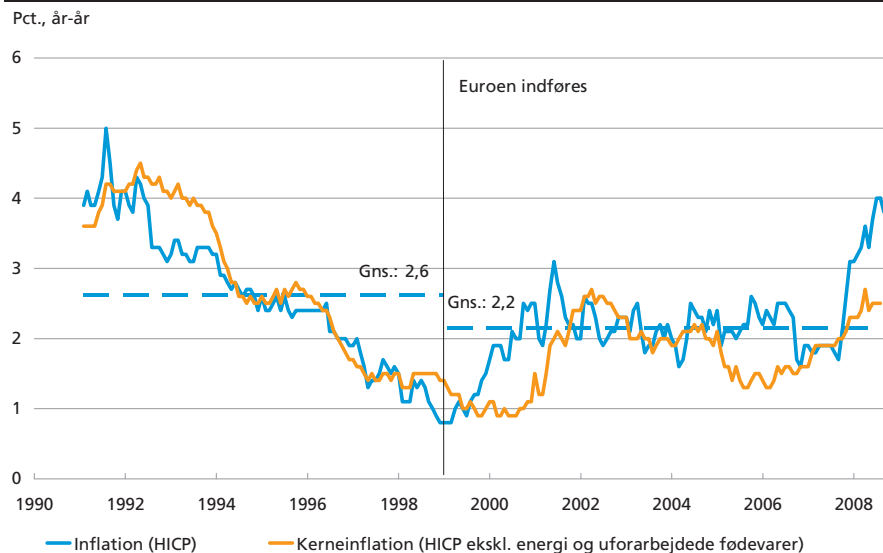
Siden 1999 har inflationen været relativt stabil, jf. figur 1, om end i gennemsnit en anelse over ECBs mål. Det skyldes især kraftige olieprisstigninger i 1999-2000, 2004-05 og ikke mindst i 2007-08, hvor også kraftigt stigende fødevarerpriser bidrog til inflationen. ECB fokuserer som nævnt på det "mellemlange sigt", og ECBs reaktion på en høj aktuel inflation vil afhænge af en vurdering af, om de udefrakommende impulser til inflationen slår igennem på fx løndannelsen og dermed må forventes at give såkaldte anden runde-effekter.

Den stabile prisudvikling i euroområdet kan ikke udelukkende ses som resultatet af en vellykket pengepolitik fra ECB, men må også ses i lyset af en global tendens til forholdsvis lav og stabil inflation. Centralbanker verden over har haft held med at fokusere mere på at forankre inflationsforventningerne og føre troværdig pengepolitik rettet imod prisstabilitet. Desuden har globaliseringen, herunder ikke mindst Kinas øgede integration i verdensøkonomien, trukket i retning af lavere inflation via importpriserne.

Netop globaliseringen har været medvirkende til et skift i de relative priser, hvor priserne på hyppigt indkøbte "lokale" vare- og tjenesteydelser i euroområdet generelt er steget, mens de mere sjældent indkøbte "globalt handlede" varige forbrugsgoder og tjenesteydelser er faldet kraftigt i pris. De private husholdninger vil typisk tillægge de hyppigt indkøbte varer større vægt i deres indtryk af prisudviklingen end det, som varerne reelt vejer i det samlede forbrugerprisindeks. Dette skift i

INFLATION I EUROOMRÅDET

Figur 1



Kilde: EcoWin.

relative priser, som især tog fart i tiden omkring indførelsen af euroen i 1999, samt udnyttelsen af overgangen til euro til at runde priserne op i visse forretningssegmenter såsom restauranter og cafeer, efterlod et indtryk hos befolkningen i mange eurolande af, at indførelsen af euroen generelt havde medført kraftige prisstigninger<sup>1</sup>.

Den "opfattede" inflation i eurolandene var imidlertid væsentligt højere end den faktisk målte inflation på en typisk kurv af forbrugsvarer. Erfaringen fra de første landes indførelse af euroen har medført en skærpet indsats for at undgå uberettigede prisstigninger ved indførelsen af euroen i de senere indtrædere i euroområdet, senest Cypern og Malta i starten af 2008.

### Vækst og beskæftigelse

I tiden omkring indførelsen af euroen i 1999 udviklede realøkonomien sig gunstigt. Opsvinget, der var begyndt i 1997 og midlertidigt blev dæmpet af Asien-krisen i 1998, varede til 2000, jf. figur 2. Fra 2001 til 2005 var der relativt lav vækst i kølvandet på it-boblens brist med efterfølgende store aktiekursfald og global vækstnedgang. Tyskland, som tidligere ofte havde haft rollen som økonomisk lokomotiv for Europa, var yderligere hæmmet af omkostningerne fra genforeningen og manglende strukturreformer. Først i 2006 satte et opsving ind. I den forløbne del af 2008 er væksten atter aftaget. I de første ni år efter indførelsen af euroen var den gennemsnitlige årlige vækst 2,2 pct. mod 2,0 pct. i de foregående ni år.

Beskæftigelsen i euroområdet steg kraftigt med ca. 15 mio. personer fra 1999 til 2008. I de foregående ni år steg beskæftigelsen med ca. 7 mio. personer. Samtidig er arbejdsløsheden faldet til godt 7 pct. medio 2008 mod ca. 10 pct. ultimo 1998. Kombinationen af stærkt stigende beskæftigelse og kun lidt højere BNP-vækst efter ØMUens start afspejler en ganske svag produktivitetsvækst sammenlignet med årene forinden.<sup>2</sup>

### Renteudvikling

Renterne i euroområdet faldt kraftigt frem mod tidspunktet for indførelsen af euroen i 1999 som følge af den økonomiske konvergens blandt de mulige deltagere i eurosamarbejdet. Rentespændene til Tyskland blev indsnævret for en række lande. Både de korte pengemarkedsrenter

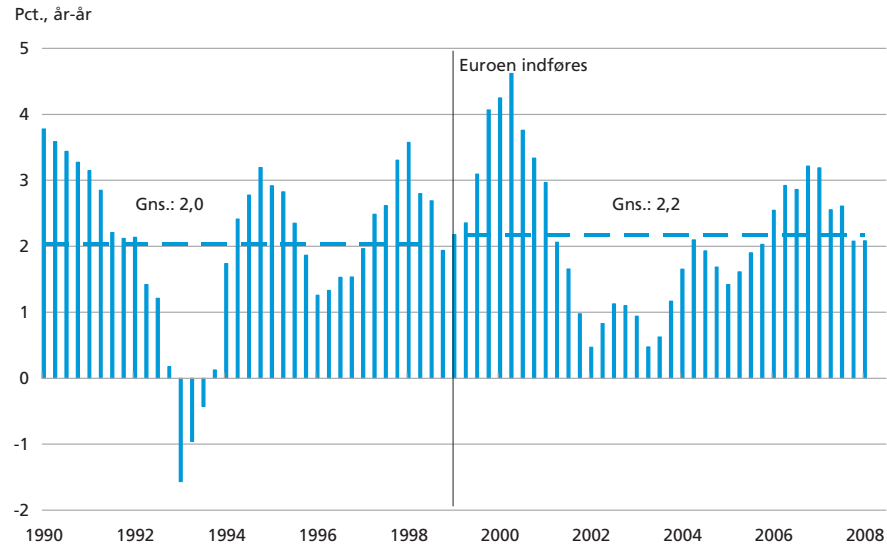
---

<sup>1</sup> Europa-Kommissionen (2008).

<sup>2</sup> Den relativt svage produktivitetsvækst (også i forhold til USA) skyldes primært de begrænsede investeringer i informations- og kommunikationsteknologi i bl.a. detailhandlen og den finansielle sektor, se Europa-Kommissionen (2008).

BNP-VÆKST I FASTE PRISER I EUROOMRÅDET

Figur 2

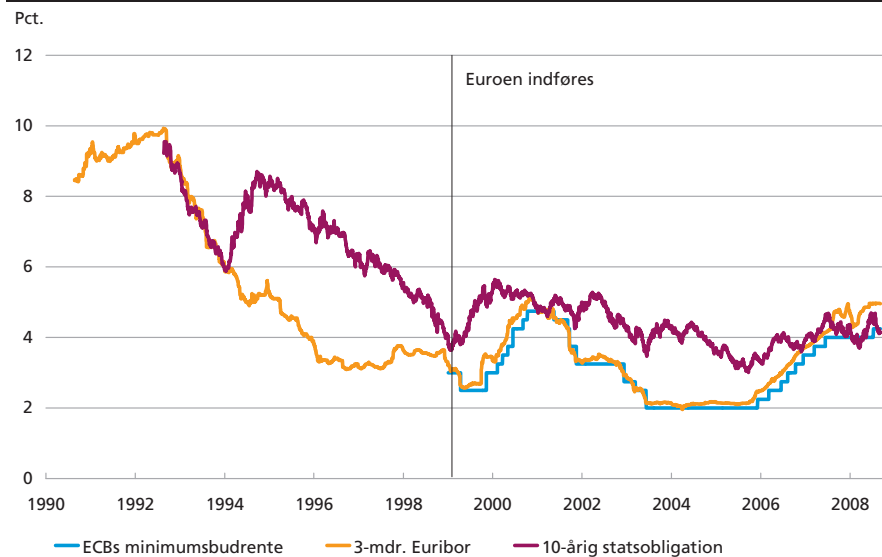


Kilde: OECD (2008).

og statsobligationsrenterne faldt i takt med lavere risikopræmier og fallende inflationsforventninger, jf. figur 3. Efter indførelsen af euroen steg den 10-årige rente lidt, men siden 2003 har den ligget stabilt omkring 4 pct. De korte renter har fulgt ECBs renteændringer i perioden.

RENTEUDVIKLING I EUROOMRÅDET

Figur 3



Anm.: For perioden før 1999 er anvendt tilsvarende tyske renter.

Kilde: EcoWin.

## ECBs pengepolitik

I lyset af den meget lave inflation og usikre vækstudsigter for euroområdet oven på finansielle kriser i Asien i 1997 og Rusland i 1998 lagde ECB ud med at nedsætte sin pengepolitiske rente fra 3 pct. til 2,5 pct. i april 1999, jf. figur 3. Det var et historisk meget lavt renteniveau. Da det efterfølgende viste sig, at opsvinget i euroområdet tog fart, og der samtidig var øget inflationspres fra en stigende oliepris og en svækkelse af euroens valutakurs over for andre toneangivende valutaer, påbegyndte ECB en serie af renteforhøjelser, som kulminerede med forhøjelsen til 4,75 pct. i oktober 2000.

Trods en fortsat relativt høj aktuel inflation ind i foråret 2001 påbegyndte ECB i maj 2001 en række rentenedsættelser i takt med den kraftige vækstnedgang i euroområdet. Afdæmpningen af den økonomiske aktivitet indtraf oven på den globale pessimisme efter it-boblens brist i slutningen af 2000 og terrorangrebet på World Trade Center i september 2001. Det var forventningen, at vækstafdæmpningen og den konstaterede styrkelse af euroen på valutamarkedet gradvist ville få inflationen til at falde. Fra juni 2003 til december 2005 blev renten holdt på 2 pct., det laveste renteniveau i Europa siden 2. verdenskrig.

Fra slutningen af 2005, hvor det stod klart, at et opsving igen begyndte at tage fart i euroområdet, påbegyndte ECB en ny række renteforhøjelser, som i første omgang endte med forhøjelsen til 4 pct. i juni 2007. ECB har selv om disse renteforhøjelser anvendt betegnelsen, at man "trak pengepolitikens stimulerende virkning tilbage"<sup>1</sup>, hvilket afspejler, at pengepolitikken efter forhøjelserne vurderedes at have nået et mere neutralt niveau med hensyn til virkningen på økonomien. Efter udbruddet af subprime-krisen i USA i sommeren 2007 opstod der fornyet usikkerhed om de økonomiske udsigter. I juli 2008 blev renten yderligere forhøjet til 4,25 pct. med henvisning til behovet for at imødegå anden runde-effekter fra den høje aktuelle inflation, som skyldtes voldsomme stigninger i oliepris og fødevarerpriser.

## Valutakursen

På valutamarkedet blev euroen i de første par år efter introduktionen svækket, men den er siden styrket betydeligt. Euroen begyndte i handlen i Europa 4. januar 1999 på en kurs på 1,19 dollar/euro, blev efterfølgende svækket til 0,85 dollar/euro i 2000-01, men er siden blevet styrket til omkring 1,45 dollar/euro primo september 2008. Målt effektivt, dvs. over for de væsentligste handelspartnere, har eurokursen fulgt et nogenlunde lignende forløb.

---

<sup>1</sup> Fx ECB (maj 2008), s. 46.



Tendensen til store udsving mellem euro og dollar over tid er ikke et nyt fænomen. Også mellem D-mark og dollar var der betydelige udsving.

### **PASSER "EN STØRRELSE TIL ALLE"?**

---

Under overvejelserne om at etablere ØMUen blev det diskuteret, om de potentielle deltagerlande udgjorde et "optimalt valutaområde"<sup>1</sup>. I henhold til teorien om optimale valutaområder skulle landene opfylde en række betingelser, før gevinsterne ved en fælles valuta ville overstige omkostningerne. Betingelserne var tæt økonomisk integration, samvarierende konjunkturcykler og en høj grad af økonomisk fleksibilitet (for priser, lønninger og i mobiliteten for arbejdskraft og kapital). Andre påpegede, at udviklingen hen mod tættere integration, samvariation mv. af sig selv ville blive forstærket, hvis man indførte en fælles valuta.<sup>2</sup>

I det følgende ses på, hvordan integration og samvariation har udviklet sig i ØMUens første 10 år, og afsluttende kommenteres på implikationerne af, at eurolandene, trods en del fortsatte forskelligheder, har en fælles pengepolitik.

Det skal pointeres, at teorien om optimale valutaområder i praksis næppe havde stor betydning for de politiske beslutninger om oprettelse af og deltagelse i eurosamarbejdet. Her var det snarere tanken om den fælles valuta som den naturlige fuldbyrdelse af det indre marked, der vejede tungt. Alternativet til fastkurssamarbejde og fælles valuta, flydende valutakurser blandt alle EU-landene, var aldrig for alvor på dagsordenen.

### **Finansiell og handelsmæssig integration**

Især den finansielle, men også i nogen udstrækning den handelsmæssige integration mellem eurolandene er øget siden indførelsen af euroen.

Den finansielle integration er vigtig for likviditeten på de finansielle markeder og bidrager til en mere effektiv transmission af pengepolitikken på tværs af eurolandene. En række faktorer, som hæmmer grænseoverskridende finansielle aktiviteter, bl.a. valutarisiko, inflations- og renteforskelle samt transaktionsomkostninger for store betalinger, blev stort set elimineret med indførelsen af euroen.

For pengemarkedet er den meget høje integrationsgrad blevet understøttet af ECBs udvikling af et fælles betalingssystem for store betalinger, Target og Target2.<sup>3</sup> På markedet for statsobligationer er integra-

---

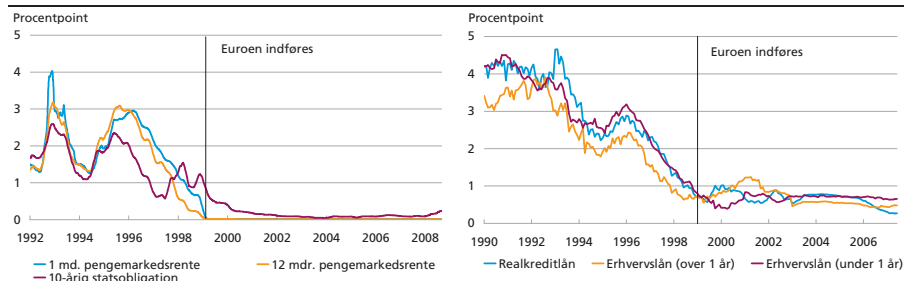
<sup>1</sup> Betegnelsen stammer fra Robert Mundell. Teorien er fx opsummeret i Europa-Kommissionen (2008), s. 44.

<sup>2</sup> Frankel og Rose (1998).

<sup>3</sup> Se ECB (april 2008) for en nærmere analyse af den finansielle integration.

**SPREDNING I PENGEMARKEDS- OG STATSOBLIGATIONSRENTER (VENSTRE)  
OG REALKREDIT- OG ERHVERVSLÅNERENTER (HØJRE)**

Figur 4



Anm.: Standardafvigelse på tværs af eurolandene i usikrede pengemarkedsrenter med 1 og 12 måneders løbetid samt 10-årige statsobligationsrenter. 60 dages glidende gennemsnit. Pengemarkedsrenter (BBA Libor) er for Frankrig, Tyskland, Italien, Belgien (Euribor), Spanien, Holland og Portugal. Data for Portugal fra september 1994. De 10-årige renter er for alle eurolande (ekskl. Luxembourg). Data for Portugal er fra maj 1994 og for Grækenland fra juni 1997.

Kilde: EcoWin og Eurostat.

tionen også stærkt fremskreden. Det fremgår af figur 4 (venstre), der viser en formindsket spredning især mellem eurolandenes (usikrede) pengemarkedsrenter, men også mellem statsobligationsrenterne siden 1999. For bolig- og realkreditlån kommer den øgede finansielle integration ligeledes til udtryk, men dog i mindre grad, jf. figur 4 (højre). På aktie- og detailbankområdet er integrationen fortsat lav, om end stigende.

Alt andet lige måtte det forventes, at indførelsen af den fælles valuta ville øge den handelsmæssige integration mellem deltagerlandene som følge af mindsket usikkerhed om afkast og profitter fra valutakursudsving. ECB vurderer, at væksten i eurolandenes varehandel er øget med gennemsnitligt 2-3 procentpoint<sup>1</sup>. Siden euroens introduktion er intra-eurohandlen med varer steget fra 25 pct. af BNP til 33 pct. af BNP, jf. figur 5. Euroområdet handel med resten af verden er steget tilsvarende.

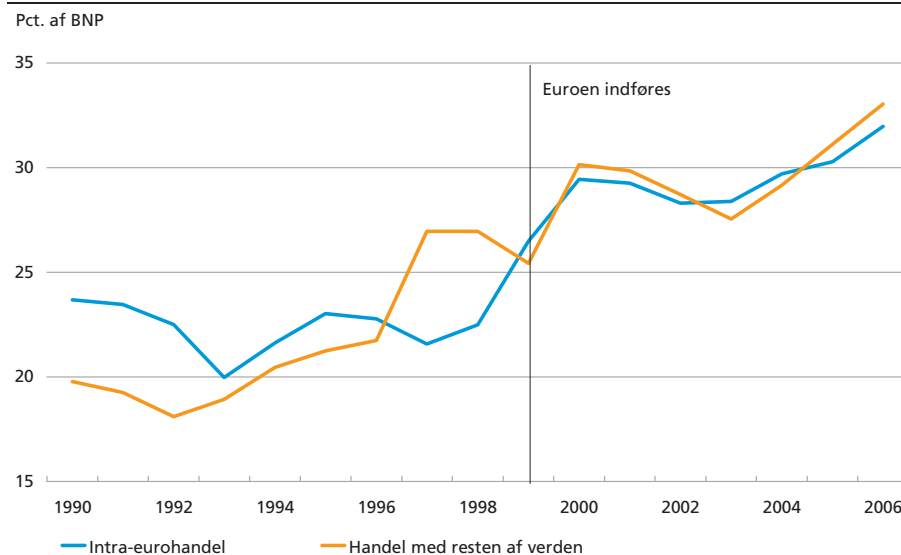
Samhandlen mellem eurolandene målt i forhold til BNP er øget lidt mere end udelandene Danmark, Sverige og Storbritanniens handel med eurolandene. Specielt Storbritanniens handel med euroområdet udgjorde en mindre andel af det engelske BNP i 2007 end i 1999.

En mere nøjagtig vurdering af euroens betydning for samhandlen vanskeliggøres dog af, at det er så godt som umuligt at skelne mellem virkningen af det indre marked, den fælles valuta og den generelle udvikling i global samhandel.

<sup>1</sup> ECB (maj 2008), s. 90.

EUROOMRÅDETS VAREHANDEL

Figur 5



Anm.: Sum af eksport og import af varer mellem eurolandene indbyrdes samt til/fra euroområdet i løbende priser sat i forhold til BNP i løbende priser.

Kilde: UNCTAD.

### Samvarierende konjunkturudsving

En øget handelsmæssig og finansiel integration kan i sig selv forventes at medvirke til mere samvarierende udsving i økonomien<sup>1</sup>.

Som det fremgår af boks 1, er konjunkturforløbene blevet mere synkroner for eurolandene, men forøgelsen af samvariationen har altovervejende fundet sted i perioden op til overgangen til euroen, og derefter er den forblevet på et relativt højt niveau.<sup>2</sup>

Trods de relativt synkroner udsving er spredningen i eurolandenes vækstrater stadig betydelig. Forskellige vækstrater er i vid udstrækning også en naturlig konsekvens af tilpasningsprocessen, hvor mindre velstillede eurolande nærmer sig indkomstniveauet i mere velstillede eurolande gennem perioder med højere vækstrater (den såkaldte catching-up). Imidlertid kan forskellene også skyldes andre faktorer såsom landespecifikke økonomiske stød, forskellige reaktioner på fælles stød, u hensigtsmæssig økonomisk politik eller strukturelle stivheder.

<sup>1</sup> Jf. fx Frankel og Rose (1998) og IMF (2001).

<sup>2</sup> Se Dam (2008) for mere om samvariation for konjunkturcykler.

## KONJUNKTURMØNSTRE I EUROOMRÅDET

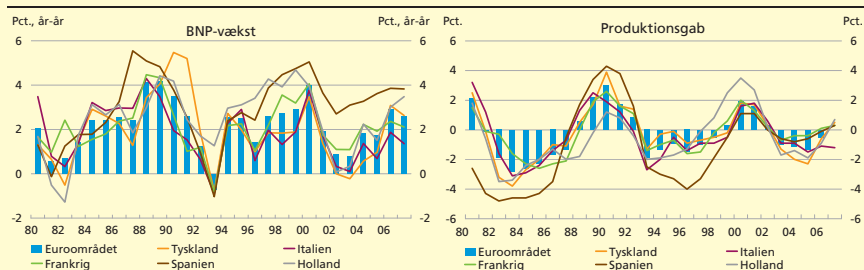
Boks 1

Den planlagte etablering af ØMUen førte til en omfattende debat blandt økonomiske forskere om eksistensen af en fælles europæisk konjunkturcykel, herunder hvorledes samvariationen i de europæiske økonomiers konjunkturcykler har udviklet sig.<sup>1</sup>

Vurderet ud fra BNP-væksten har der været en betydelig samvariation i de fem største økonomier i euroområdet i de seneste årtier, om end der også har været markante afvigelser, jf. figur 6. Således fremstår effekten af genforeningen i Tyskland i 1989 samt den hollandske højkonjunktur i anden halvdel af 1990'erne som episoder med betydelige afvigelser i de økonomiske vækstrater. Samtidig har der været en klar tendens til høje vækstrater i Spanien sammenlignet med de øvrige store lande siden midten af 1990'erne; i årene 1995-2007 var den årlige vækst i Spanien således 1,5 procentpoint højere end i euroområdet under ét. Mervæksten i Spanien afspejler et catching-up-forløb, hvor kapital og produktionsprocesser fra et forholdsvis lavt udgangspunkt gradvist bringes op på niveau med de europæiske højindkomstlande, hvilket resulterer i høj vækst og en udfligning af den historiske indkomstulighed.

## BNP-VÆKST OG PRODUKTIONSGAB I EUROOMRÅDET

Figur 6



Anm.: For Tyskland og euroområdet er anvendt niveaukorrigerede vesttyske data før genforeningen i 1991. Produktionsgab angiver forskellen på faktisk BNP og det potentielle BNP, der er foreneligt med en stabil økonomisk udvikling.

Kilde: OECD (2008) og egne beregninger.

Lignende catching-up-forløb har også gjort sig gældende i fx Irland og Grækenland. Det understreger, at BNP-væksten ikke er et hensigtsmæssigt mål til at sammenligne konjunkturforløb landene imellem, idet udviklingen i BNP afspejler såvel konjunktursving som langsigtede tendenser, der altså kan variere betydeligt i de forskellige lande.

Et oplagt alternativ er derfor opgørelser af produktionsgabene i de enkelte økonomier, idet produktionsgabene er en bedre indikator for økonomiens samlede konjunkturtilstand. Ifølge OECDs (2008) opgørelse af produktionsgabene i de fem største eurolande er der en betydelig tendens til synkrone konjunktursving i de enkelte lande siden 1980, om end nogle af de allerede nævnte forskelle fortsat fremgår, jf. figur 6.

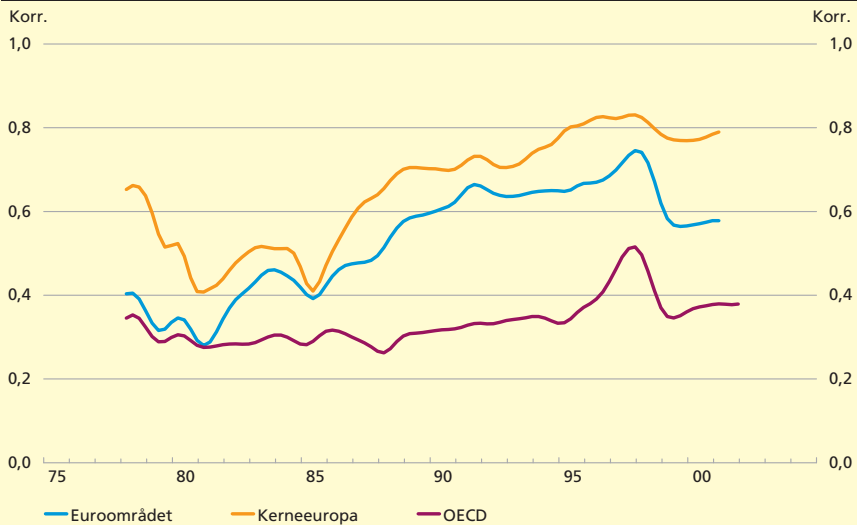
Opgørelsen af produktionsgabene er imidlertid baseret på en række økonomisk-teoretiske antagelser og komplicerede beregninger, som kan opfattes som kontroversielle. Bl.a. derfor har litteraturen om samsving i de europæiske konjunkturcykler primært baseret sig på simple, statistiske filtre.<sup>2</sup> I figur 7 vises udviklingen i samvariationen for konjunktursving for såvel eurolandene som en bredere gruppe af OECD-lande, hvor hvert lands konjunkturkomponent netop er bestemt ved brug af et statistisk filter, der adskiller den langsigtede trendudvikling fra de kort- og mellemfristede konjunktursving i kvartalsvis BNP. Samvariationen er efterfølgende beregnet som gennemsnit af de parvise korrelationer for alle lande over perioder af 10 år.

FORTSAT

Boks 1

## SAMVARIATION I KONJUNKTURSving I EUROPA OG OECD

Figur 7



Anm.: Uvægtet gennemsnit af korrelationskoefficienter for konjunkturkomponenten i BNP for centrerede perioder af 10 års længde. Konjunkturkomponenten isoleret med Baxter-King-filtre (1999) på kvartalsvise tidsreier for BNP til og med 2009 (OECDs skøn for den ikke-historiske periode). Som følge af bl.a. begrænsninger i datamaterialet udgøres "Kerneuropa" i beregningerne af Tyskland, Frankrig, Italien, Spanien, Holland og Belgien; "Euroområdet" følger Finland, Grækenland, Irland og Portugal til kernelandene; "OECD" følger yderligere Danmark, Sverige, Norge, Storbritannien, USA, Canada, Australien, New Zealand og Japan til.

Kilde: OECD (2008) og egne beregninger.

Tre tendenser træder stærkt frem: For det første har samvariationen internt i euroområdet været klart højere end i en bredere kreds af OECD-lande siden slutningen af 1980'erne. Forskellen blev dog indsnævret i forbindelse med opsvinget frem mod årtusindeskiftet og den efterfølgende afmatning, efter it-boblen brast. Dette markante boom-bust-forløb var af global karakter og fremtræder i beregningerne som en global konvergens i konjunkturcyklerne, jf. fx Artis (2003).

For det andet er samvariationen i euroområdet steget markant siden midten af 1980'erne. Dette stemmer overens med, at øget integration af såvel vare- som kapitalmarkederne på EUs fælles marked bidrager til større samvariation i konjunkturcyklerne.<sup>3</sup> Hvorvidt de faste valutakurser i sig selv har bidraget til en stærkere fælles europæisk konjunkturcykel, er stadig genstand for stor diskussion, jf. Dam (2008).

Endelig står det klart, at konjunkturmønstret ikke er homogent på tværs af euroområdet. I Dam (2008) argumenteres der på grundlag af flere tidligere studier for, at euroområdet i konjunkturmæssig forstand har en kerne bestående af Tyskland, Holland, Belgien, Frankrig, Østrig og til dels Italien og Spanien. Samvariationen blandt disse økonomier ses at være klart stærkere end i hele euroområdet under ét. Specielt har de seneste års globale divergens kun ramt "randlande" som Irland, Grækenland og Portugal, hvorimod samvariationen i kernelandene er forblevet på et ganske højt niveau i hele euroens levetid. I takt med, at "randlandenes" integration med euroområdet styrkes, er en øget kobling til denne europæiske konjunkturcykel sandsynlig.

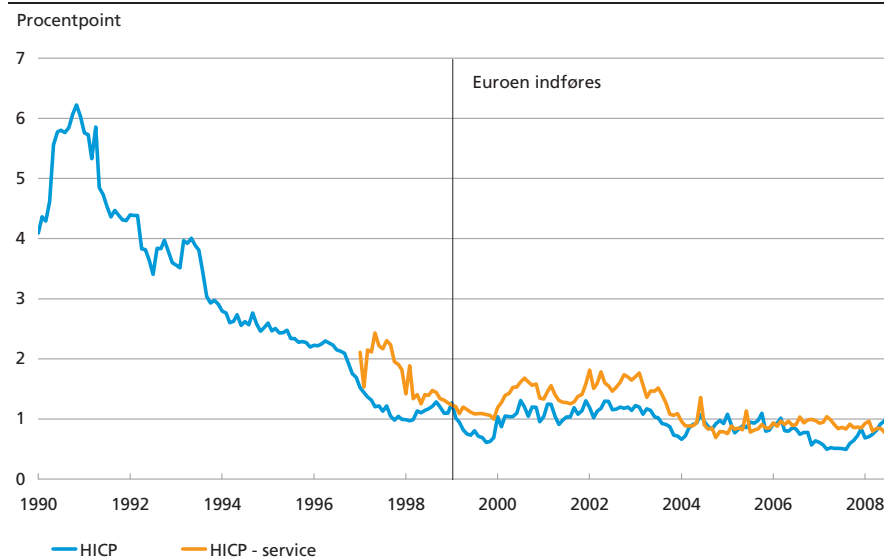
<sup>1</sup> Debatten og resultaterne gennemgås og perspektiveres – herunder med en dansk vinkel – i Dam (2008).

<sup>2</sup> I Dam (2008) diskuteres brugen af henholdsvis statistiske filtre og metoder med en mere direkte forankring i økonomisk teori til identifikation af konjunkturcykler.

<sup>3</sup> Jf. fx Frankel og Rose (1998) og IMF (2001). I de Haan et al. (2008) findes en oversigt over flere analyser, som finder lignende resultater.

SPREDNING I INFLATION BLANDT EUROLANDENE

Figur 8



Anm.: Harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) fra 1997 og nationale forbrugerprisindeks for 1997. Standardafvigelse er beregnet for de "oprindelige" 12 eurolande.

Kilde: Eurostat.

### Inflationsforskelle

I perioden op til indførelsen af euroen blev inflationsforskellene mellem eurolandene mindsket betydeligt, jf. figur 8. Efterfølgende har spredningen været nogenlunde konstant. Forskellene er en naturlig konsekvens af ovennævnte catching-up-proces, der også indebærer, at prisniveauer i mindre velstående lande gradvist tilpasser sig prisniveauerne i de mere velstående lande<sup>1</sup>. Men inflationsforskellene kan også skyldes nationale strukturelle stivheder på produkt- og arbejdsmarkederne i form af træg tilpasning af relative priser eller divergerende lønstigninger i forhold til produktiviteten i nogle eurolande.

En betragtelig del af udgifterne i servicesektoren går til lønninger, og inflationsspredningen for servicekomponenten i HICP-indekset har – trods en aftagende tendens – været lidt større end for det samlede HICP-indeks. Endvidere varierer følsomheden over for udsving i energipriser på tværs af eurolandene. De accelererende olie- og fødevarerpriser og deres forskellige vægte i landenes prisindeks er med til at forklare stigningen i inflationsspredningen siden sommeren 2007.

<sup>1</sup> I Kramp og Thamsborg (2008) analyseres denne catching-up-proces i de nye EU-lande.

### Passer én størrelse til alle?

Alt i alt er der i ØMUens første 10 år sket en ret behersket forøgelse af den økonomiske integration, men i hvert fald for en række af eurolandene er der en stabil og høj grad af økonomisk samvariation.

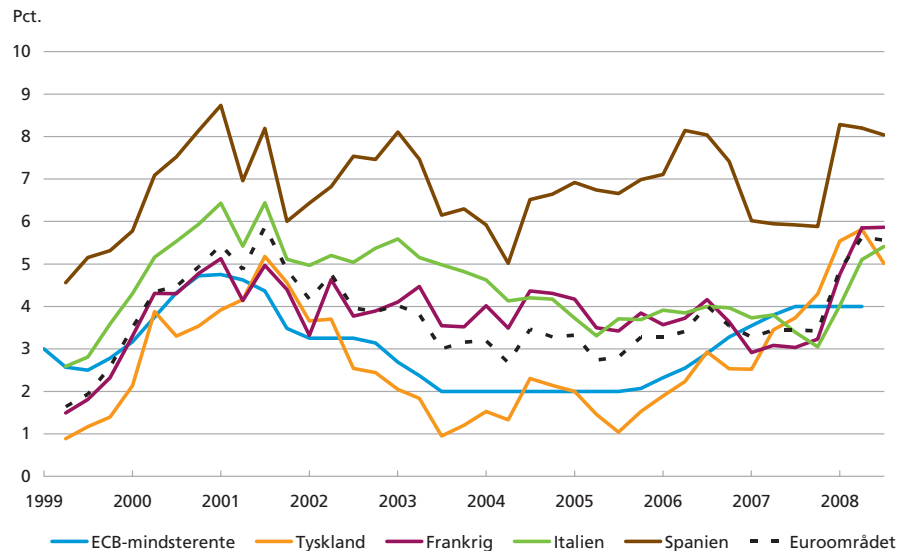
ECBs pengepolitik fastlægges ud fra en vurdering af euroområdet økonomi som helhed, og det kan ikke undgås, at den i perioder vil passe bedre til nogle landes økonomiske situation end til andre.

I figur 9 er det illustreret, hvad den pengepolitiske rente kunne have været i en række af eurolandene samt for hele euroområdet, hvis den var blevet fastlagt nationalt efter den såkaldte Taylor-regel. Denne "regel" beregner lidt forenklet sagt den pengepolitiske rente ud fra en samlet vurdering af inflation (lav inflation giver plads til lav rente, høj inflation kræver høj rente) og vækst (lavkonjunktur tilsiger lav rente, højkonjunktur høj rente).

Figuren illustrerer eksempelvis, at Tyskland i lavvækstperioden i 2002-04, hvor den tyske inflation også var relativt lav, skulle have haft en lavere rente ifølge reglen. Omvendt skulle Frankrig have haft en højere rente end den faktiske ECB-rente i denne periode. Spanien havde en meget høj vækst i perioden og skulle have haft en væsentligt højere rente i hele perioden. For euroområdet som helhed tilsiger reglen en noget højere rente i næsten hele perioden.

PENGEPOLITISK RENTE IFØLGE TAYLOR-REGEL

Figur 9



Anm.: Taylor-reglen er specificeret som:  $r_t = \text{inflation}_{t-1} + \frac{1}{2}(\text{inflation}_{t-1} - 1,8) + \frac{1}{2}(\text{produktionsgab}_{t-1}) + \text{potentiell vækst}_{t-1}$ . Den er forbundet med en del usikkerhed på grund af omfattende revisioner af produktionsgab.

Kilde: EcoWin, Consensus Economics, OECD (2008) og Taylor (1993).

Det skal understreges, at beregningerne udelukkende er illustrative. Ingen centralbanker fastlægger i praksis deres pengepolitik ud fra Taylor-reglen.

## KONKLUSION

---

Efter de første 10 år kan det konstateres, at det er lykkedes at få skabt og fastholdt en stabil ramme om euroområdet økonomi i form af stabile priser og eliminering af den interne valutauro, som prægede de foregående årtier. Den aktuelle finansielle uro, som blev udløst af subprime-krisen i USA, er forløbet uden tidligere tiders europæiske valutakriser.

ECB har opfyldt sin målsætning om at holde inflationen stabil, selv om inflationen gennemgående har ligget en anelse over den konkrete målsætning på "under, men tæt på 2 pct.". Det er lykkedes at skabe respekt og troværdighed om institutionen på de finansielle markeder og få forankret inflationsforventningerne i euroområdet. Det stød til inflationen, som opleves i 2008 i form af kraftige stigninger i oliepris og fødevarerpriser, kombineret med udsigten til en økonomisk afmatning i euroområdet, udgør en særlig stor udfordring for fastlæggelsen af ECBs pengepolitik i den kommende tid.

Indførelsen af euroen har ikke i sig selv medført nogen meget klar forøgelse af den økonomiske integration i euroområdet. Men fundamentet for en holdbar økonomisk vækst i form af stabile priser og et område med fastlåste valutakurser er blevet leveret.



## LITTERATUR

---

Artis, M.J. (2003), Is there a European business cycle?, CESifo, *Working Paper*, nr. 1053.

Artis, M.J. og W. Zhang (1997), International business cycles and the ERM: is there a European business cycle?, *International Journal of Finance and Economics*, vol. 2 nr. 1.

Artis, M.J. og W. Zhang (1999), Further evidence on the international business cycle and the ERM: is there a European business cycle?, *Oxford Economic Papers*, vol. 51 nr. 1.

Baxter, M. og R.G. King (1999), Measuring business cycles: approximate band-pass filters for economic time series, *Review of Economic Statistics*, vol. 81 nr. 4.

Bartholdy, Niels og Jens Thomsen (2002), Euroen 2002, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Dam, Niels Arne (2008), Konjunkturcykler i Danmark og Europa, Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 56.

ECB (april 2008), Financial Integration in Europe.

ECB (maj 2008), 10th Anniversary of the ECB Monthly Bulletin.

Europa-Kommissionen (2008), EMU@10, Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, *European Economy* 2.

Frankel, J.A. og A.K. Rose (1998), The endogeneity of the optimum currency area criteria, *Economic Journal*, vol. 108 nr. 449.

Goldman Sachs (2008), *The Euro at Ten: Performance and Challenges for the Next Decade*, juni.

de Haan, J., R. Inklaar og R. Jong-a-Pin (2008), Will business cycles in the Euro Area converge? A critical survey of empirical research, *Journal of Economic Surveys*, vol. 22 nr. 2.

IMF (2001), *World Economic Outlook*, kapitel 2.

Kramp, Paul Lassenius og Susanne Hougaard Thamsborg (2008), Real konvergens i de nye EU-lande, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

OECD (2008), *Economic Outlook*, nr. 83, juni.

Pisani-Ferry, Jean, P. Aghion, M. Belka, J. von Hagen, L. Heikensten og A. Spir (2008), *Coming of Age: Report on the euro area*, Bruegel.

Taylor, J.B. (1993), Discretion Versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, nr. 39, s. 195-214.

---

## Real konvergens i de nye EU-lande

---

*Paul Lassenius Kramp og Susanne Hougaard Thamsborg, Økonomisk Afdeling*

---

### INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

De nye EU-lande i Central- og Østeuropa har siden Sovjetunionens opløsning i 1991 oplevet store vækstudsving i indkomsten pr. indbygger. Efter kraftige fald i begyndelsen af perioden har de siden 1997 generelt højere vækstrater end de gamle EU-lande (EU-15)<sup>1</sup>, hvorved indkomsten pr. indbygger har nærmet sig niveauet i EU-15, jf. figur 1, dvs. der er sket en real konvergens.

Konvergens i de nye EU-lande mod levestandarden i de gamle EU-lande ledsages typisk af stigende prisniveauer, og dermed er der sammen med den reale konvergens også sket en nominel konvergens. Den nominelle konvergens viser sig i form af stigende inflation og/eller en styrket valutakurs.

Denne artikel belyser den reale konvergensproces og de tilknyttede økonomisk-politiske udfordringer. Endvidere belyses, hvordan valget af valutakursregime påvirker den nominelle konvergensproces og herunder landenes mulighed for at opfylde EU-traktatens kriterier for optagelse i euroområdet, jf. appendiks. Endelig sættes der fokus på udsigterne for den videre reale konvergens. Der fokuseres på de nye central- og østeuropæiske EU-lande, der endnu ikke deltager i eurosamarbejdet, dvs. Bulgarien, Estland, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn.<sup>2</sup>

Den reale konvergens i de nye EU-lande er i høj grad blevet drevet af produktivitetsgvinster som følge af øget kapitalindstrømning, strukturelle reformer og institutionelle forbedringer. Som følge af konvergensprocessen opstår der generelt relativt store ubalancer i form af store underskud på betalingsbalancens løbende poster og derved stigende udlandsgæld. Underskuddene er hovedsageligt blevet finansieret dels af indadgående direkte investeringer (FDI), dels af kapitalindstrømning fra udenlandske banker som følge af en betydelig finansiel integration.

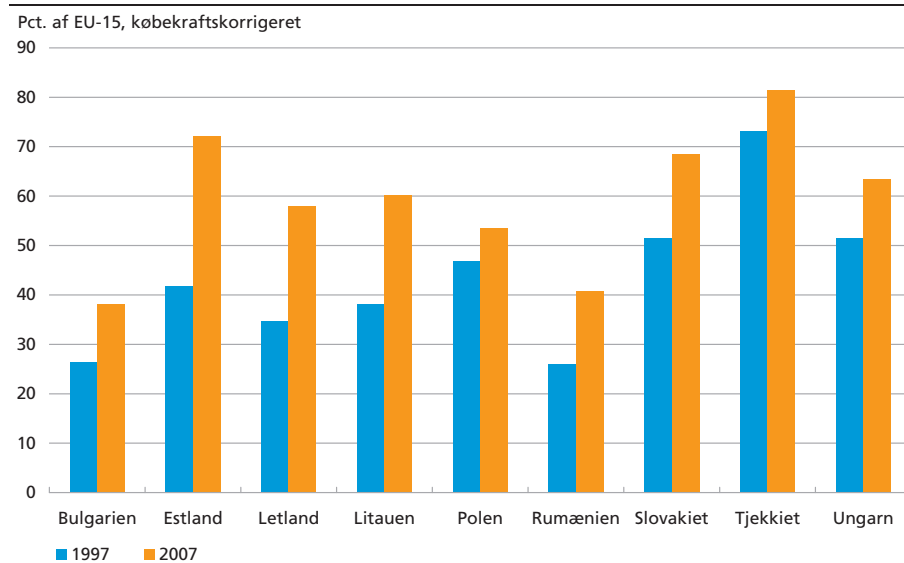
---

<sup>1</sup> EU-15 dækker over Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Sverige, Tyskland, Storbritannien og Østrig.

<sup>2</sup> Estland, Letland, Litauen, Polen, Slovakiet Tjekkiet, og Ungarn blev optaget i EU i 2004, mens Bulgarien og Rumænien blev optaget i 2007. Slovakiet deltager pr. januar 2009 i eurosamarbejdet.

KONVERGENS I INDKOMST PR. INDBYGGER MOD EU-15-NIVEAU

Figur 1



Anm.: BNP pr. indbygger i pct. af gennemsnittet i EU-15. Første observation for Rumænien er 1999.  
Kilde: EcoWin.

De nye EU-landes valutakursregimer spiller en vigtig rolle for, hvordan økonomien udvikler sig under konvergensprocessen. Det er ikke oplagt, hvilket regime der danner den bedste ramme for opfyldelse af Maastricht-kriterierne. Der er en tendens til, at lande med fastkursregimer oplever et større inflationspres og har større underskud på betalingsbalancen, mens lande med flydende valutakurs har større underskud på de offentlige finanser.

De store betalingsbalanceunderskud og dermed stor afhængighed af udenlandsk finansiering gør de nye EU-lande sårbare over for eksterne chok. I flere af landene har virksomhederne og borgerne desuden en stor gældsandel i udenlandsk valuta, hvilket mindsker effektiviteten af centralbankernes pengepolitik.

Fælles for alle landene er, at der er behov for at fortsætte de strukturelle forbedringer, idet indkomstforskellen til EU-15 stadig er betragtelig.

## REAL KONVERGENS

I denne artikel er real konvergens defineret ved, at indkomsten pr. indbygger i de nye EU-lande nærmer sig indkomstniveauet i EU-15. Den reale konvergens drives af en højere produktivitetsvækst i de nye EU-lande end i EU-15. De seneste ti år har produktivitetsvæksten (BNP pr. arbejder) ligget mellem 3 og 7 pct. år-til-år i de nye EU-lande, mens den blandt EU-15 har ligget mellem 0 og 3 pct.

For det første påvirkes produktiviteten af kvaliteten af et lands institutioner, dvs. faktorer som omfanget af korrupsion, respekten for privat ejendomsret, fleksibiliteten af arbejdsmarkedet mv. I praksis er kvaliteten af institutionerne i de nye EU-lande ringere end i EU-15. Alene ønsket om og til dels forudsætningen for at blive optaget i EU har dog været med til at fremskynde reformprocessen og mindske kvalitetsforskellen mellem institutionerne i de nye EU-lande og EU-15. Det har øget produktiviteten og dermed væksten.

For det andet har kombinationen af institutionelle forbedringer, strukturelle reformer og muligheden for højt afkast af kapital gjort det særligt attraktivt at investere i de nye EU-lande. Det har betydet, at kapitalapparatet er blevet udvidet kraftigt, både som følge af indenlandsk opsparing og udenlandske investeringer. Overgangen til markedsøkonomier med frie kapitalbevægelser betød, at store mængder kapital og teknologi fra de industrialiserede lande – særligt Vesteuropa – begyndte at strømme ind. Det større kapitalapparat har trukket produktiviteten og dermed den økonomiske vækst op.

## **KAPITALSTRØMME, UDENLANDSKE DIREKTE INVESTERINGER OG FINANSIEL INTEGRATION**

---

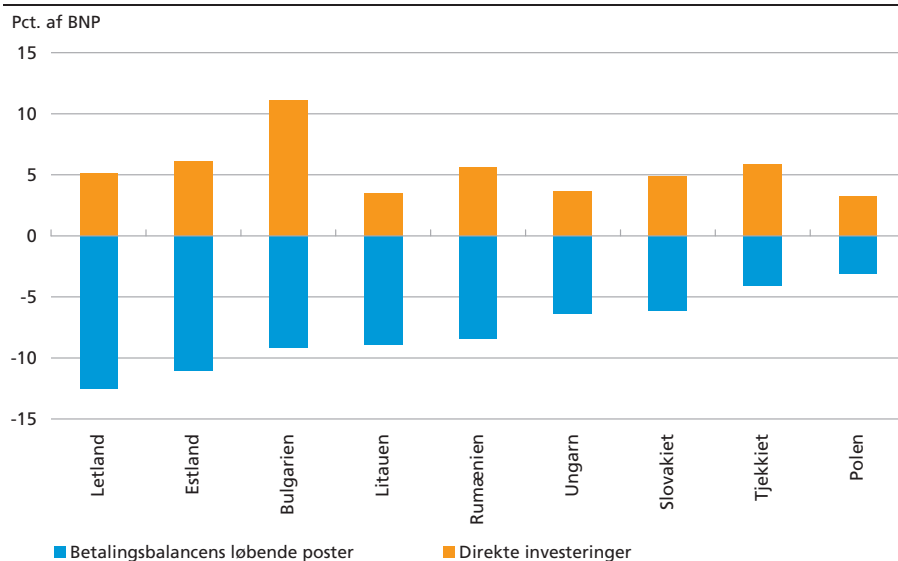
I kølvandet på den reale konvergensproces er fulgt forventninger om store produktivetsgevinster og afkast, hvorfor de nye EU-lande har kunnet tiltrække store mængder kapital fra de vestlige lande. Udsigten til højere indkomst medførte desuden, at forbrugere og virksomheder i de nye EU-lande øgede deres forbrug og investeringer. Dermed steg også efterspørgslen efter kapital.

Det har ført til underskud på betalingsbalancens løbende poster, og der er blevet opbygget en stor udlandsgæld. Betalingsbalanceunderskuddet er i høj grad blevet dækket af udenlandske direkte investeringer, jf. figur 2.

En væsentlig del af årsagen til, at de nye EU-lande har kunnet opbygge og finansiere den store udlandsgæld, er, at landenes finansielle markeder hurtigt blev stærkt integreret med de vesteuropæiske markeder. Det kan bl.a. ses ved, at de østeuropæiske landes banksektor i vid udstrækning er blevet overtaget af vestlige banker, jf. figur 3. Den finansielle integration har mindsket finansieringsomkostningerne ved gældsætning ved at lette adgangen til eurolikviditet. I fastkursregimerne anses risikoen ved at finansiere sig i euro ydermere for at være lille, i det omfang regimerne understøttes af den øvrige økonomiske politik. En stor del af lånene er derfor ydet i euro til lave eurorenter, hvilket har betydet lave eller ligefrem negative forventede realrenter.

BETALINGSBALANCEUNDERSKUD OG DIREKTE INVESTERINGER, 1995-2007

Figur 2



Anm.: Aggregeret for perioden 1995-2007 (Polen: 2000-07, Rumænien: 1998-2007). Direkte investeringer er opgjort netto.

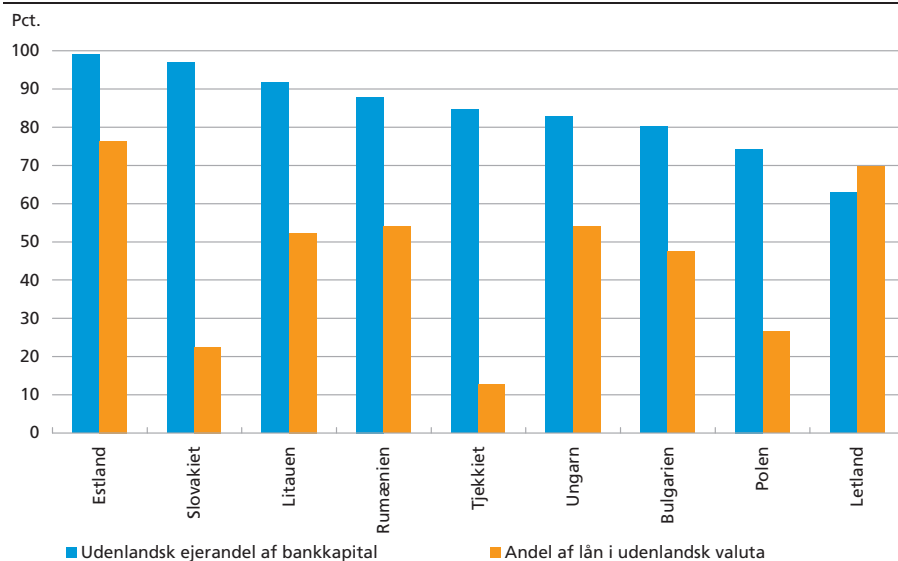
Kilde: Eurostat.

Det har givet sig udslag i en kraftig vækst i kreditgivning til både virksomhederne og husholdningerne siden 2000, jf. figur 4.

For husholdningerne er især boliggylden vokset, samtidig med at der har været kraftige prisstigninger på boliger. Det har været med til at

STOR FINANSIEL INTEGRATION

Figur 3

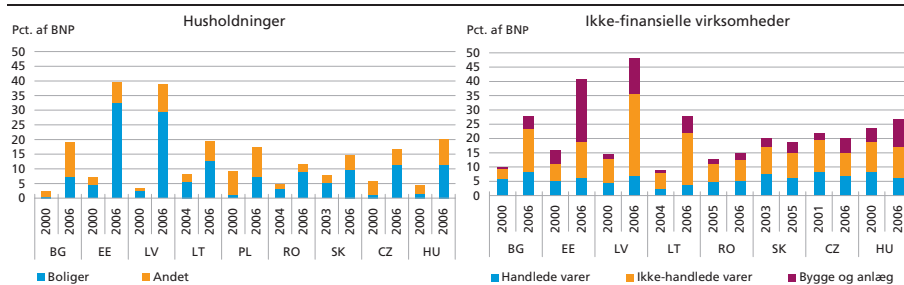


Anm.: Data for 2006. Fordelingen på udenlandsk valuta fremgår ikke, men euro udgør sandsynligvis størstedelen.

Kilde: The European Bank for Reconstruction and Development (2007) og IMF (2007a).

KREDIT TIL HUSHOLDNINGER OG IKKE-FINANSIELLE VIRKSOMHEDER

Figur 4



Anm.: BG: Bulgarien, EE: Estland, LV: Letland, LT: Litauen, PL: Polen, RO: Rumænien, SK: Slovakiet, CZ: Tjekkiet, HU: Ungarn.

Kilde: Bems, Rudolfs og Schellekens (2007).

stimulere boliginvesteringerne i mange lande. For virksomhederne er det hovedsageligt byggeinvesteringer og investeringer i sektoren for ikke-handlede varer, der er steget kraftigt.

## NOMINEL KONVERGENS – STYRKELSE AF VALUTAKURSEN ELLER HØJERE INFLATION

I takt med at indkomsten i de nye EU-lande vokser, vil forbrugernes købekraft nærme sig købekraften i EU-15. Det indebærer, at prisniveauet i de nye EU-lande bliver trukket op imod EU-15-prisniveauet, målt i samme valuta, dvs. de oplever nominel konvergens.

Afhængig af valutakursregime vil effekten hovedsageligt materialisere sig som stigende inflation (fast valutakursregime) eller som apreciering af den nominelle valutakurs (flydende/fleksibelt valutakursregime).

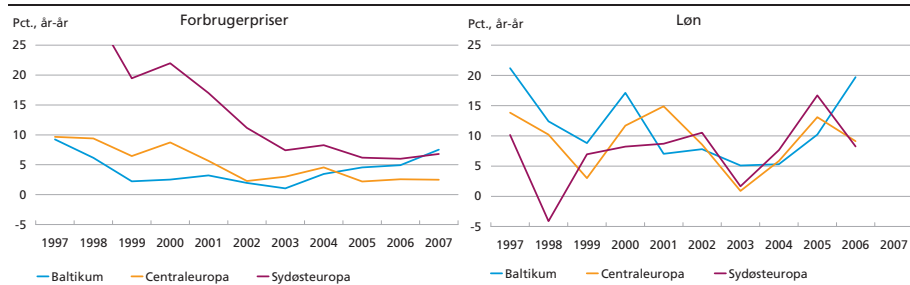
### Løn og priser

I kølvandet på real konvergens følger der således en risiko for højere inflation end i de lande, landet konvergerer imod, dvs. EU-15. Udfordringen består i at sikre en stabil konvergensproces, hvor inflationen ikke løber løbsk og fører til overophedning og efterfølgende stærk stigning i ledigheden. Fra slutningen af 1990'erne til lidt før EU-udvidelsen faldt løn- og prisinflationen i de fleste nye EU-lande, men siden 2003 er den taget til – specielt i de baltiske lande, jf. figur 5. Den stigende løninflation skal bl.a. ses i lyset af fald i arbejdsløsheden – fra henholdsvis 11, 15 og 9 pct. i Baltikum, Central- og Sydøsteuropa i 2003 til henholdsvis 5, 9 og 7 pct. i 2007 (uvægtede gennemsnit).

De seneste års stigende inflation i mange af de nye EU-lande er delvis cyklisk betinget. Den hastigt stigende indenlandske efterspørgsel og BNP-vækst tyder på en overophedning af flere af økonomierne, hvilket bl.a. giver sig udslag i accelererende priser, jf. Bini Smaghi (2007). De se-

## FORBRUGERPRISER OG LØN

Figur 5



Anm.: Gennemsnitlige løn- og prisstigninger (uvægtede gennemsnit) i Sydøsteuropa (Bulgarien, Rumænien og Ungarn), Centraleuropa (Polen, Tjekkiet og Slovakiet) og Baltikum (Estland, Letland og Litauen). Bulgarien indgår i prisdata fra 1998 og i løndata fra 1999. Rumænien indgår i løndata fra 2001.

Kilde: Eurostat.

neste kraftige stigninger i globale olie- og fødevarerpriser øger endvidere inflationen mere i de nye EU-lande end i euroområdet, idet olie- og fødevarerkomponenterne har større vægt i det samlede forbrugerprisindeks end i euroområdet.

Der findes imidlertid også strukturelle forklaringer på, hvorfor der kan opstå et inflationspres i konvergenslande. En velkendt forklaring på forhøjede løn- og prisstigninger i forbindelse med real konvergens er Balassa-Samuelson-effekten. I henhold til denne effekt drives konvergensprocessen af produktivitetsevninger. Disse er størst i sektoren for handlede varer, som modsat servicesektoren (ikke-handlede varer) er mere konkurrenceudsat og kan tiltrække teknologitunge direkte investeringer fra udlandet. Lønningerne i sektoren for handlede varer stiger med produktiviteten, og det smitter af på lønnen i sektoren for ikke-handlede varer, selv om der ikke har været produktivitetsevækst. Derfor stiger prisen på ikke-handlede varer mere end produktiviteten, hvilket skaber inflation. Empiriske studier understøtter kun i begrænset omfang Balassa-Samuelson-hypotesen.<sup>1</sup>

En anden strukturel forklaring fokuserer på kvalitetsforbedringer som årsag til stigende inflation i konvergenslandene. Tanken er, at de nye EU-lande ikke blot producerer og eksporterer mere, men at de også producerer og eksporterer bedre varer til en højere stykpris. Kvaliteten af varerne i kurven, der ligger til grund for forbrugerprisindekset, forbedres dermed løbende, hvilket giver stigende priser. Det er vanskeligt at justere korrekt for sådanne kvalitetsforbedringer, hvorved den målte

<sup>1</sup> Det kan enten skyldes, at der er tale om en cyklisk (konjunkturbetinget) snarere end en strukturel effekt, eller at antagelserne bag hypotesen er for restriktive. I hypotesen antages, (1) at produktivitetsevæksten i sektoren for handlede varer driver reallønnen, (2) at lønvæksten i sektoren for handlede varer løfter lønnen i andre sektorer, og (3) at produktivitetsevæksten i sektoren for ikke-handlede varer er nul, så lønstigninger afspejles fuldt ud i højere priser. En analyse af Égert, Balázs og Podpiera (2008) tyder på, at ingen af disse antagelser holder helt i de nye EU-lande.



inflation bliver for høj, dvs. der opstår en "kvalitetsbias". IMF har dannet en proxy for produktkvalitet, Unit Value Ratio, jf. Igan et al. (2007). Fra omkring 2000 er Unit Value Ratio steget betydeligt i de fleste nye EU-lande – specielt i Tjekkiet, Estland og Ungarn. Det afspejler, at der har været kvalitetsforbedringer, som kan give anledning til en "kvalitetsbias" i den målte inflation.

### Valutakursregime og nominel konvergens

Valutakursregimerne i de nye EU-lande spiller en betydelig rolle for deres konvergensproces. De baltiske lande og Bulgarien har valgt at bevare snævre eller slet ingen udsvingsbånd over for euro, jf. tabel 1. Også Ungarn har ført fastkurspolitik, men med bredere udsvingsbånd. Disse lande karakteriseres i det følgende som "fastkursregimer". Polen, Tjekkiet og Rumænien har frit flydende valutakurser og styrer efter et inflationsmål. Slovakiet har trods sin ERM2-deltagelse i praksis styret flydning (inden for udsvingsbåndene) og har revalueret centalkursen to gange undervejs i ERM2. Disse lande karakteriseres derfor som "flekskursregimer".

Valget mellem faste og flydende valutakurser er afgørende for, om den nominelle konvergens viser sig i form af højere inflation eller nominel appreciering, jf. figur 6.

Føres der fastkurspolitik, er centralbankernes mandat at holde valutakursen stabil, hvorfor stort set hele den nominelle konvergens sker via

VALUTAKURSREGIMER I DE NYE EU-LANDE PR. 2007 Tabel 1

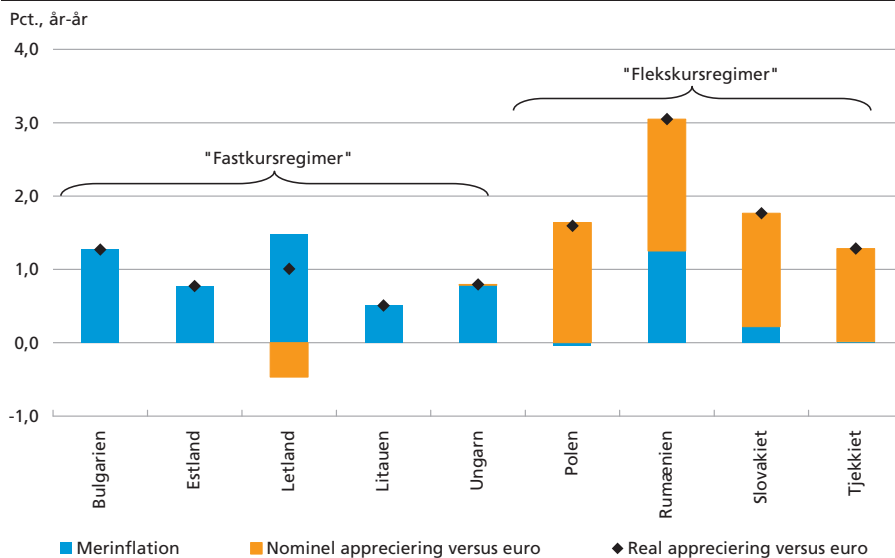
	Regime	Målsætning	ERM2
"Fastkursregimer"	<b>Currency board</b>		
	Estland (kroon)	fast kurs over for euro	ja
	Litauen (litas)	fast kurs over for euro	ja
	Bulgarien (lev)	fast kurs over for euro	nej
	<b>Fastkurssamarbejde med udsvingsbånd</b>		
	Letland (lats)	euro med +/- 1 pct.	ja
"Flekskursregimer"	Ungarn (forint)	euro med +/- 15 pct. og inflationsmål	nej
	Slovakiet (koruna)	euro med +/- 15 pct. og inflationsmål	ja
	<b>Styret flydning</b>		
	Tjekkiet (koruna)	inflationsmål	nej
	Rumænien (leu)	inflationsmål	nej
"Uafhængig flydning"	<b>Uafhængig flydning</b>		
	Polen (zloty)	inflationsmål	nej

Anm.: Currency Board er en fuldstændig fastlåsning af et lands valuta til en ankervaluta. Begrebet er nærmere belyst i Bie og Hahneemann (2000). ERM2 (Exchange Rate Mechanism II) er et fastkurssamarbejde, hvor deltagerlandene og ECB gensidigt forpligter sig til at holde valutakursen inden for de normale udsvingsbånd (+/- 15 pct.). De baltiske lande har dog unilateralt valgt snævrere udsvingsbånd. Ungarn har pr. februar 2008 valgt at lade valutakursen flyde og forfølge et inflationsmål.

Kilde: IMF (2007b).

**NOMINEL KONVERGENS (REAL APPRECIERING OVER FOR EURO) OPDELT PÅ INFLATION OG NOMINEL VALUTAKURSAPPRECIERING 2004-07**

Figur 6



Anm.: Gennemsnitlige årlige ændringer. Perioden er sat til 2004-07, hvor den pengepolitiske strategi i de fleste lande har ligget fast.

Kilde: Eurostat.

inflationen. Det er medvirkende til, at især disse lande aktuelt har problemer med at overholde konvergenskriteriet vedrørende inflation, jf. appendiks.<sup>1</sup> Til gengæld fordrer fraværet af pengepolitiske virkemidler en større finanspolitisk disciplin. Med undtagelse af Ungarn har fastkursregimerne beskedne underskud eller ligefrem overskud på den offentlige saldo.

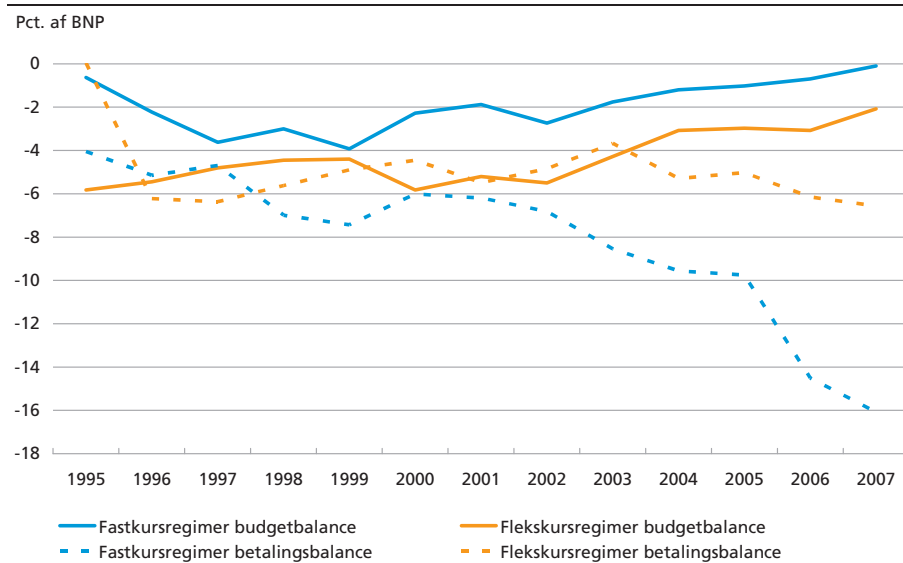
En flydende nominel valutakurs giver centralbankerne mulighed for at føre en selvstændig pengepolitik, og de har dermed større spillerum til at modgå inflationspresset. Den nominelle konvergens sker derfor som en kombination af en styrkelse af den nominelle valutakurs og inflation. Det har til gengæld fordret mindre finanspolitisk disciplin end i fastkursregimerne, hvilket har ført til større underskud på de offentlige finanser. Derfor er flekskursregimerne generelt tættere på at overskride konvergenskriteriet vedrørende sunde offentlige finanser end fastkursregimerne, jf. appendiks.

Alt i alt er der en tendens til, at fastkursregimerne har større underskud på betalingsbalancen, mens flekskursregimerne har større underskud i de offentlige finanser, jf. figur 7.

<sup>1</sup> For at komme i betragtning som deltager i eurosamarbejdet skal et land bl.a. overholde en række konvergenskriterier vedrørende inflation, renter og offentlige finanser. Disse er nærmere beskrevet i appendiks.

BETALINGSBALANCE OG OFFENTLIG SALDO

Figur 7



Anm.: Uvægtede gennemsnit. Opdelingen på fast- og flekskursregimer følger fordelingen i figur 6.  
 Kilde: Eurostat.

### Inflationsbekæmpelse – økonomisk-politiske virkemidler

Centralbankerne i fastkursregimerne må løbende tilpasse den pengepolitiske rente for at fastholde valutakursen og har derfor ikke mulighed for at føre selvstændig pengepolitik. Hvis der i markederne er tiltro til fastkurspolitikken, vil niveauet for den pengepolitiske rente ligge tæt på renteniveauet i ankerlandet (euroområdet). Det trækker i retning af lavere pengepolitiske renter, end deres høje vækstrater umiddelbart ville tilsi. Konsekvensen heraf er en høj kreditvækst, en højere indenlandsk efterspørgsel, en højere BNP-vækst, større inflationspres og i sidste ende en forværring af betalingsbalancen.

Kombinationen af tendens til høj vækst og manglende mulighed for at føre selvstændig pengepolitik fordrer stor finanspolitisk disciplin, hvis inflationen skal holdes nede. Finanspolitiske stramninger virker, men med nogen forsinkelse, og der er grænser for, hvor store offentlige budgetoverskud det politisk er muligt at have. Endvidere fordrer konvergensprocessen i sig selv et behov for offentlige investeringer. Der kan dog gøres brug af alternative virkemidler til at dæmpe inflationspreset som fx forhøjede reservekrav, lavere belåningsgrad på boliger og mindskede rentefradrag (for at bremse kreditvækst) samt øget fleksibilitet på arbejdsmarkederne (for at begrænse lønpres).

I flekskursregimer har centralbankerne i teorien bedre muligheder for at modgå stigende inflationspres. Men mulighederne for selvstændig pengepolitik begrænses, jo mere åben økonomien er, og jo større ande-

len af udenlandsk denominerede lån er, idet det nationale rente- og valutakursniveau bliver mindre afgørende.

I konvergerende økonomier – uanset valutakursregime – gælder det, at globaliseringen øger inflationspresset. Faldende aktivitet, der burde dæmpe inflationspresset via stigende arbejdsløshed, betyder i stedet blot øget udvandring. Det kan gøre det vanskeligt at bryde en inflationsspiral. De seneste kraftige stigninger i globale olie- og fødevarerpriser gør blot udfordringen endnu større – ikke mindst fordi olie- og fødevarerkomponenten generelt har en større vægt i det samlede forbrugerprisindeks end i fx EU-15.

### **AFRUNDING – UDSIGTER FOR DEN VIDERE REALE KONVERGENS**

---

De nye EU-landes hurtige og stærke integration med EU-15 har ført til massiv kapitalindstrømning i forventning om høje afkast, hvilket har muliggjort en hurtig real konvergens i mange af landene.

Den hurtige vækst har været forbundet med store ubalancer og tegn på overophedning, specielt i lande med fastkursregimer der generelt gennemgår en hurtigere konvergensproces end landene med flekskursregimer. De store eksterne ubalancer kan i nogen udstrækning ses som en naturlig konsekvens af konvergensprocessen. Det gælder specielt lande, hvor den reale konvergens i høj grad er baseret på stærke fundamentale faktorer som væksthæmmende strukturelle reformer, produktivitetstilvækst og store udenlandske direkte investeringer (FDI).

I flere af landene har væksten i et par år oversteget potentialet og er ikke i tilstrækkelig grad blevet understøttet af yderligere strukturelle reformer. Skal betalingsbalancerne forbedres uden en kraftig opbremsning af forbruget, skal konkurrenceevnen forbedres, fx via yderligere produktivitetstilvækst. I mange af landene drives væksten især af privatforbrug og investeringer i sektoren for ikke-handlede varer, og der er endnu ikke sket det nødvendige (og dyre) skift af kapital og arbejdskraft over mod sektoren for handlede varer – sektoren med de største muligheder for produktivitetstilvækst.

Den store finansielle integration har betydet, at en stor del af betalingsbalanceunderskuddene samt forbrugs- og investeringsvæksten er blevet finansieret af udlandet. Eksterne chok som fx pludselige skift i valutakurser og renter samt øget risikoaversion blandt investorer udgør en væsentlig risiko for de nye EU-lande – særligt lande med store betalingsbalanceunderskud. Risikoen for en hård landing i flere af de nye EU-lande er derfor øget kraftigt i forbindelse med det seneste års finansielle uro, og væksten i de fleste nye EU-lande forventes at aftage i de kommende år, jf. IMF (2008).

Både fast- og flekskursregimer kan understøtte den reale konvergensproces, så længe der er konsistens i den samlede økonomiske politik. Det er fælles for de nye EU-lande, at de bør fortsætte reformprocessen for at skabe de bedste og mest fleksible rammer til at modvirke chok og sikre en mere stabil konvergensproces. Indkomstforskellen til EU-15 er stadig betragtelig.

## LITTERATUR

---

Bems, Rudolfs og Philip Schellekens (2007), *Finance and Convergence: What's Ahead For Emerging Europe?*, IMF, *Working Paper*, nr. 244, november.

Bie, Ulrik og Niels Peter Hahnemann (2000), *Currency boards*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Bini Smaghi, L. (2007), *Real convergence in Central, Eastern and South-Eastern Europe*, *ECB konference*, oktober.

ECB (2008), *Konvergensrapport*, maj.

Égert, Balázs og Jirí Podpiera (2008), *Structural Inflation and Real Exchange Rate Appreciation in Visegrad-4 Countries: Balassa-Samuelson or Something Else?*, CEPR, *Policy Insight*, nr. 20.

European Bank for Reconstruction and Development (2007), [www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/index.htm](http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/index.htm).

Igan, Deniz, Stefania Fabrizio og Ashoka Mody (2007), *The Dynamics of Product Quality and International Competitiveness*, IMF, *Working Paper*, nr. 97, april.

IMF (2007a), *Regional Economic Outlook, Europe*, november.

IMF (2007b), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.

IMF (2008), *Regional Economic Outlook, Europe*, april.

**APPENDIKS: KONVERGENSKRITERIER**

Alle EU-lande, der endnu ikke er med i eurosamarbejdet, skal opfylde en række kriterier, de såkaldte konvergenzkriterier, for at kunne indføre euroen. Konvergenzkriterierne består af fire hovedpunkter:

1. Sunde offentlige finanser – det offentlige budgetunderskud må ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige gæld (brutto) må højst udgøre 60 pct. af BNP (eller være faldende).
2. Prisstabilitet målt ved en inflation på højst 1,5 procentpoint mere end inflationen i de tre EU-lande med lavest inflation.
3. Vedvarende konvergens i form af begrænset forskel i lange statsobligationsrenter – den lange rente må højst ligge 2 procentpoint over renten i de tre EU-lande med lavest inflation.
4. Valutakursstabilitet givet ved overholdelse af det normale udsvingsbånd (+/- 15 pct.) inden for ERM2 i mindst to år uden devaluering på eget initiativ.

Især de baltiske lande, Ungarn, Bulgarien og Rumænien har problemer med at opfylde inflationskriteriet. Med undtagelse af Rumænien og Ungarn fører alle disse lande fastkurspolitik med snævre (eller slet ingen) udsvingsbånd over for euro. Kriteriet vedrørende sunde offentlige finanser var i maj 2008 overholdt af alle undtagen Ungarn.

OPFYLDELSE AF KONVERGENSKRITERIER, MAJ 2008

Tabel A1

	Inflation	Offentlig saldo (pct. af BNP)	Offentlig gæld (pct. af BNP)	Lang rente
Bulgarien* .....	9,4	3,2	14,1	4,7
Estland* .....	8,3	0,4	3,4	...
Letland* .....	12,3	-1,1	10,0	5,4
Litauen* .....	7,4	-1,7	17,0	4,6
Polen .....	3,2	-2,5	44,5	5,7
Rumænien .....	5,9	-2,9	13,6	7,1
Slovakiet .....	2,2	-2,0	29,2	4,5
Tjekkiet .....	4,4	-1,4	28,1	4,5
Ungarn .....	7,5	-4,0	66,5	6,9
Konvergenzkriterier .....	3,2	-3,0	60,0	6,5

Anm.: De gråskraverede felter indikerer, at kriteriet er opfyldt. \* indikerer et fastkursregime. Inflation og renter er årlige procentvise ændringer, og data refererer til perioden april 2007-marts 2008. Udover ovenstående kriterier skal et land for at opfylde konvergenzkriterierne have deltaget i valutasamarbejdet ERM2 i mindst to år uden alvorlige spændinger samt opfylde en række juridiske kriterier, herunder centralbankuafhængighed.

Kilde: ECB (2008).

---

# Nye principper for likviditetsstyring

---

*Jakob Windfeld Lund, Kapitalmarkedsafdelingen*

## INDLEDNING

---

Likviditetsrisiko er en naturlig del af traditionel bankvirksomhed, hvor passiverne, fx anfordringsindskud, er mere kortfristede end aktiverne, fx udlån.<sup>1</sup> Det seneste års finansielle uro har sat fokus på likviditetsrisiko, ikke mindst fordi likviditeten faldt i nogle af de finansielle markeder, som hidtil blev anset for at være mest likvide.<sup>2</sup> Finansiering via de finansielle markeder blev markant vanskeligere eller dyrere. Det førte til likviditetspres for de mest udsatte banker og i enkelte tilfælde til deciderede bankkriser.

Risikoen for bankkriser med samfundsøkonomiske omkostninger er et vægtigt økonomisk argument for tilsyn med og regulering af banker.

Globaliseringen af de finansielle markeder og den finansielle innovation har øget mulighederne for en bedre spredning af risiko, men den har også øget risikoen for international afsmitning og mulighederne for reguleringsarbitrage. Det har øget behovet for international koordinering af spillereglerne for finansiell virksomhed.

I de senere år er der sket en betydelig samordning af rammerne for bankvirksomhed, dels inden for EU (fx kapitaldækningsdirektivet), dels globalt (fx Basel II). Men likviditetsregulering og -tilsyn har hidtil ikke været harmoniseret og har også inden for EU været anset for et nationalt anliggende.

Den 17. juni offentliggjorde Baselkomiteen<sup>3</sup> nye principper for likviditetsstyring, og CEBS<sup>4</sup> offentliggjorde et sæt anbefalinger til likviditetsregulering og -tilsyn i EU.<sup>5</sup>

Det seneste års finansielle uro har vist, at der er behov for at revidere risikostyring og tilsyn med bankers likviditet. Principperne fra Baselkomiteen og CEBS danner et godt udgangspunkt herfor. Den nuværende li-

---

<sup>1</sup> Se temakapitel om pengeinstitutters likviditet i Danmarks Nationalbank (2006).

<sup>2</sup> Se Lund (2007).

<sup>3</sup> Basel Committee on Banking Supervision. Baselkomiteen er et forum for internationalt samarbejde inden for banktilsynsvirksomhed og har udviklet sig til at være et vigtigt forum for udarbejdelse af internationale standarder for regulering af og tilsyn med banker.

<sup>4</sup> Committee of European Banking Supervisors, CEBS, er samarbejdsorganet for EU-landenes myndigheder for banktilsyn.

<sup>5</sup> Se Basel (2008) og CEBS (2008).

likviditetsregulering i Danmark synes ikke umiddelbart at dække alle nye principper på fyldestgørende vis.

I denne artikel gennemgås principperne i de to rapporter med udgangspunkt i rapporten fra Baselkomiteen.

## RAPPORTERNE FRA BASELKOMITEEN OG CEBS

---

Både i Baselkomiteen og i CEBS var arbejdet med likviditet allerede godt i gang, inden den finansielle uro begyndte i sommeren 2007. Det seneste års finansielle uro har sat fokus på likviditetsrisiko og øget opmærksomheden omkring arbejdet med likviditet i Basel og CEBS.

Rapporten fra CEBS var oprindeligt planlagt til at komme i januar 2008, men blev i lyset af krisen – og som en del af den samlede sammensætning af Ecofins såkaldte "roadmap" for reaktioner på krisen – udskudt, så der samtidig kunne foretages en bedre koordinering med det tilsvarende arbejde i Basel. De to komiteers rapporter fra 17. juni har været i offentlig høring med høringsfrister henholdsvis 29. juli (Basel) og 1. august (CEBS). De endelige rapporter forventes offentliggjort i efteråret.

Der er en del overlap mellem struktur og indhold i de to rapporter, jf. figur 1. Baselkomiteens rapport med 17 principper for likviditetsstyring og –tilsyn er en grundig opdatering af komiteens rapport fra 2000. Der er øget fokus på følgende områder:

- Fastlæggelse af og klarhed omkring niveauet for den likviditetsrisiko, en bank vil tolerere
- Behov for likviditetsbeholdning og -stødpuder
- Behov for allokering af likviditetsomkostninger, -nytteværdi og -risici til alle væsentlige forretningsområder (forbedring af incitamenter)
- Identifikation og måling af alle væsentlige likviditetsrisici, heriblandt betingede likviditetsrisici
- Design og brug af skrappe stresstestscenarier
- Behov for et robust og operationelt likviditetsberedskab
- Styring af intradag-likviditetsrisiko og sikkerheder
- Offentliggørelse og markedsdisciplin
- Udvidet vejledning til myndigheders likviditetstilsyn.

CEBS' rapport med 30 anbefalinger (recommendations) er anden del af CEBS' besvarelse til Europa-Kommissionen, Call for Technical Advice, marts 2007, hvor første del var en oversigt over EØS-landenes nationale likviditetsregulering.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Se CEBS (2007).



## SAMMENSTILLING AF RAPPORTERNES STRUKTUR OG INDHOLD

Figur 1

Basel-rapportens principper	Nr.	Nr. CEBS-rapportens anbefalinger
Grundlæggende princip	1	Overordnet princip
<b>Ledelse af likviditetsstyring</b>		
Likviditetsrisikotolerance	2	1 Ledelsens ansvar
Strategi, politikker, forretningsgange	3	2 Likviditetsprisering
Likviditetsprisering, incitamenter	4	3 Organisation af likviditetsstyring
		4 Centraliseret likviditetsstyring
		5 It-systemer
<b>Måling og styring af likviditetsrisiko</b>		
Kvantitativ likviditetsmodel	5	6 Aktivers likviditet
Aktiv likviditetsstyring	6	7 Nettoficering
Diversificeret finansiering	7	8 Likviditetsrisici uden for balancen
		9 Sikkerheder
Intradag-likviditetsstyring	8	10 Systemer og sikkerheder
Sikkerheder	9	11 Intradag-likviditetsstyring
		12 Dag-til-dag-likviditetsstyring
		13 Interne metoder
Likviditetsstresstest	10	14 Likviditetsstresstest
Likviditetsberedskabsplan (CFP)	11	15 Likviditetsberedskabsplan (CFP)
Likviditetsstødpude	12	16 Likviditetsstødpude
		17 Koncentrationsrisici i finansiering
<b>Offentliggørelse</b>	13	18 Gennemsigthed
<b>Tilsynsmyndighedens rolle</b>		
Likviditetstilsyn	14	19 Tilsynsmetoder og resurser
		20 Proportionalitet
		21 Risikofaktorer
		22 Likviditetsrisikotolerance
		23 Likviditetsforsikring
		24 Stresstest og CFP
		25 Likviditetskrav + interne metoder
		26 Brug af standardmetode
		27 Brug af interne metoder
Likviditetsovervågning	15	28 Tilsynsdata
Indgreb over for mangler	16	29 Internationalt samarbejde
Kommunikation med andre myndigheder	17	30 Tilsynsinstrumenter

CEBS-rapporten lægger ud med en baggrundsanalyse af likviditetsrisiko i moderne bankvirksomhed. Her fremhæves en række forhold, som er af betydning for likviditetsrisikoen, herunder finansiel globalisering, finansiel innovation (fx kreditderivater), ændrede former for betalingssystemer og anden finansiel infrastruktur, øget brug af sikkerhedsstillelse, nye regnskabsregler, og det forhold at markederne reagerer anderledes, når de kommer under stress.

CEBS-rapporten har sammenlignet med Basel-rapporten mere fokus på regulering og tilsyn med bankers likviditetsstyring, herunder proportionalitetsprincippet og forhold omkring bankenes brug af egne interne metoder til likviditetsstyring.

Både Basel-rapportens principper og CEBS-rapportens anbefalinger er udformet som overordnede vejledninger i, hvad banker og tilsynsmyndigheder "bør" gøre omkring likviditetsstyring og -tilsyn. Trods det principielle/overordnede sigte forventes banker og tilsynsmyndigheder klart at forbedre deres praksis på området. I resten af denne artikel gennemgås kort Basel-rapportens 17 principper.

## DET GRUNDLÆGGENDE PRINCIP

---

### **Princip 1: Grundlæggende princip for likviditetsstyring og -tilsyn**

"En bank skal sikre en forsvarlig styring af sine likviditetsrisici. En bank bør etablere robuste rammer for sin likviditetsstyring. Rammerne bør sikre, at der er en tilstrækkelig likviditet, herunder en stødpude af ubelånte likvide aktiver af god kvalitet, så banken kan modstå en række stresshændelser, bl.a. bortfald af adgang til at låne med og uden sikkerhedsstillelse. Tilsynsmyndigheder bør vurdere både en banks rammer for likviditetsstyring, og om dens likviditetsstilling er tilstrækkelig. Hvis der er mangler, bør tilsynsmyndighederne reagere prompte, så indskyderne beskyttes, og risikoen for skade på det finansielle system begrænses."

Dette grundlæggende princip angiver en klar overordnet ansvarsfordeling. Det er bankens ansvar at sikre en forsvarlig likviditetsstyring, og det er tilsynsmyndighedens ansvar at vurdere, om banken handler korrekt, og at reagere prompte på eventuelle mangler.

Princip 1 har både en kvalitativ og en kvantitativ dimension for likviditetsstyring og -tilsyn. Banken bør have både robuste rammer for likviditetsstyring og stødpude af likvide aktiver. Ved sammenligninger af forskellige landes regler på likviditetsområdet er der tidligere blevet skelnet mellem kvalitativ regulering med fokus på bankens interne rammer (ledelse, strategier, forretningsgange) og kvantitativ regulering med fokus på opretholdelse af et fastsat krav til likviditet.<sup>1</sup> Princip 1 opfordrer til en blandet tilgang, hvor tilsynsmyndigheder bør vurdere både bankens rammer for likviditetsstyring (kvalitativt) og dens likviditetsstilling (kvantitativt).

Princip 1 giver også et klart formål for likviditetstilsyn: Beskyttelse af indskydere og begrænsning af risiko for skade på det finansielle system.

---

<sup>1</sup> Se temakapitel om pengeinstitutters likviditet i Danmarks Nationalbank (2006).

## LEDELSE AF LIKVIDITETSSTYRING

---

### Princip 2: Likviditetsrisikotolerance

"En bank bør formulere en klar tolerancetærskel for sin likviditetsrisiko. Denne skal være passende for bankens forretningsstrategi og rolle i det finansielle system."

Risikotolerance er et centralt begreb i moderne risikostyring, tæt relateret til risikovillighed. I praksis fastlægges risikotolerance ofte som maksimale grænser for fx bankens value-at-risk for markedsrisiko. Likviditetsrisikotolerancen er det maksimale niveau for likviditetsrisiko, en bank er parat til at påtage sig.

Likviditetsrisikotolerancen skal passe til bankens forretningsstrategi og bankens rolle i det finansielle system. Forretningsstrategien har betydning for, hvilke former for likviditetsrisici banken er udsat for, mens bankens rolle i det finansielle system er afgørende for konsekvenserne af eventuelle likviditetsproblemer. Formuleringen vil afhænge af, hvordan banken opgør sin likviditetsrisiko. Tolerancen kunne udtrykkes i form af grænser for eksempelvis LaR<sup>1</sup>, nettofinansieringsbehov over specifikke tidshorisonter eller overdækning af det lovpligtige likviditetskrav.

### Princip 3: Strategi, politikker og forretningsgange

"Ledelsen bør udvikle strategi, politikker og forretningsgange til likviditetsstyring i overensstemmelse med likviditetsrisikotolerancen og sikre, at banken opretholder tilstrækkelig likviditet. Ledelsen bør løbende gennemgå information om udviklingen i bankens likviditet og regelmæssigt rapportere til bestyrelsen. Bankens bestyrelse bør gennemgå og godkende strategi, politikker og forretningsgange for likviditetsstyring mindst en gang årligt og sikre, at ledelsen effektivt styrer likviditetsrisici."

Princip 3 angiver en klar ansvarsfordeling mellem en banks ledelse og bestyrelse, som begge bør have en grundig forståelse for likviditetsrisiko og påvirkninger fra andre risikofaktorer som markeds-, kredit-, operationel og omdømmerisiko.

Strategi, politikker for implementering og ledelsesstruktur for likviditetsstyring skal kommunikeres bredt internt i organisationen til alle forretningsområder, der kan påvirke bankens likviditet.

### Princip 4: Likviditetsprisning og incitament

"En bank bør indarbejde omkostninger, nytteværdi og risici i relation til likviditet, når den foretager prissætning af produkter, præstationsmåling og godkendelsesproces for nye produkter i alle betydelige forret-

---

<sup>1</sup> Liquidity-at-Risk er beskrevet i Danmarks Nationalbank (2006), s. 98.

ningsaktiviteter – såvel på som uden for balancen. Målet er, at incitamenterne til at tage likviditetsrisici i de enkelte forretningsområder skal modsvare de likviditetsrisici, aktiviteterne påfører banken som helhed."

Princip 4 lægger bl.a. op til, at bankerne skal bruge interne afregningspriser for likviditet, så der for hvert af bankens engagementer bliver taget højde for både aktuelle finansieringsomkostninger og risikoen for eventuelt højere fremtidige finansieringsomkostninger. Formålet er at øge de enkelte forretningsområders opmærksomhed på likviditetsrisiko og skabe naturlige incitamenter til god likviditetsstyring.

## MÅLING OG STYRING AF LIKVIDITETSRIKIO

---

### Princip 5: Kvantitativ likviditetsmodel

"En bank bør have en effektiv proces til identifikation, måling, overvågning og kontrol af likviditetsrisiko. Processen bør indeholde en robust ramme for fyldestgørende fremskrivning af pengestrømme fra aktiver, passiver og poster uden for balancen over passende tidshorisonter."

En bank bør have pålidelige systemer, som kan samle et opdateret fyldestgørende billede af bankens likviditetsposition og -risici. Det indbefatter kommende pengestrømme både fra aktiver og passiver på bankens balance og fra posterne uden for balancen, fx likviditetsgarantier. Det indbefatter ligeledes korrespondent-, depot- og afviklingsaktiviteter.

Banker bør lave et varslingsystem til overvågning af likviditetsrisici. Advarselslamper bør bl.a. blinke, når banken har:

- høj vækst i aktiver, specielt hvis de er finansieret med ustabile passiver
- øget koncentration i aktiver eller passiver
- afkortelse af den gennemsnitlige løbetid for passiver
- gentagne brud på risikostyringsgrænser
- risikoindikatorer for specifikke forretningsområder
- negativ omtale
- nedgradering fra kreditvurderingsbureau
- aktiekursfald eller kreditspændudvidelse
- modparter, der kræver øget sikkerhed eller begrænser deres "lines".
- vanskeligheder ved markedsfinansiering
- øget risiko for likviditetstræk i produkter med indbyggede triggere, fx derivater og *back up lines*.

### Princip 6: Aktiv likviditetsstyring for hele banken

"En bank bør aktivt styre sine likviditetsrisici og finansieringsbehov inden for og på tværs af juridiske enheder, forretningsområder og valutaer. Der bør tages højde for juridiske, reguleringsmæssige og operationelle begrænsninger på overførsel af likviditet."

Hidtil er der ofte blevet sondret mellem centraliseret og decentraliseret likviditetsstyring i internationale banker.<sup>1</sup> Princip 6 fastslår, at der er behov for begge dele, dvs. både for et konsolideret overblik og for hensyntagen til, at der kan være begrænsninger på mulighederne for at overføre likviditet mellem bankens forskellige enheder.

### **Princip 7: Diversificeret finansiering**

"En bank bør etablere en finansieringsstrategi, der giver effektiv diversificering af finansieringskilder og løbetider. Banken bør opretholde en løbende tilstedeværelse i de valgte finansieringsmarkeder og stærke relationer med finansieringsmodparter, så der opnås effektiv diversificering af finansieringskilder. Banken bør jævnligt lodde muligheden for hurtigt at skaffe likviditet fra hver enkelt finansieringskilde. Den bør identificere de væsentligste faktorer, der påvirker dens finansieringsmuligheder og tæt overvåge disse faktorer for at sikre, at skønnene for finansieringskapacitet fortsat er gyldige."

Finansiering kan diversificeres på mange dimensioner: På løbetider (kort-, mellem- og langsigtet), modpartstype (detailkunder versus institutionelle modparter), finansiering med og uden sikkerhed, kontrakt-/instrumenttype, valuta og geografisk marked. Generelt bør banker begrænse deres koncentration i en enkelt finansieringskilde. Det gælder specielt visse markedsbaserede finansieringskilder.

Banker bør selv gøre en indsats for at sikre sig adgang til markedsbaseret finansiering ved at vedligeholde god kontakt til modparter og ved jævnligt at teste finansieringsmulighederne i markedet.

Banker bør udforske alternative finansieringskilder, som kan øge deres modstandskraft over for eventuelle likviditetschok, fx:

- Indlånsvækst
- Udvidelse af løbetider på passiver
- Nye udstedelser af kort- og langsigtede gældsinstrumenter
- Gruppeinterne overførsler, kapitaludstedelser, salg af datterselskaber eller forretningsområder
- Salg af eller genkøbsforretninger i likvide aktiver
- Lån fra centralbanken.

### **Princip 8: Intradag-likviditetsstyring**

"En bank bør aktivt styre sine intradag-likviditetspositioner og risici, så den rettidigt kan opfylde betalings- og afviklingsforpligtelser under både normale og stressede omstændigheder og dermed kan bidrage til velfungerende betalings- og afviklingssystemer."

---

<sup>1</sup> Se artiklen Liquidity risk management in cross-border banking groups in the EU, ECB (2007).

Tidshorisonten for likviditetsstyring er i de seneste år ændret som følge af kortere afviklingsperioder og øget brug af realtidssystemer. Princip 8 understreger vigtigheden af god intradag-likviditetsstyring og fremhæver seks praktiske udfordringer i den forbindelse:

- Opgørelse af dagens forventede brutto ind- og udbetalinger, herunder om muligt med fastlæggelse af, hvornår på dagen der eventuelt kan opstå behov for yderligere finansiering
- Overvågning af intradag-likviditet og tilgængelige muligheder for om nødvendigt at skaffe mere likviditet (balancer, intradag-kredit, tilgængelige sikkerheder)
- Tilvejebringelse af tilstrækkelig intradag-finansiering til dækning af betalingsforpligtelser
- Styring af sikkerheder, så de kan mobiliseres til fremskaffelse af intradag-finansiering
- Styring af timing af likviditetsudbetalinger både for banken selv og for dens kunder
- Beredskab til håndtering af uforudsete forstyrrelser af intradag-likviditet.

### **Princip 9: Sikkerheder**

"En bank bør aktivt styre sine sikkerheder og skelne mellem belånte og ubelånte aktiver. Banken bør overvåge, hvor den har sine sikkerheder, både juridisk og fysisk, og hvordan de rettidigt kan mobiliseres."

De seneste års øgede brug af sikkerhedsstillelse i finansielle transaktioner (fx repoforretninger og intradag-kredit) har givet banker mulighed for at mindske de usikrede modpartsrisici, men har samtidig stillet større krav til bankers styring af sikkerheder og likviditet. Banker bør være opmærksomme på, hvilke sikkerheder der accepteres af forskellige modparter (bl.a. centralbanken), og hvilke begrænsninger der måtte være på brugen af sikkerheder.

### **Princip 10: Likviditetsstresstest**

"En bank bør jævnligt udføre stresstest for at identificere kilder til muligt likviditetspres og for at sikre, at bankens aktuelle eksponeringer ligger inden for bankens likviditetsrisikotolerance. Stresstests bør omfatte både institutionsspecifikke og markedsomspændende stressscenarier. Banken bør bruge resultaterne af stresstests til at justere sine strategier, politikker og positioner inden for likviditet og til at udvikle effektive beredskabsplaner."

I likviditetsstresstest bruges bankens værktøjer til fremskrivning af likviditetssituationen (jf. princip 5) til at beregne, hvordan likviditeten ville blive påvirket i forskellige stressscenarier. Stressscenarierne bør væ-

re rettet mod de likviditetsrisici, der er relevante for den pågældende bank. Der kan være tale om både bankspecifikke stressscenarier (fx hvis banken får en dårligere rating fra kreditvurderingsbureauerne, og/eller hvis banken mister adgang til vigtige finansieringskilder) og markedsomspændende stressscenarier (fx lukning af vigtige markeder for finansiering). Bankspecifikke og markedsomspændende scenarier kan opstå både hver for sig og i kombination. Stresstest bør tage højde for ændret adfærd blandt modparter, herunder risiko for at modparter hamstrer likviditet og risiko for langsommere intradag-betalingsstrømme. Stress-testresultater og de ændringer, de giver anledning til at foretage i bankens risikostyring, bør diskuteres med bankens bestyrelse og den nationale tilsynsmyndighed.

### **Princip 11: Likviditetsberedskabsplan**

"En bank bør have en formel likviditetsberedskabsplan (CFP, contingency funding plan), som klart beskriver strategier til at tackle mangler på likviditet i nødsituationer. En CFP bør skitsere politikker til håndtering af en række stressomstændigheder, etablere en klar ansvarsfordeling, indeholde klare procedurer for aktivering og eskalering, og den bør testes og opdateres regelmæssigt for at sikre, at den er operationelt robust."

En CFP består af politikker, procedurer og handlingsplaner til håndtering af alvorlige ændringer i de muligheder, banker har for at finansiere sig. En CFP bør være tæt integreret med resten af bankens likviditetsstyring. Den bør bl.a. indeholde:

- En oversigt, der giver ledelsen et overblik over de redskaber, der potentielt står til rådighed for at fremskaffe finansiering
- Klar ansvarsfordeling blandt nøglemedarbejdere i "kriseholdet" med kontaktdetaljer og angivelse af alternative medarbejdere, der skal kontaktes
- Planer for kontakt til og kommunikation med markedsdeltagere, medarbejdere, kunder, kreditorer, aktionærer og tilsynsmyndigheder
- Foranstaltninger til at opfylde kritiske intradag-betalingsforpligtelser.

En CFP bør jævnligt opdateres og testes for at sikre, at den fungerer hensigtsmæssigt.

### **Princip 12: Likviditetsstødpude**

"En bank bør opretholde en stødpude af ubelånte likvide aktiver af høj kvalitet som en forsikring mod forskellige likviditetsstressscenarier, bl.a. tab eller forringelse af usikrede finansieringskilder og de sikrede finansieringskilder, der normalt er tilgængelige. Der bør ikke være juridiske, reguleringsmæssige eller operationelle hindringer for, at disse aktiver kan bruges til at sikre finansiering."

De mange usikkerheder, der er forbundet med at forudsige udviklingen i likviditetssituationen gør det nødvendigt for banker at have en likviditetsstødpude, som uden hindring kan anvendes i nødsituationer.

Det lovmæssige likviditetskrav i Danmark fremgår af §152 i lov om finansiel virksomhed. Kravet skal overholdes hele tiden. Det betyder, at den likviditet, der medgår til at opfylde lovkravet, ikke kan anvendes som stødpude. Goodhart (2008) beskriver bindende likviditetskrav som den sidste taxa ved jernbanestationen, der ikke kan bruges, hvis reglerne kræver, at der altid skal være en taxa ved stationen. Danske pengeinstitutters anvendelige likviditetsstødpude kan derfor kun siges at være deres likviditetsoverdækning i forhold til §152-kravet. Det virker derfor uforsigtigt, specielt under stressede omstændigheder, at operere med en lav likviditetsoverdækning.

Aktiverne i en likviditetsstødpude kan bruges til at opnå finansiering enten i markedet eller hos centralbanken. Banker opfordres til at være realistiske omkring begge muligheder. Markedslikviditet kan forsvinde. Banker bør heller ikke forlade sig på, at centralbanken vil hjælpe ved at ændre mængden af den udbudte likviditet eller de vilkår, hvorpå der kan opnås likviditet. Andre hensyn som fx *moral hazard* og målet for pengepolitikken kan veje tungere for centralbanken end kortvarige hensyn til banker med likviditetsproblemer.

## OFFENTLIGGØRELSE

---

### Princip 13: Offentliggørelse

"En bank bør regelmæssigt offentliggøre information, der gør markedsdeltagere i stand til at lave en velinformeret bedømmelse af bankens rammer for likviditetsstyring og likviditetsposition."

Offentliggørelse kan være med til at mindske usikkerhed og styrke markedsdisciplin. Princip 13 opfordrer til, at banken offentliggør både kvalitative informationer om bankens rammer for likviditetsstyring og kvantitative informationer om bankens likviditetsnøgletal. Relevante kvalitative oplysninger kan bl.a. være:

- Bankens likviditetsrisikotolerance (princip 2)
- Processer for intern likviditetsrapportering og overvågning
- Detaljer om bankens likviditetsmodel og dens antagelser (princip 5)
- Rammer for udvikling af stresstest (princip 10) og CFP (princip 11).

I nogle lande har der været modstand mod offentliggørelse af kvantitative data for individuelle bankers likviditet. Det begrundes ofte med, dels at forskellige banker har forskellige forretningsmodeller og derfor forskellige behov for likviditet, dels at likviditetsdata ikke er harmonise-



rede, så data ikke er sammenlignelige. Det kan give risiko for misforståelser og ubegrundede forstyrrelser af likviditeten.

I andre lande har det været op til bankerne selv at afgøre, hvilke oplysninger de ville offentliggøre om deres likviditet. Blandt banker, der offentliggør data for likviditet, ser man ofte forskellige typer likviditetsnøgletal og forskellige interne grænser for disse nøgletal. Danmark er blandt de få lande, hvor et standardiseret likviditetsnøgletal for overdækningsgrad i forhold til likviditetskravet skal offentliggøres sammen med bankernes årsregnskaber.

## TILSYNSMYNDIGHEDERS ROLLE

---

### **Princip 14: Likviditetstilsyn**

"Tilsynsmyndigheder bør regelmæssigt foretage en fyldestgørende vurdering af en banks samlede rammer for likviditetsstyring og dens likviditetsposition for at afgøre, om de giver tilstrækkelig modstandsdygtighed over for likviditetspres givet bankens rolle i det finansielle system."

Princip 14 uddyber tilsynsmyndighedernes ansvar for likviditetstilsyn. Der bør være tilsynsrammer til at foretage fyldestgørende vurdering af bankers likviditetsstyringspraksis og af, hvorvidt likviditeten er tilstrækkelig under både normale og stressede omstændigheder. Vurderingerne kan baseres på bankinspektioner og *off-site*-overvågning og bør involvere regelmæssig kommunikation med bankens ledelse og/eller bestyrelse. Tilsynsrammerne bør være offentligt kendte.

Likviditetstilsynet bør tage højde for de enkelte bankers risikoprofil. Specielt bør likviditetstilsynet tage højde for den risiko, hver enkelt bank udgør for det finansielle system som helhed set i lyset af dens størrelse og rolle i fx betalings- og afviklingssystemer. Tilsynsmyndighederne bør vurdere, om bankens likviditetsrisikotolerance og de øvrige rammer for likviditetsstyring sikrer tilstrækkelig likviditet. Tilsynsmyndigheder opfordres til særlig opmærksomhed omkring bankers likviditetsstresstest og CFP, herunder antagelser i stressscenarier, og hvordan resultaterne af stresstest bliver anvendt i likviditetsstyringen.

### **Princip 15: Likviditetsovervågning**

"Tilsynsmyndigheder bør supplere deres regelmæssige vurderinger af en banks likviditetsstyringsrammer og likviditetsposition med overvågning af en kombination af interne rapporter, tilsynsrapporter og markedsinformation."

Tilsynsmyndigheder bør regelmæssigt indsamle og analysere likviditetsindberetninger fra bankerne. Likviditetsindberetninger bør suppleres

med anden information om markedsudviklingen. Specielt under stressede omstændigheder er det nyttigt med et tæt samarbejde mellem tilsynsmyndigheder og centralbanker omkring likviditetsovervågning af banker og finansielle markeder.

### **Princip 16: Indgreb over for mangler**

"Tilsynsmyndigheder bør gribe ind og kræve, at banker effektivt og rettidigt udbedrer mangler i deres likviditetsstyringsprocesser og likviditetsposition."

Princip 16 uddyber tilsynsmyndighedernes ansvar for at reagere på eventuelle mangler i bankernes likviditetsstyring. Tilsynsmyndighederne bør have en række instrumenter til brug over for de problemer, de kan identificere. Bl.a. skal tilsynsmyndighederne have mulighed for at kræve prompte udbedring af mangler. Der bør være et rimeligt forhold mellem risikoniveauet og brugen af tilsynsinstrumenter, herunder tidsrammer for krav om udbedring af mangler. Tilsynsindgreb kunne omfatte:

- Krav om at styrke bankens rammer for likviditetsstyring
- Krav om at styrke CFP (fx ved brug af stresstest)
- Krav om at reducere likviditetsrisici
- Forbud mod overtagelser eller udvidelse af forretningsomfang
- Krav om højere kapitaldækning.

### **Princip 17: Kommunikation med andre myndigheder**

"Tilsynsmyndigheder bør kommunikere med andre tilsynsmyndigheder og offentlige myndigheder, som fx centralbanker, både inden for og på tværs af landegrænser, for at lette effektivt samarbejde om tilsyn med og overvågning af likviditetsstyring. Kommunikation bør være regelmæssig under normale omstændigheder, med øget omfang og hyppighed af informationsudveksling under stressperioder."

Princip 17 opfordrer tilsynsmyndigheder til åben kommunikation med andre relevante myndigheder, både internationalt med andre landes tilsynsmyndigheder og nationalt med centralbanken. Samarbejde og videndeling mellem tilsynsmyndigheder og centralbanker kan bidrage til effektiv udførelse af begge myndigheders respektive roller. Samarbejdet kan hjælpe tilsynsmyndigheder i deres vurdering af bankers risikoprofil, fx med ekstra viden om situationen på de finansielle markeder, og hjælpe centralbanker i deres vurdering af risici for det finansielle system, fx med vurderinger af bankers likviditetsstyring.

Internationalt tilsynssamarbejde er ikke blot nødvendigt i forhold til tilsyn med internationalt aktive banker. Udveksling af viden og erfaringer omkring tilsynsprocesser og bankers likviditetsstyringspraksis kan også hjælpe tilsynsmyndigheder med at finde mulige forbedringer.

Kommunikation mellem myndighederne bliver specielt vigtigt under stressede omstændigheder. Men kommunikation i normale tider kan opbygge gode vaner og tillid mellem myndighederne.

## **IMPLIKATIONER FOR DANMARKS FINANSIELLE SYSTEM**

---

Basel-rapportens nye principper sætter et ambitionsniveau for likviditetsstyring, der overstiger, hvad de mange banker i EU og Danmark formår på nuværende tidspunkt. Selv om formuleringen er i form af overordnede principper, stilles der store forventninger til både bankernes likviditetsstyring og tilsynsmyndighedernes tilsyn dermed.

Principperne vil sandsynligvis blive implementeret i ny regulering af bankers likviditet. På EU-niveau er det planen at skrive nogle af anbefalingerne ind i dele af kapitaldækningsdirektivet. Det forventes også, at nationale tilsynsmyndigheder inden for overskuelig tid bringer deres nationale likviditetsregulering og -tilsyn i overensstemmelse med de nye anbefalinger.

Det er endnu uklart, hvordan rammerne for finansiel virksomhed i Danmark vil blive påvirket. Det er endnu for tidligt at fastlægge præcis, hvordan man vil implementere Basel- og CEBS-rapporternes principper og anbefalinger, fx om der er behov for ny likviditetsregulering. Den nuværende likviditetsregulering (§152) synes dog ikke umiddelbart at dække alle nye principper på fyldestgørende vis.

Det seneste års finansielle uro har skærpet bankers bevidsthed om likviditetsrisiko. Basel- og CEBS-rapporterne giver fornuftig og detaljeret vejledning til sund risikostyring og -tilsyn. Både banker og tilsynsmyndigheder har derfor gode muligheder for at styrke deres modstandsdygtighed over for likviditetsrisiko. Det er en væsentlig udfordring, men også en chance, der ikke må forspildes.

## LITTERATUR

---

Basel Committee on Banking Supervision (2008), Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, draft for consultation, 17. juni.

Basel Committee on Banking Supervision (2000), Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations, februar.

CEBS (2007) 1st Part of CEBS' Technical Advice to the European Commission on Liquidity Risk Management: Survey of the current regulatory frameworks adopted by the EEA regulators, 15. august.

CEBS (2008) 2nd Part of CEBS' Technical Advice to the European Commission on Liquidity Risk Management: Analysis of specific issues listed by the Commission and challenges not currently addressed in the EEA, consultation paper CP19, 17. juni.

Danmarks Nationalbank (2006) *Finansiel stabilitet*.

Danmarks Nationalbank (2007) *Finansiel stabilitet*.

Danmarks Nationalbank (2008) *Finansiel stabilitet*.

ECB (2007), *EU Banking Structures*, European Central Bank, oktober.

Goodhart, Charles (2008), Liquidity Risk Management, Banque de France, *Financial stability review: Special Issue Liquidity*, februar.

Lund, Jakob Windfeld (2007), Uro på de finansielle markeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

---

## Kreditderivater – Credit Default Swaps

---

*Annemette Skak Jensen, Kapitalmarkedsafdelingen*

### INDLEDNING

---

I de seneste år er der sket en stor udvikling af finansielle produkter, hvor der handles med kreditrisiko. Et af de mest udbredte og omtalte nye kreditprodukter er de såkaldte credit default swaps, CDS. Den pålydende værdi af udestående CDS-kontrakter er vokset markant fra lidt under 1 mia.dollar i 2001 til over 62 mia.dollar i 2007, jf. figur 1.

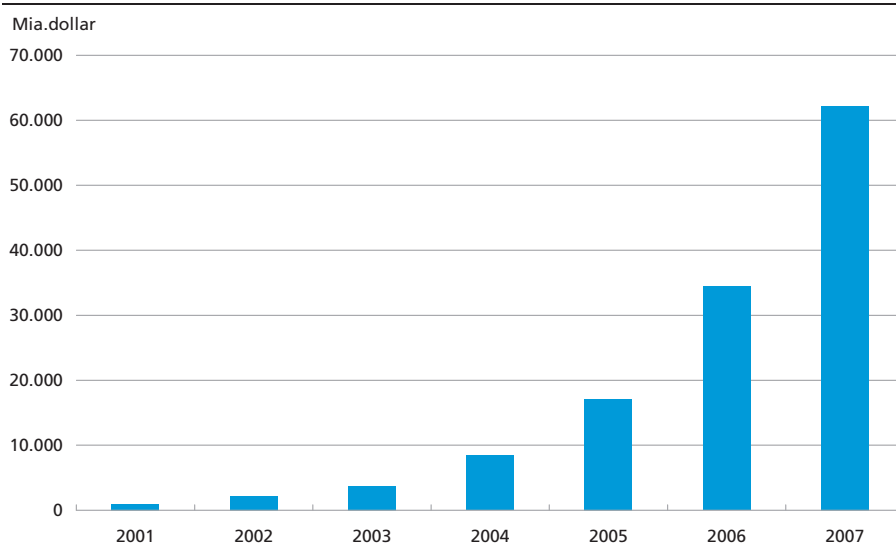
De fleste nye finansielle produkter er varianter af gamle kendte produkter. Det er også tilfældet med CDS. En CDS-kontrakt er nemlig en form for garanti på en obligation (eller et lån). Udstederen (referencen) af obligationen er som sådan ikke involveret i kontrakten. En CDS er alene en aftale mellem køber og sælger af garantien. Køberen får kompensation af sælger, hvis udsteder ikke betaler ydelsen på obligationen.

Under det seneste års finansielle krise har der været meget fokus på CDS og udviklingen i CDS-priserne. Priserne giver en indikation af referencens kreditværdigheder og har derfor været brugt som indikator til

---

PÅLYDENDE VÆRDI AF UDESTÅENDE CDS-KONTRAKTER, ULTIMO

Figur 1



at forudse, hvilke finansielle institutioner der ville være særligt eksponeret over for kreditkrisen.

CDS har dog ikke kun været i fokus, fordi udviklingen i deres priser er interessant. Der har også været og er stadig en del bekymringer om de risici, der er forbundet med den meget brede brug af CDS, og om CDS-markedet kan forstærke uroen på de finansielle markeder.

Netop disse bekymringer fremhæves af mange iagttagere som en af de væsentligste årsager til, at den amerikanske centralbank, Federal Reserve, tidligere i år helt imod sædvane støttede redningen af investeringsbanken Bear Stearns. Bear Stearns er en stor spiller i CDS-markedet og er modpart i mange CDS-kontrakter. Hvis banken gik ned, ville problemerne kunne forplante sig til mange virksomheder, der har brugt CDS til at afdække deres kreditrisiko. Det kunne udløse en lavine af problemer.

Denne artikel giver en beskrivelse af CDS. Hvad påvirker udviklingen i CDS-priserne? Hvilken information kan udviklingen i CDS-priser give?

## CREDIT DEFAULT SWAPS – CDS

---

En CDS er som nævnt en aftale mellem to parter om at handle med kreditrisiko på et referenceaktiv udstedt af en tredje part, referencen. Referenceaktivet er typisk en obligation, men det kan også være et lån. Figur 2 illustrerer princippet i en CDS-kontrakt.

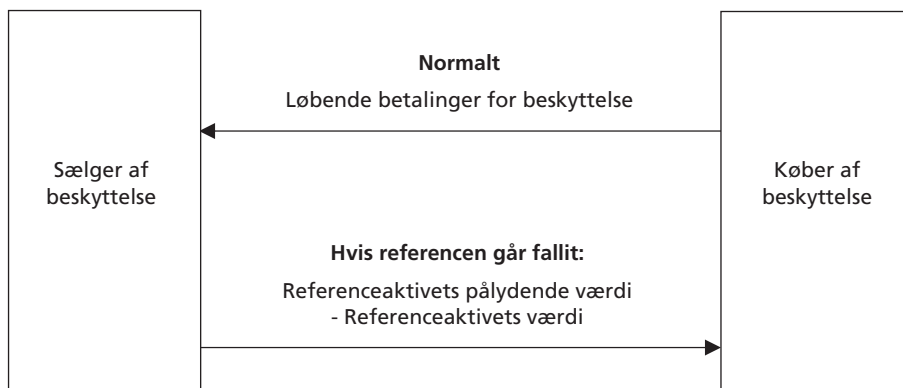
Den ene part i aftalen *køber* for en periode beskyttelse imod en kredithændelse, dvs. at referencen går fallit eller misligholder sine forpligtelser. De fleste aftaler indgås med en periode på 5 år.

Den anden part i aftalen er *sælger* af beskyttelsen, som løbende modtager en fast betaling fra køberen. Det sker i hele kontraktens løbetid, eller frem til der sker en kredithændelse. Den årlige betaling pr. pålydende værdi af referenceaktivet kaldes *CDS-spændet*. Det fastsættes ved kontraktens begyndelse og afhænger bl.a. af opfattelsen af referencens kreditværdighed.

Hvis referencen går fallit eller misligholder sine forpligtelser, skal kontrakten afvikles, dvs. køber skal have forskellen mellem værdien af aktivet og den pålydende værdi. Der er en række kredithændelser, som kan udløse afvikling af kontrakten. I det følgende bliver disse hændelser blot betegnet som fallit. Afvikling af kontrakten kan ske enten ved fysisk eller kontant afvikling. Ved *fysisk afvikling* skal der ske et bytte (en swap – heraf navnet), hvor køber af beskyttelse leverer referenceaktivet til sælgeren, mod at sælgeren betaler aktivets pålydende værdi. *Kontant afvikling* sker ved, at sælger af beskyttelse betaler køber forskellen mellem referenceaktivets pålydende værdi og dets markedsværdi efter kredithændelsen.

CDS-KONTRAKT

Figur 2



En CDS minder i høj grad om en garanti, men en væsentlig forskel i forhold til de gammeldags garantier er, at der er opstået et forholdsvis standardiseret og likvidt marked for CDS. Det muliggør, at kreditrisiko kan handles uden adgang til referenceaktiverne.

Væksten i markedet har i høj grad været drevet af, at International Swaps and Derivatives Association (ISDA) i 2003 udstak en række standarder for CDS-kontrakter, herunder bl.a. definitioner af kredithændelser og afviklingsmetoder.

Nogenlunde samtidig, i slutningen af 2003, blev de første CDS-kontrakter på indeks introduceret. Introduktionen af disse indeks har også været afgørende for udviklingen af et likvidt CDS-marked.

### CDS på indeks

CDS-kontrakter handles både som kontrakter med enkelte referencer og som kontrakter med en sammensætning af referencepapirer. Kontrakter med flere referencer kan være CDS med en mindre gruppe af referencer (basket CDS) eller CDS på standardiserede indeks af referencer.

Der findes CDS på en række indeks. Hvert indeks består af 25-125 referencer. S sammensætningen af referencer foregår efter fastlagte retningslinjer, og kontrakterne har standardløbetider og betalingsdage. Generelt er denne type CDS mere likvide end CDS på enkelte referencepapirer.

De to vigtigste grupper af standardiserede CDS-indekser er CDX og iTraxx. De to mest solgte CDS-indeks er således CDX.NA.IG, der består af de 125 mest handlede nordamerikanske CDS-referencer med høj kreditværdighed, samt det tilsvarende indeks med europæiske referencer, iTraxx Europe.

## Anvendelse

CDS gør det muligt for banker at sælge kreditrisikoen forbundet med deres udlån, så de kan have flere udlån, end de kunne bære, hvis de selv skulle påtage sig risikoen. Hvis fx en bank har givet et lån til en virksomhed, så kan banken afhænde kreditrisikoen på dette lån ved at købe en CDS-kontrakt, hvor referenceaktivet er det pågældende eller et tilsvarende lån.

Kreditrisiko på obligationer kan på samme måde afdækkes ved at købe en CDS med en tilsvarende obligation som referenceaktiv. CDS-kontrakten dækker dog kun kreditrisiko, altså risikoen for tab som følge af, at obligationsudstederen, dvs. referencen, går fallit.

Ligesom kreditrisiko kan reduceres ved at købe CDS, kan den omvendt også øges ved at sælge CDS. Således giver CDS bedre mulighed for at diversificere kreditporteføljer og dermed reducere den samlede kreditrisiko på porteføljen. CDS kan altså være et nyttigt instrument til risikostyring.

CDS er blevet udviklet med afdækning og styring af kreditrisiko som det primære formål. Men som det ofte sker med finansielle produkter, er anvendelsen af CDS blevet udvidet, så en stor del af kontrakterne i dag bruges til at tage positioner i kreditrisiko eller til at konstruere andre kreditprodukter.

CDS er et meget fleksibelt instrument til at tage positioner i kreditrisiko. Hvis man tror, at kreditrisikoen på en reference øges, og at CDS-spændet på referencen derfor stiger, skal man indgå i en CDS-kontrakt som køber af beskyttelse.

Hvis CDS-spændet på markedet for den pågældende reference så senere stiger, har man en gevinst. Denne gevinst kan realiseres ved at sælge kontrakten. Alternativt kan man indgå en modsatrettet kontrakt ved at sælge en tilsvarende beskyttelse til en anden modpart. Da spændet er steget, vil man – som sælger af beskyttelse – løbende modtage et større spænd, end man betaler som køber af beskyttelse. Den kreditrisiko på referencepapiret, man påtager sig ved at sælge beskyttelse, er dækket af den beskyttelse, man købte i første omgang.

Tilsvarende kan man spekulere i, at kreditrisikoen bliver mindre, og spændet derfor falder, ved at sælge beskyttelse.

I dag bliver CDS også i høj grad anvendt som byggeklodser ved konstruktionen af såkaldte strukturerede produkter. CDS gør det muligt at lave produkter, som indeholder eller afhænder kreditrisiko på en eller flere referencer. Det sker i så fald uden direkte investering eller salg af referencernes obligationer.

Når der tages positioner i kreditrisiko og ved konstruktion af andre kreditprodukter, er køber og sælger af CDS-kontrakter ikke nødvendigvis i forvejen eksponeret over for referenceaktivet. Derfor kan den påly-



dende værdi af udestående CDS på en reference være meget større end referencegælden, hvilket også ofte er tilfældet.

### Markedet

Markedet for CDS-kontrakter har været hastigt voksende. Væksten i markedet har især været markant siden 2003. Den årlige vækst i pålydende værdi af udestående CDS var over 100 pct. fra 2004 til 2006. I 2007 steg den pålydende værdi af CDS med 81 pct., fra 34.423 mia.dollar til 62.173 mia.dollar.

Lidt over halvdelen af de udestående CDS i 2007 var kontrakter med enkelte referencer. Andelen af kontrakter med flere referencer er dog stigende.

Langt størstedelen af omsætningen af CDS sker mellem finansielle virksomheder. Ifølge BIS (2008) var ikke-finansielle virksomheder modpart i mindre end 2 pct. af udestående CDS i december 2007.

Globalt set er banker nettokøbere af beskyttelse, mens forsikringsselskaber og hedgefonde er nettosælgere af beskyttelse. Ifølge Fitch Ratings er de ti største aktører på CDS-markedet alle banker, og disse ti banker var i 2006 modparter i 89 pct. af de handlede CDS. En stor del af CDS-markedet er altså koncentreret om en mindre gruppe meget store modparter.

I Danmark bliver der primært handlet CDS på følgende referencevirksomheder: Carlsberg, Danske Bank, Dong, ISS, TDC og FIH Erhvervsbank.<sup>1</sup>

### HVAD DRIVER CDS-SPÆND – OG HVORFOR ER DE SÅ INTERESSANTE?

---

Den pris køber af beskyttelse skal betale, CDS-spændet, skal kompensere sælger af beskyttelse for den tabsrisiko, han påtager sig ved at indgå kontrakten.

Da tabsrisikoen afhænger af sandsynligheden for, at referencen går fallit, påvirkes spændet i høj grad af markedets opfattelse af denne sandsynlighed. Hvis markedet tror, at referencens fallitsandsynlighed er steget, stiger CDS-spændet.

Sandsynligheden for, at referencen går fallit, afhænger af mange faktorer, der dels er specifikke for den enkelte reference, dels knytter sig til generelle markedsforhold. Faktorerne, der knytter sig til den enkelte reference, kan fx være forhold omkring referencens aktiver og lån. Hvis det er opfattelsen, at værdien af referencens aktiver falder, kan det øge vurderingen af referencens fallitsandsynlighed og dermed øge CDS-spændet.

---

<sup>1</sup> Fitch Ratings.

Markedsfaktorer, som påvirker fallitsandsynligheden, kan fx være økonomiske konjunkturer og likviditetsforhold. Lavkonjunktur vil ofte øge sandsynligheden for, at referencen går fallit, og dermed øge CDS-spændet. Tilsvarende vil mangel på likviditet i markedet og vanskelige låneforhold øge referencens fallitsandsynlighed.

Hvor meget sælger skal kompenseres, afhænger også af, hvor villig han er til at påtage sig ekstra kreditrisiko. CDS-spændet afhænger derfor også af markedsdeltagernes generelle risikovillighed.

Desuden påvirkes prisen på CDS også af, hvor omsætteligt produktet er. Hvis en CDS-kontrakt er svær at viderehandle, kompenseres sælger for dette med en likviditetspræmie. Jo mindre likvid kontrakten er, des større er likviditetspræmien og dermed også CDS-spændet.

### Hvad fortæller CDS-spændene?

CDS-spændet afhænger altså af mange faktorer. Alligevel kan et likvidt CDS-marked give indsigt i markedets opfattelse af både kreditrisiko på enkelte referencer og systemiske risici.

Ændringer i CDS-spænd for *hele markedet* afspejler markedsdeltagernes risikovillighed, konjunkturforhold og øvrige generelle markedsf forhold. Hvis disse faktorer forværres, vil det afspejles i en udvidelse af spænd på hele CDS-markedet.

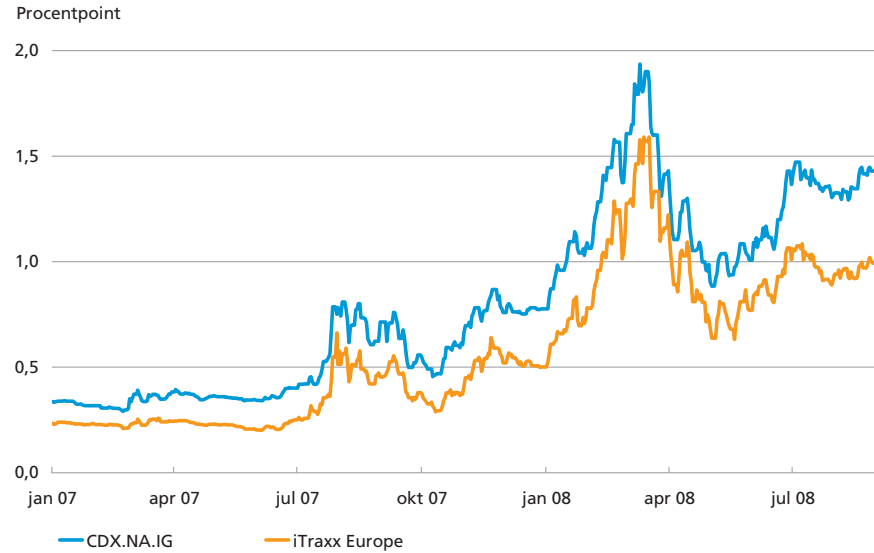
Det seneste år har der været en sådan generel udvidelse af CDS-spænd både i Europa og USA, jf. figur 3. De viste indeks består af referencer fra en række forskellige sektorer, fx energi-, industri- og finanssektoren, og viser altså den generelle markedstendens. Det seneste års udvidelse i CDS-spænd afspejler bl.a., at markedsdeltagerne som følge af den finansielle krise er blevet mindre villige til at påtage sig risiko, og at den makroøkonomiske situation er forværret.

Bevægelser i spænd på en *enkelt reference*, som ikke følger den generelle tendens på markedet, er derimod et udtryk for, at markedet vurderer, at den specifikke references kreditværdighed enten er forringet, og spændet derfor udvides, eller er forbedret, og spændet derfor indsnævres. I juli 2007 annoncerede den amerikanske investeringsbank Bear Stearns store tab, og efterfølgende steg CDS-spændet på Bear Stearns markant. Som figur 4 viser, fulgte spændet for Bear Stearns ikke tendensen i banksektoren eller markedet generelt. Markedet har vurderet, at bankens kreditværdighed var faldet som følge af de annoncerede tab.

Korrelationen mellem spænd kan give et indtryk af markedets opfattelse af systemiske risici. Systemiske risici er de risici, som påvirker alle referencer på markedet eller inden for en sektor. Større korrelation mellem bevægelser i CDS-spænd afspejler den opfattelse, at sandsynligheden

SPÆND PÅ 5-ÅRIGE CDS-INDEKS, JANUAR 2007 - AUGUST 2008

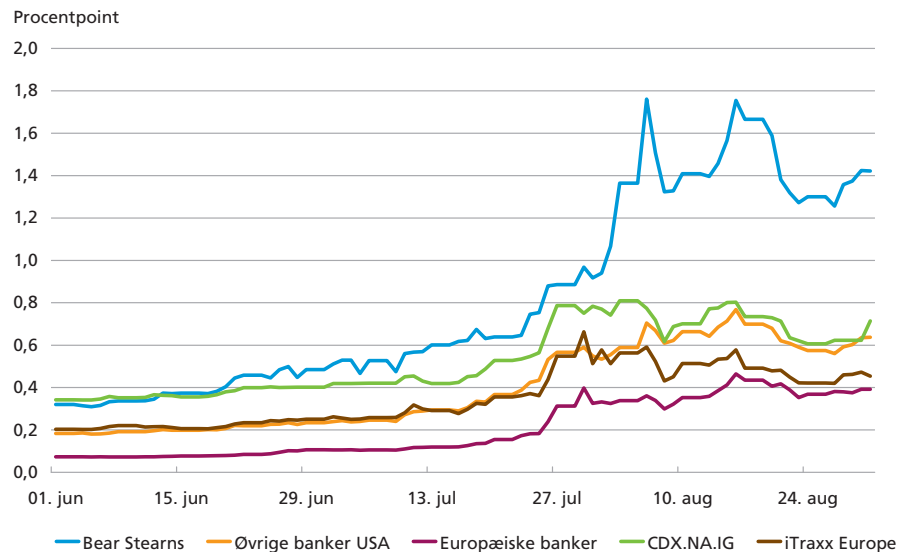
Figur 3



Anm.: Begge indeks består af referencer for en række forskellige sektorer som fx industri-, energi- og finanssektor.  
Kilde: Bloomberg.

5-ÅRIGE CDS-SPÆND FOR BEAR STEARNS, JUNI - AUGUST 2007

Figur 4



Anm.: "Øvrige banker USA" er et gennemsnit af CDS-spænd for Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Wachovia og Wells Fargo.

"Europæiske banker" er et gennemsnit af CDS-spænd for Barclays, BNP Paribas, Commerzbank, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, ING, Royal Bank of Scotland og UBS.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

for et sammenfald af kredithændelser og dermed de systemiske risici er øget.<sup>1</sup>

### **Markedsbaserede ratings**

Som et alternativ til de traditionelle ratings, der bruges til kreditvurdering af modparter, er bl.a. Fitch Ratings begyndt at udgive markedsbaserede ratings. De er beregnet ud fra CDS-spænd på de enkelte referencer og måler markedets vurdering af referencernes kreditværdighed.

De traditionelle ratings revideres typisk sjældent. Derimod kan CDS-spænd på de mest handlede referencer observeres dagligt. Man kan dermed sige, at de markedsbaserede ratings revideres dagligt. Da CDS-spændet reagerer hurtigt på ændringer i referencers kreditværdighed, har markedsbaserede ratings ofte vist sig gode til at forudse senere ændringer i de traditionelle ratings. Figur 5 viser traditionelle ratings og markedsbaserede ratings for en gruppe banker, der har fået nedgraderet deres officielle ratings inden for de seneste måneder. I alle tilfælde har der forud for nedgraderingen været et fald i de markedsbaserede ratings.

Det ses desuden, at de markedsbaserede ratings i den viste periode er lavere end de officielle ratings. At det er tilfældet, kan skyldes, at CDS-spænd i modsætning til traditionelle ratings afhænger af konjunkturerne. De aktuelle dårlige makroøkonomiske forhold giver som beskrevet høje CDS-spænd og dermed lave markedsbaserede ratings. Derimod tildeles de traditionelle ratings, så de er robuste mod konjunkturændringer, således at der ikke sker et generelt fald i traditionelle ratings under lavkonjunktur. Derfor kan det også meget vel være tilfældet, at de markedsbaserede ratings er højere end de traditionelle ratings under en højkonjunktur.

En medvirkende årsag til, at fald i de markedsbaserede ratings ofte efterfølges af fald i de traditionelle ratings kan dog være, at de til en vis grad er selvopfyldende. Et fald i de markedsbaserede ratings kan give referencen problemer på lånemarked og i forhold til kunder, leverandører og lignende og dermed være medvirkende til et fald i den traditionelle rating.

### **Hvor godt er CDS-spænd som mål for kreditrisiko?**

Der kan altså være fordele ved at bruge CDS-spænd til vurdering af kreditrisiko, men metoden har også visse ulemper.

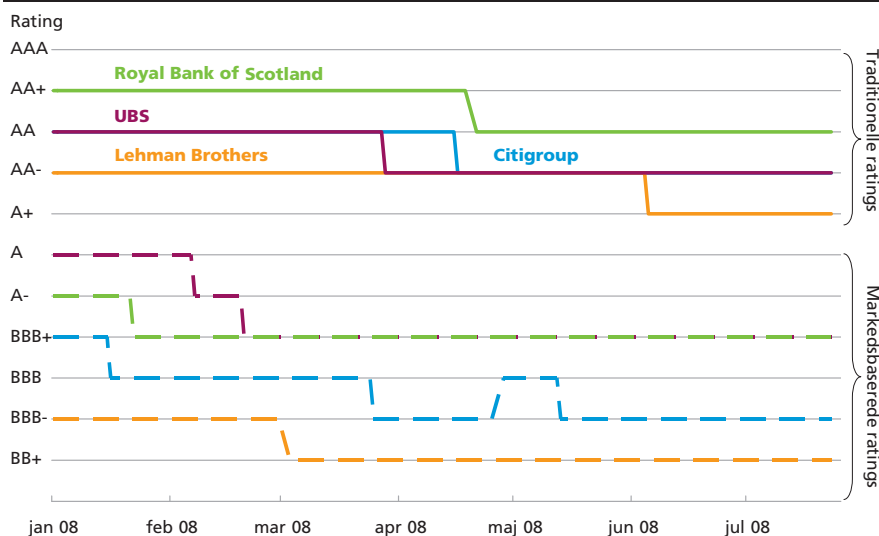
For at kunne bruge CDS-spænd til kreditvurdering af en modpart kræves det, at der er et likvidt marked for CDS med den modpart som reference. Det er ikke altid tilfældet. Selv om CDS-kontrakter ofte handles

---

<sup>1</sup> Se Tarashev og Zhu (2008).

FITCH'S TRADITIONELLE OG MARKEDSBASEREDE RATINGS

Figur 5



Anm.: Frem til den 31. marts har Citigroup samme officielle rating som UBS. Efter 18. april har Citigroup igen samme rating som UBS. Fra 1. april til 6. juni har Lehman Brothers samme officielle rating som UBS. Efter 22. februar har UBS samme markedsbaserede rating som Royal Bank of Scotland.

Kilde: Fitch Ratings.

mere end referenceaktivet, er CDS på en række referencer alligevel meget lidt likvide. Den manglende likviditet forringer kvaliteten af den information, CDS-spændene kan give. Det er svært at afgøre, hvilken del af spændet der afspejler kreditrisikoen på referencen, og hvilken del der er likviditetspræmie.

Et andet problem er, at CDS også bliver handlet med spekulative formål. Det kan igen være med til at påvirke spændene. Spekulation kan således føre til større og mere volatile CDS-spænd. Igen er mindre likvide CDS mere følsomme over for spekulation.

En af fordelene ved at bruge CDS-spænd er, at de reagerer meget hurtigt på nyheder og markedsforhold, som påvirker kreditrisikoen på referencen. Det betyder dog samtidig, at CDS-spændene også kan være ret følsomme over for forkerte opfattelser af referencers kreditværdighed og rygter, som måske ikke har hold i virkeligheden.

## BETYDNING FOR LÅNEMARKEDET

Der er som udgangspunkt en tæt sammenhæng mellem CDS-spændet og renten på lån eller obligationer, som referencen har udstedt.

Hvis fx en virksomhed udsteder en obligation, kan køberen af obligationen afdække kreditrisikoen ved at købe en CDS med obligationsudstederen som reference. Køberen af obligationen modtager så løbende

forskellen mellem referencens lånerente og CDS-spændet uden at have påtaget sig kreditrisiko på referencen. Køberen har dog modpartsrisiko på sælgeren af CDS. Bilag 1 indeholder en kort beskrivelse af modpartsrisici og andre problemer og risici knyttet til CDS-markedet. Alternativt kunne obligationskøberen købe et risikofrit aktiv, fx en statsobligation, og modtage en risikofri rente. Som det er vist i figur 6, giver de to beskrevne strategier altså obligationskøberen en løbende betaling uden en medfølgende kreditrisiko, og størrelsen af de to betalinger bør derfor som udgangspunkt være ens.

Det betyder, at renten på referencens obligation skal være lig summen af den risikofri rente og CDS-spændet på referencen. Så jo højere CDS-spændet er, des højere er låneomkostningerne for referencen.

Der er dog en række faktorer, som bevirker, at denne sammenhæng ikke helt holder i praksis. Der kan fx være skatteforhold eller forskelle på, hvor likvide CDS-kontrakten og referencens gældudstedelser er. I mange tilfælde er CDS-kontrakter mere likvide end referenceaktivet, hvilket betyder, at CDS-spændet er et renere mål for kreditrisiko.

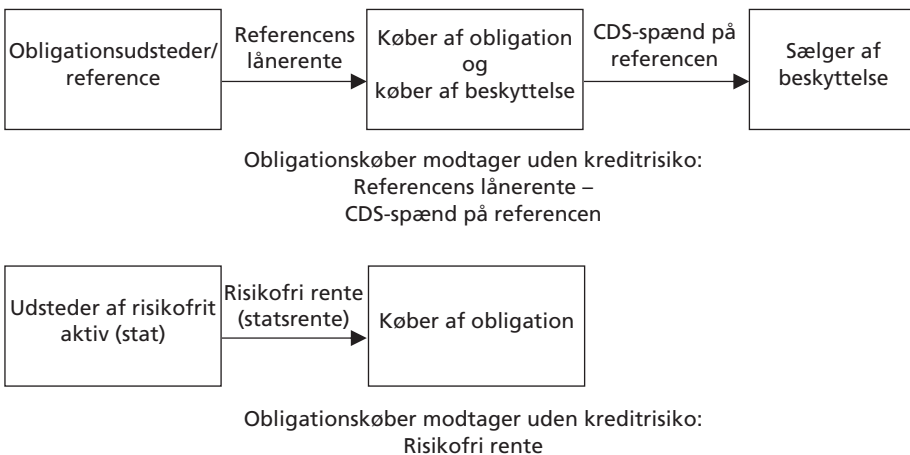
Netop den forskel, der kan være i likviditet, er en af grundene til, at CDS-spændet og ikke prisen på referenceaktivet oftest bliver brugt, når fx en banks kreditværdighed skal vurderes. Ofte vil CDS-spændet også reagere hurtigere på ændringer i referencens kreditværdighed.

For en virksomhed, der skal udstede obligationer eller optage lån, kan det altså være en fordel at være reference på CDS, der handles med lave spænd. Omvendt vil høje CDS-spænd forringe en references muligheder for at låne.

Udvidelse af CDS-spændet på en reference afspejler ikke nødvendigvis en reel forværring af referencens kreditværdighed. Spekulation, rygter

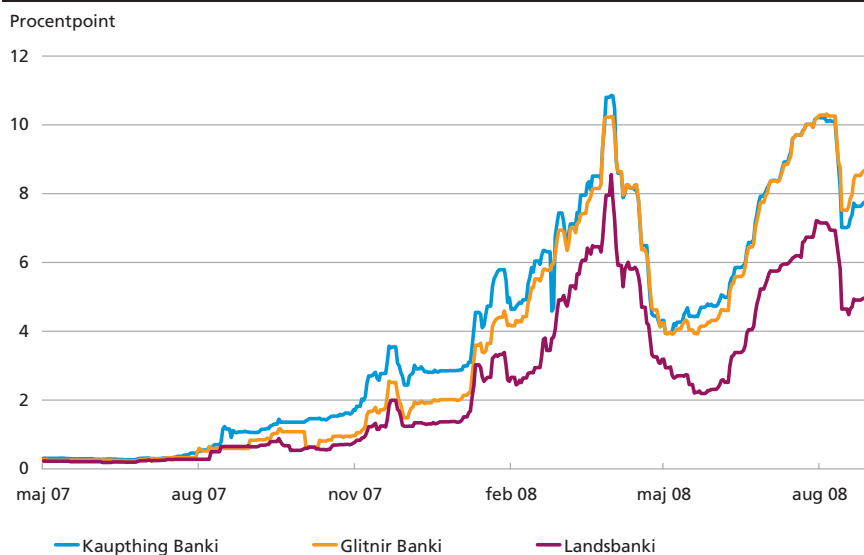
SAMMENHÆNG MELLEM CDS-SPÆND OG LÅNEOMKOSTNINGER

Figur 6



5-ÅRIGE CDS-SPÆND PÅ ISLANDSKE BANKER, MAJ 2007 - AUGUST 2008

Figur 7



Kilde: Bloomberg.

eller fejlopfattelser kan også være årsag til udvidelsen. Stadig vil en sådan udvidelse af spændet kunne gøre det sværere og dyrere for referencen at låne. Det kan i sidste ende betyde, at fejlvurderinger eller rygter kan give en reference reelle problemer.

CDS-spænd kan have ganske betydelige udsving. Figur 7 viser udviklingen i CDS-spænd for de tre store islandske banker Kaupthing Banki, Glitnir Banki og Landsbanki. CDS-spændene på de tre banker er steget kraftigt.

Foreløbig har disse banker ikke haft de store behov for at optage nye lån, men vilkårene på de lån, der er optaget, har i praksis ikke været så høje, som spændene ville tilsige. Bankerne har bl.a. optaget lån ved private placement. Det kan afspejle, at CDS-markedet er ret tyndt i forhold til det egentlige lånemarked.

Udover den betydning, CDS-spænd har for den enkelte references låneomkostninger, kan CDS-markedet også påvirke de generelle forhold på lånemarkedet. CDS-markedet har gjort det nemmere og billigere at afdække kreditrisiko og diversificere kreditporteføljer. Det burde som udgangspunkt medføre, at kreditrisikoen på et lån bliver handlet videre til den part, der bedst kan påtage sig risikoen. Desuden giver CDS let tilgængelig information om referencers kreditværdighed. Det kunne betyde billigere lån for referencer på mere likvide CDS.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Se Ashcraft og Santos (2007) for et empirisk studie af CDS-markedets betydning for låneomkostninger.

Det kan dog få betydning for lånemarkedet, hvis likviditeten i CDS-markedet falder, hvilket kan få betydning for finansiel stabilitet, jf. bilag 2. Bliver handlen med kreditrisiko mindre effektiv, kan det medføre, at det bliver dyrere og sværere at låne og skaffe likviditet.

## LITTERATUR

---

Ashcraft, Adam B. og João A. C. Santos (2007), Has the Credit Default Swap Market Lowered the Cost of Corporate Debt?, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, nr. 290.

BIS (2007), New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives, marts.

BIS (2008), OTC derivatives market activity in the second half of 2007, maj.

Fitch Ratings (2007), CDx Survey – Markets Volumes Continue growing while New Concerns Emerge, juli.

Mengle, David (2007), Credit Derivatives: An Overview, 2007 Financial Market Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, maj.

Risk Magazine (2008), JP Morgan CDS may top \$10trn notional, april.

Tarashev, Nikola og Haibin Zhu (2008), Market perception of systemic risk in the banking industry, BIS, *Quarterly Review*, marts.



## BILAG 1: PROBLEMER OG RISICI

---

For de enkelte markedsdeltagere kan der være gevinster ved at handle med kreditrisiko, så de opnår den kreditrisikoprofil, de ønsker, men der er også en række problemer og risici forbundet med CDS-markedet.

### Modpartrisici

Køber af beskyttelse slipper ganske vist for kreditrisikoen på referenceaktivet, men får til gengæld en kreditrisiko på sælger. Der er en risiko for, at han ikke kan betale, hvis referencen går fallit. Modpartrisikoen er også relevant for køber af beskyttelse, hvis den købte CDS har en positiv markedsværdi, da markedsværdien reduceres, hvis sælgers kreditværdighed falder. Modpartrisici kan også påvirke CDS-spændet. Køber af beskyttelse kan være villig til at give et højere spænd, hvis sælger af beskyttelse vurderes at have høj kreditværdighed.

Sælger af garantien påtager sig dels den kreditrisiko, der handles med, dels en modpartrisiko i forhold til de periodiske betalinger fra køber. Både som køber og sælger ville det således have været relativt problematisk at have en modpart, der går fallit.

Et andet forhold omkring modpartrisiko er, at kontrakten kan blive handlet videre af enten køber eller sælger. Viderehandel af kontrakter kan medføre usikkerhed om modpartrisiko, da det skaber uklarhed om, hvem der er den faktiske modpart.

### Juridiske og operationelle risici

De juridiske risici er bl.a. forårsaget af manglende dokumentation og standarder. Der har været problemer med uklarhed omkring referenceaktiver og manglende definitioner af de hændelser, der skal udløse afvikling af kontrakten. Det kan betyde, at købere af garantier reelt ikke får den forsikring, som de tror, de gør.

Disse problemer er dog i nogen grad forbedret, efter at ISDA udgav sine standardkontrakter, idet standarderne mindsker uklarheder omkring indholdet af kontrakterne. Det er dog stadig ikke alle CDS-kontrakter, der udformes efter ISDAs standarder, og standarderne er ikke for alvor blevet testet i retssager.

Et operationelt problem på CDS-markedet er, at der kan være store efterslæb med registrering af kontrakter. Igen er de mange viderehandler med til at forværre problemet. Der har siden slutningen af 2005 været meget fokus bl.a. fra Federal Reserves side på at udrydde dette efterslæb, hvilket i stor grad er lykkedes.

Der er også operationelle problemer forbundet med afvikling af kontrakter. Disse problemer opstår især, fordi den pålydende værdi af ude-

stående CDS på en reference ofte er meget større end referencegælden. Da fysisk afvikling kræver, at køber skal levere referenceaktivet til sælger, kan der opstå problemer, fordi mange købere af beskyttelse vil prøve at skaffe aktivet, hvis referencen går fallit.

De første skridt til en infrastruktur, der kan løse problemerne i afviklingen af kontrakter, er dog taget, idet den amerikanske værdipapircentral, The Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC, har indledt et samarbejde med CLS Bank<sup>1</sup>. I november 2007 begyndte afviklingen i CLS af CDS, registreret hos DTCC, i amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og schweizerfranc.

Ved kontant afvikling kan der være problemer med fastsættelse af referenceaktivets markedsværdi. ISDA er dog begyndt at gennemføre auktioner for at fastsætte markedsværdien på referencens gæld. Der er dog stadig ikke udviklet standarder for disse auktioner.

### **Incitamentsproblemer**

CDS-markedet har bidraget til et skift i nogle institutioners forretningsmodel. Hvor de før selv i høj grad har påtaget sig kreditrisikoen i forbindelse med udlån, har de bevæget sig i retning af at formidle udlån, så de ikke selv påtager sig kreditrisikoen.

Denne udvikling kan skabe incitamentsproblemer. Det kan være et problem, at den oprindelige udsteder af lånet af ikke har samme omhu ved kreditvurderingen. Desuden lider den oprindelige långiver ikke tab, hvis referencen går fallit, og har derfor ikke samme incitament til at finde en løsning, hvor fallit undgås. Tværtimod kan køber af beskyttelse have incitament til at fremtvinge fallit hos referencen, så kontrakten skal afvikles.

---

<sup>1</sup> CLS Bank blev oprindeligt etableret med det formål at afvikle valutahandler. I dag afvikles valutahandler i 17 forskellige valutaer i CLS-systemet, se Lone Natorp og Tina Skotte Sørensen, Afvikling af valutahandler, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.

## BILAG 2: SYSTEMISKE RISICI OG FINANSIEL STABILITET

---

CDS er efterhånden blevet et meget handlet produkt. Der er mange involverede i markedet, og de mange viderehandler skaber lange kæder af modparter. Denne sammenfiltning af modparter på CDS-markedet kan medføre en systemisk risiko.

Hvis en aktiv deltager på CDS-markedet kommer i problemer, kan det påvirke mange modparter, som måske selv kan komme i problemer. Det kan give en ustabilitet på CDS-markedet, som igen kan smitte af på andre finansielle markeder. Sammenfiltningen af modparter kan betyde, at der ville gå tid, før det er klart, hvordan fallit hos en markedsdeltager vil påvirke de øvrige aktører. Det kan resultere i, at markedet i en periode bliver meget illikvidt, og at CDS-spændene udvides voldsomt. En sådan udvikling kan som beskrevet også påvirke lånemarkedet, så problemerne vil sprede sig.

Redningen af Bear Stearns tyder på, at der fra Federal Reserves side er meget opmærksomhed på den mulige systemiske risiko ved CDS. Bear Stearns var en af de store aktører på CDS-markedet. Ifølge en artikel i Risk Magazine anslås det, at Bear Stearns havde omkring 2.000 mia. dollar udestående CDS-kontrakter.<sup>1</sup> Derfor ville mange aktører få problemer, hvis Bear Stearns gik fallit.

At der stadig er behov for at forbedre fx registreringen af handler, håndtering af modpartsrisici og proceduren ved afvikling af kontrakter blev for nyligt påpeget af en arbejdsgruppe bestående af repræsentanter fra en række markedsdeltagere og ledet af tidligere direktør i Federal Reserve, Gerald Corrigan. Arbejdsgruppen fremhæver, at det er vigtigt, at markedsdeltagerne samarbejder for at få forbedringerne gennemført. Der har også fra myndighedernes side været fokus på at reducere de systemiske risici på CDS-markedet. Fx ville en central modpart, et clearing house, som alle handler skal gå igennem, kunne reducere modpartsrisici og lette udredningen af modparter i tilfælde af fallit hos en reference eller markedsdeltager. Et af de nyeste tiltag på CDS-markedet er, at markedsaktører selv har igangsat etablering af et sådant clearing house.

Det kan virke paradoksalt, at CDS kan skabe så stor bekymring. En CDS giver mulighed for effektivt at afdække kreditrisiko og diversificere kreditporteføljer, hvilket burde gavne den finansielle stabilitet. Men finansiell innovation som CDS bruges ikke kun til at reducere risici. Samtidig har den hurtige vækst på CDS-markedet ført til operationelle og juridiske problemer på markedet. Derfor kan CDS-markedet have en negativ effekt på den finansielle stabilitet, medmindre disse forhold håndteres effektivt.

---

<sup>1</sup> Se Risk Magazine (2008).



---

# Vækst, offentlige finanser og indvandring

---

*Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Økonomisk Afdeling*

---

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

Produktionen pr. hoved er et ofte anvendt mål for velstandsniveauet i et samfund. I praksis er det dog forbrug snarere end produktion, der giver velstand. Hvis et land systematisk forbedrer sit bytteforhold, vil forbrug pr. hoved over tid kunne overstige produktion pr. hoved.

Vækst i produktiviteten har i det lange historiske perspektiv været den afgørende faktor til forklaring af udviklingen i materiel velstand, mens den demografiske udvikling og bytteforholdsforbedringer har spillet en sekundær rolle. Sådan vil det også være fremover.

Væksten i timeproduktiviteten herhjemme har de sidste 15 år været lavere end i den foregående periode og svagere end i mange af de lande, vi normalt sammenligner os med. Hvis denne udvikling fortsætter, vil velstandsudviklingen blive svagere de kommende årtier end over de sidste 40 år, og Danmark vil sakke agterud i forhold til andre lande. Det vil i det lange perspektiv ikke i praksis være muligt at opveje en væsentligt lavere produktivtetsvækst med en øget arbejdsindsats.

En vedvarende forbedring af et lands bytteforhold bidrager til velstanden på linje med produktivtetsvækst. Danmark har forbedret sit bytteforhold de seneste 30-40 år. Det gælder også, selv om vi ser bort fra energi. Kan denne udvikling fastholdes, vil det i et vist omfang kunne kompensere for en lav vækst i produktiviteten.

Mens velstandsudviklingen først og fremmest afhænger af væksten i produktiviteten og kun i mindre grad af befolkningsudviklingen, er det lige omvendt for holdbarheden af de offentlige finanser. Her spiller demografi, erhvervsdeltagelse og arbejdstid en afgørende rolle, da disse faktorer er bestemmende for størrelsen af skattegrundlaget. Hertil kommer, at den offentlige sektor i sin udgiftsprioritering selv kan bidrage positivt til vækst i produktiviteten, fx gennem fokusering på uddannelse samt forskning og udvikling.

Indvandrere og grænsependlere kan bidrage til at afhjælpe pres på arbejdsmarkedet og bidrage til vækst i produktionen. Erhvervsfrekvensen for disse grupper er afgørende for, om de bidrager til velstandsudviklingen og til holdbarheden på de offentlige finanser.

## AFTAGENDE VÆKST I VELSTANDEN

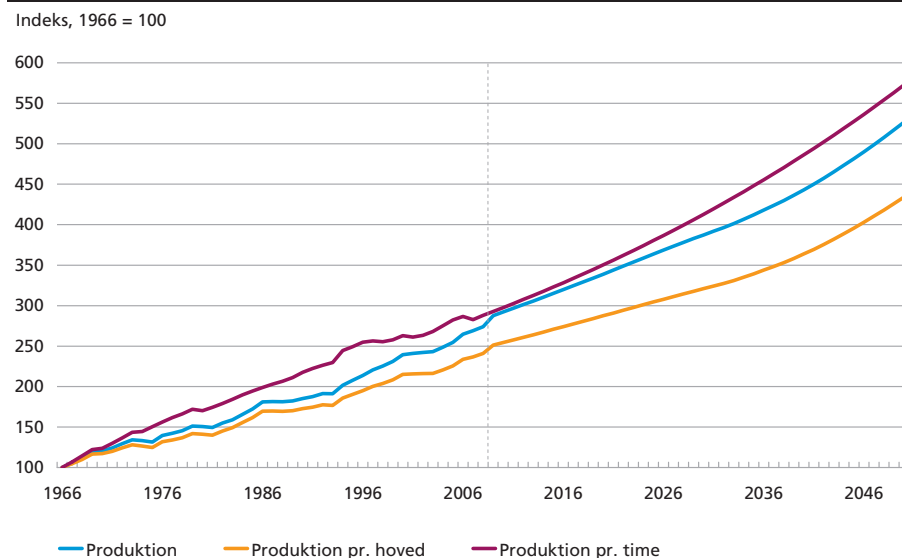
Velfærd er et meget bredt og ikke præcist defineret begreb. Ud over materiel velstand afhænger velfærd i et land af faktorer som befolkningens psykiske velbefindende, graden af ulighed i forbrugsmulighederne, miljø, omfanget af korruption, graden af tillid mellem mennesker og meget andet. I et bredere velfærdsmål må fritid også tillægges en positiv værdi. Velfærd vil således vokse hurtigere end den materielle velstand, i den udstrækning væksten i produktion pr. hoved holdes nede som følge af øget fritid.

I denne artikel fokuseres snævert på materiel velstand målt ved BNP pr. hoved og forbrug pr. hoved. Det afspejler ikke, at de andre faktorer til bestemmelse af velfærd vurderes at være ubetydelige, men udelukkende at BNP og bytteforhold kan måles og sammenlignes internationalt. Heller ikke dette er dog uproblematisk.

Størrelsen af produktionen i et land – målt som det reale BNP – bestemmes af den arbejdsindsats, som leveres, fx målt i timer pr. år, samt af produktiviteten, dvs. den præsterede produktion pr. time. Jo større en andel af befolkningen, der er aktiv på arbejdsmarkedet, des større vil

PRODUKTION OG UDVIKLING I MATERIEL VELSTAND

Figur 1



Anm.: "Produktion" angiver real BNP. I fremskrivningen af "Produktion pr. hoved" er taget udgangspunkt i seneste befolkningsprognose fra Danmarks Statistik. Det antages, at væksten i timeproduktiviteten de næste 40 år bliver som i perioden 1990-2007, dvs. 1,6 pct. p.a. Herudover er antaget uændret antal timer pr. beskæftiget samt fastlåsning af de aldersbetingede beskæftigelsesfrekvenser på 2005-niveau korrigeret for den fremtidige forøgelse af efterløns- og folkepensionsalderen, som allerede er vedtaget. Det er sket ved at opjustere beskæftigelsesfrekvenserne for de 60-64-årige i forhold til niveauet i 2005. Generelt vurderes de aktuelle beskæftigelsesfrekvenser at ligge over, hvad der er foreneligt med langsigtet ligevægt i økonomien (positivt produktionsgab).

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

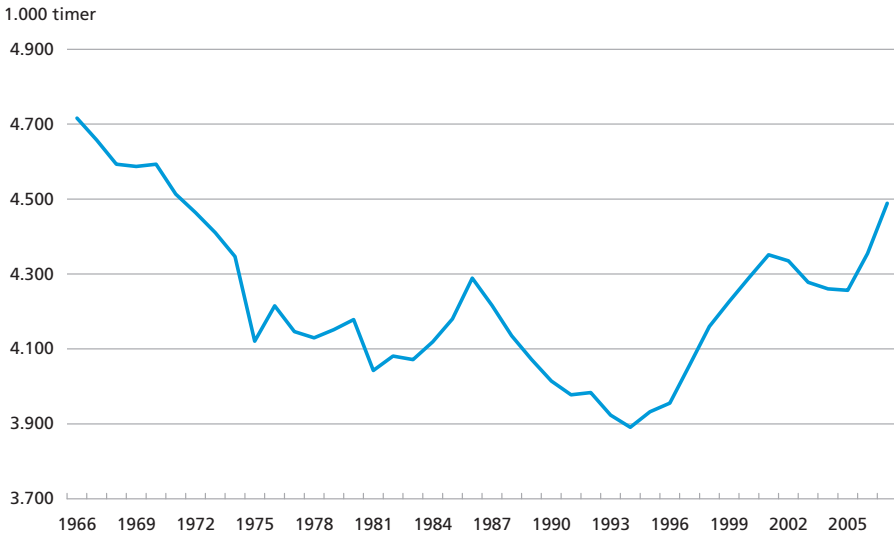
produktionen pr. hoved alt andet lige være. Befolkningssammensætningen spiller dermed en vis rolle for velstandsudviklingen, jf. boks 1.

Betragtes den samlede befolkning, er produktionen pr. hoved herhjemme siden midten af 1960'erne vokset langsommere end produktionen, jf. figur 1. Produktionen pr. time er samtidig vokset hurtigere end produktion pr. hoved. Det skyldes, at den enkelte i dag arbejder færre timer pr. år end for 40 år siden. I modsat retning trækker, at erhvervsdeltagelsen har været stigende i perioden specielt for kvinder. Det har imidlertid ikke helt kunne opveje faldet i den gennemsnitlige arbejdstid, og frem til midten af 1990'erne faldt antallet af præsterede arbejdstimer i Danmark, jf. figur 2. Herefter er timeindsatsen steget noget igen i takt med, at flere er kommet i beskæftigelse, og den gennemsnitlige arbejdstid er løftet lidt.

DEKOMPONERING AF VELSTANDSMÅLET – PRODUKTION PR. HOVED	Boks 1
<p>Produktion pr. hoved kan dekomponeres i en række forklarende faktorer, jf. følgende udtryk:</p>	
$\underbrace{\frac{f_y}{U}}_{\text{Produktion pr. hoved}} = \underbrace{\frac{f_y}{t}}_{\text{Produktivitet}} \cdot \underbrace{\frac{t}{B}}_{\text{Arbejdstid}} \cdot \underbrace{\frac{B}{U_{20-64}} \cdot \frac{U_{20-64}}{U}}_{\text{Beskæftigelsesfrekvens}}$	
<p>hvor <math>f_y</math> = det reale BNP, <math>U</math> = det samlede folketal, <math>t</math> = antal arbejdede timer pr. år, <math>B</math> = beskæftigelsen, <math>U_{20-64}</math> = antal personer i befolkningen mellem 20 og 64 år.</p>	
<p><i>De enkelte elementer i formeludtrykket</i></p> <p>"Produktion pr. hoved" angiver det reale BNP i forhold til befolkningens størrelse.</p> <p>"Produktivitet" angiver timeproduktivitet for økonomien under ét, dvs. inkl. den offentlige sektor.</p> <p>"Arbejdstid" angiver det gennemsnitligt antal præsterede timer pr. beskæftiget pr. år.</p> <p>"Beskæftigelsesfrekvens" er produktet af summen af aldersbetingede beskæftigelsesfrekvenser (1. led) og en komponent, der angiver, hvor stor en andel de aldersklasser, hvorfra arbejdsstyrken overvejende rekrutteres, udgør af hele befolkningen (2. led).</p>	
<p>Beskæftigelsesfrekvensen kunne i formlen erstattes med erhvervsfrekvensen. Forskellen udgøres af ledigheden. Ledigheden er stærkt konjunkturafhængig, mens den er mindre relevant i de langsigtede fremadrettede vækstscenarier, som beskrives her.</p> <p>Det mål, der i denne artikel anvendes for produktivitet, omfatter hele økonomien og dermed også den offentlige sektor. Der ses således bort fra problemerne med måling af produktivitet ud fra nationalregnskabstal for sektorer, hvor produktionen opgøres ud fra omkostningssiden. Danmarks dårlige placering i international sammenhæng gælder også, hvis der kun ses på produktivitet i fremstillingssektoren.</p>	

PRÆSTEREDE ARBEJDS TIMER I ALT

Figur 2



Kilde: Danmarks Statistik.

Frem mod 2050 vil der være et nedadrettet pres på beskæftigelsesfrekvensen, som defineret i boks 1, som følge af den demografiske udvikling, jf. figur 3. Det antages i fremskrivningerne, at timer pr. beskæftiget pr. år forbliver på 2007-niveau frem til 2050.

I velstandsøjemed er forbrug pr. hoved mere relevant end produktion pr. hoved. Hvis der sker en løbende forbedring af et lands bytteforhold, vil det mulige forbrug pr. hoved vedvarende kunne overstige produktion pr. hoved. Danmark har løbende haft en forbedring af bytteforholdet de sidste 40 år. Figur 4 illustrerer en situation, hvor det antages, at bytteforholdet fremover vokser i samme takt som i gennemsnit over perioden 1975-2007. Det vil give et betydeligt bidrag til forbrugsmuligheden pr. hoved og dermed den materielle velstand.

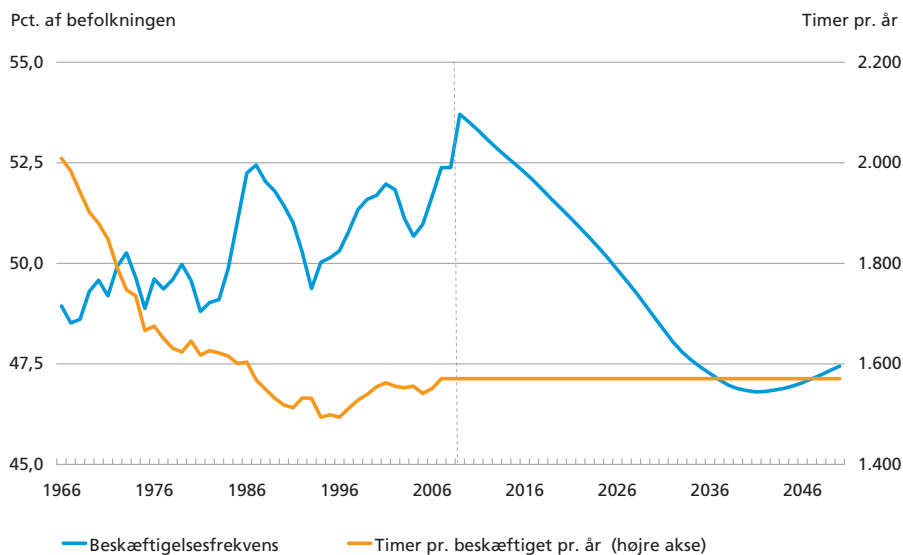
### FALDENDE VÆKST I PRODUKTIVITETEN

Væksten i timeproduktiviteten har været aftagende over tid. Hvor den i hele perioden fra midten af 1960'erne til i dag har været 2,6 pct. om året, har den siden 1990 kun været 1,6 pct. p.a., se Iversen og Riishøj (2007). For at få en idé om konsekvensen for den fremtidige velstandsudvikling er produktion pr. hoved beregnet frem til 2050 med udgangspunkt i Danmarks Statistiks befolkningsprognose samt antagelser om fastholdt arbejdstid pr. hoved og uændrede aldersbetingede beskæftigel-



## ARBEJDSINDSATS I ØKONOMIEN

Figur 3



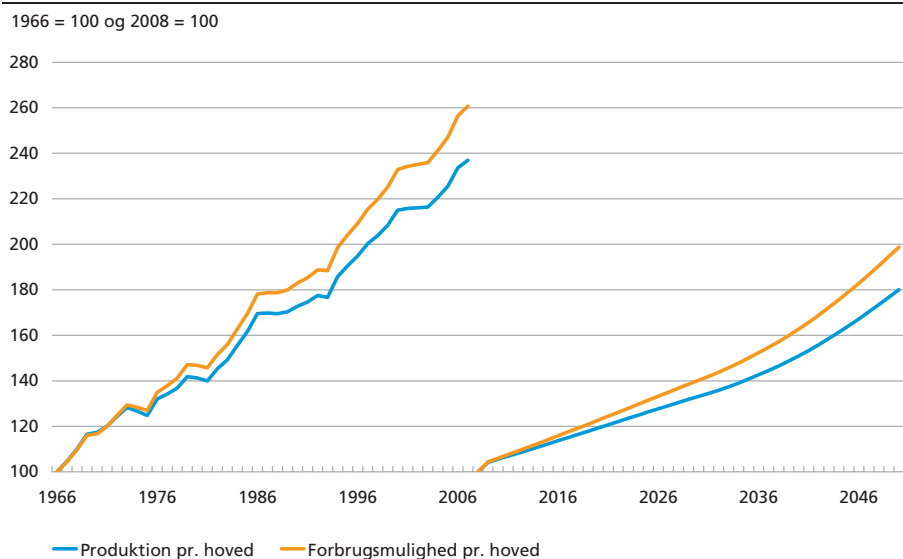
Anm.: "Beskæftigelsesfrekvens" angiver andelen af den samlede danske befolkning, som er i beskæftigelse. Denne størrelse afhænger dels af befolkningens alderssammensætning, dels af de aldersbetingede beskæftigelsesfrekvenser, som i fremskrivningen er låst på 2005-niveau undtagen for aldersklassen 60-64 år, jf. anmærkning til figur 1. Faldet i erhvervsdeltagelse i fremskrivningen afspejler hovedsagelig udviklingen i befolkningen med flere ældre fremover.

"Timer pr. beskæftiget pr. år" er i grundforløbet holdt fast på 2007-niveau.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## VELSTANDSUDVIKLING MED OG UDEN BYTTEFORHOLDSGEVINST

Figur 4



Anm.: "Forbrugsmulighed pr. hoved" er beregnet ved at korrigere "Produktion pr. hoved" med en årlig bytteforholdsforbedring. I fremskrivningen er anvendt den årlige vækst i bytteforholdet ekskl. energi over perioden 1975-2007.

Kilde: Egne beregninger.

sesfrekvenser (på 2005-niveau). Som vist i figur 4<sup>1</sup>, vil dette resultere i en langsommere stigning i velstanden i de kommende 40 år, end vi har oplevet over de seneste 40 år. Hvor produktionen pr. hoved i 2008 var 2,4 gange større end for 40 år siden, vil den om 40 år med de gjorte antagelser kun være 1,8 gange højere end i dag. Inddrages en eventuel bytteforholdsgevinst, er de tilsvarende tal for forbrugsudviklingen 2,6 og 2,0 gange højere.

Vækst i produktiviteten er den afgørende faktor til forklaring af udviklingen i produktion pr. hoved, hvorimod den demografiske udvikling kun har spillet en sekundær rolle, jf. figur 5. Sådan vil det også være fremover.

Længden af arbejdstiden er også vigtig. Hvis nedsættelsen af arbejdstid pr. beskæftiget fortsætter i samme takt fremover som i de sidste 40 år, vil det yderligere markant mindske væksten i produktion pr. hoved. De seneste 10 år har der dog været en svag stigning i arbejdstid pr. beskæftiget herhjemme, men i et fremadrettet perspektiv vil aldringen af befolkningen trække i modsat retning.

Når ændring i beskæftigelsesfrekvens og timeindsats kun spiller en sekundær rolle i forhold til produktivitetsvæksten i beregningen af BNP pr. hoved, skyldes det grundlæggende, at potentialet for ændring af arbejdsindsatsen er begrænset til et skift i niveau (døgnet har kun 24 timer, og beskæftigelsesfrekvensen kan aldrig overstige 100). Produktivitet antages derimod at vokse uafbrudt år for år frem mod 2050. Antages fx et fald i niveauet for beskæftigelsen som følge af befolkningens aldring på fx 10 pct., kan dette omregnes til en reduktion af den gennemsnitlige, årlige vækstrate i BNP pr. hoved over 40 år på 0,25 pct. Det er dette tal, der skal holdes op mod produktivitetsvæksten.

Afdæmpningen af produktivitetsvæksten herhjemme genfindes ikke i samme grad i andre lande, jf. figur 6. En del af forklaringen er, at tjensteproduktionen, herunder i den store offentlige sektor, udgør en større del af økonomien i Danmark end i de fleste andre lande. Væksten i produktivitet i tjenstesektorerne er generelt lavere end i de fleste øvrige sektorer, jf. Pedersen og Riishøj (2007).

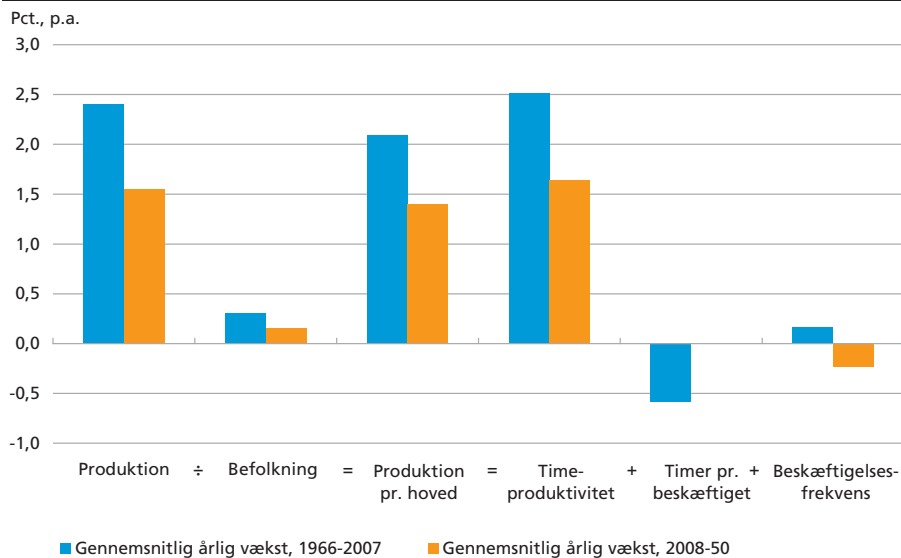
En beregning viser, at det ikke er realistisk at opveje en væsentligt lavere vækst i produktiviteten med en forøgelse af arbejdsindsatsen. Antag at timeproduktiviteten frem til 2050 udvikler sig som i de sidste 15 år, dvs. med 1,6 pct. årligt for økonomien under ét. Hvis produktionen pr. hoved frem mod 2050 skal bringes til at vokse med 2,5 pct. årligt,

---

<sup>1</sup> Der er ikke tale om en prognose, men en skematisk beregning med henblik på at få en vurdering af størrelsen af de enkelte forklarende faktorer. En analyse af tilsvarende karakter som den foretaget her for Australien kan findes i rapporten "Intergenerational report 2007", jf. det australske finansministeriums websted: [www.treasury.gov.au](http://www.treasury.gov.au).

**HISTORISK OG SKEMATISK FREMSKRIVNING AF UDVIKLINGEN I MATERIEL  
VELSTAND**

Figur 5

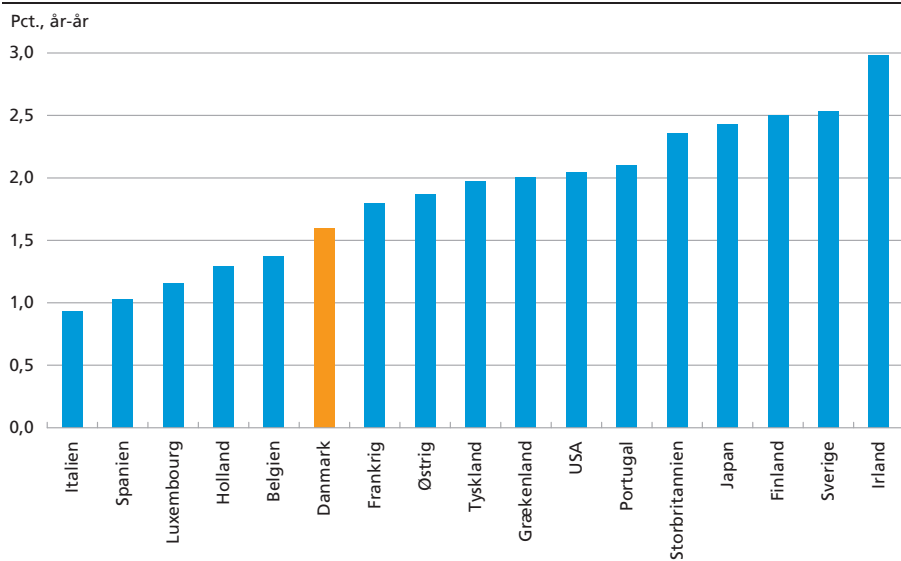


Anm.: Forklaringsbidrag bag udviklingen i "Produktion pr. hoved" i en historisk og fremtidig periode. Med hensyn til antagelser bag fremskrivningen se anmærkninger til figur 1 og 2.

Kilde: Egne beregninger.

**GENNEMSNITLIG ÅRLIG VÆKST I TIMEPRODUKTIVITETEN 1990-2005**

Figur 6



Anm.: Gennemsnitlig timeproduktivitet for økonomien som helhed for perioden 1990-2005.

Kilde: EU-KLEMS, marts 2008 database og Danmarks Statistik.

som har været det historiske gennemsnit i perioden 1966 til i dag, vil det kræve en forøgelse af arbejdstiden til 2.100 timer pr. beskæftiget pr. år selv med de aldersbetingede beskæftigelsesfrekvenser fastholdt på 2005-niveau. Det svarer til niveauet i midten af 1960'erne og til arbejdstiden i Korea i dag.

Alternativt skal de aldersbetingede beskæftigelsesfrekvenser generelt øges med godt 20 procentpoint for fastholdt arbejdstid pr. hoved. Selv kravene til en kombination af øget arbejdstid og erhvervsdeltagelse for at komme op på den historiske velstandsudvikling må vurderes som urealistiske. Disse følsomhedsberegninger viser også, at en reduktion i den strukturelle ledighed på fx 1 procentpoint ikke vil have nogen nævneværdig indflydelse på den fremtidige vækst i BNP pr. hoved.

Skal Danmark følge med den internationale velstandsudvikling, er der således ingen vej uden om at bringe væksten i produktiviteten op. Det er ikke i første række befolkningsudviklingen, som udhuler vor relative velstand, men den lave vækst i produktiviteten<sup>1</sup>.

At øget arbejdsindsats kun i begrænset omfang er i stand til at erstatte vækst i timeproduktiviteten må *ikke* tolkes derhen, at beskæftigelse og arbejdsindsats i økonomien er ligegyldig. Arbejdsindsatsen er tværtimod helt afgørende for muligheden for at sikre holdbare offentlige finanser. Holdbarheden er meget afhængig af, at en stor andel af befolkningen er i beskæftigelse og arbejder et højt antal timer.

## VÆKST, BEFOLKNINGSUDVIKLING OG OFFENTLIGE FINANSER

---

Isoleret set vil øget produktion pr. hoved øge skattegrundlaget og dermed lette finansieringen af et givet niveau for de offentlige udgifter. En væsentlig del af disse udgifter reguleres imidlertid op med lønudviklingen i samfundet. Det gælder bl.a. pensioner og overførselsindkomster. For så vidt angår de offentlige serviceudgifter, vil der erfaringsmæssigt også være et stærkt politisk ønske om, at de følger den generelle velstandsudvikling. Samtidig vil en lavere produktivitsvækst i tjenesteproducerende erhverv som den offentlige sektor medføre, at omkostningerne ved at producere offentlige ydelser vil stige hurtigere end produktionsomkostningerne i den private sektor. Vækst i produktivitet og dermed i produktion pr. hoved vil derfor ikke automatisk styrke holdbarheden af de offentlige finanser. Efterspørgslen efter mange offentlige ydelser som fx sundhedsydelser vil formodentlig samtidig vokse hurtigere end indkomsterne generelt. Det skærper finansieringsproblemet yderligere.

---

<sup>1</sup> Det er dog muligt, at der er en sammenhæng mellem befolkningens fordeling på aldersklasser og den samfundsmæssige produktivitet, se Feyrer (2005).

De offentlige udgifter er meget ulige fordelt på tværs af aldersklasser med de ældre som dem, der – målt pr. hoved – lægger beslag på langt den største del. Det gør den offentlige saldo særdeles følsom over for andelen af befolkningen, der er i beskæftigelse og dermed bidrager til produktionen. Både befolkningsudviklingen og niveauet for den strukturelle ledighed er dermed af betydning for holdbarheden af de offentlige finanser.

Hvor den materielle velstand de kommende årtier som beskrevet ovenfor hovedsagelig afhænger af udviklingen i produktivitet og kun i mindre grad af den underliggende befolkningsudvikling, er det lige omvendt for så vidt angår saldoen på de offentlige finanser. Holdbare offentlige finanser sikres hverken af vækst i BNP eller øget indvandring, jf. nedenfor, men kræver en øget arbejdsindsats af dem, som allerede bor i landet. Alternativet er en lettelse af presset på skattegrundlaget ved en mere direkte sammenhæng mellem leveret offentlig ydelse og betaling herfor.

## **ER ØGET TILGANG AF UDENLANDSK ARBEJDSKRAFT LØSNINGEN?**

---

I en situation med et faldende antal personer i de aldersklasser, hvorfra arbejdsstyrken overvejende rekrutteres, vil tilgang af udenlandsk arbejdskraft i et vist omfang kunne medvirke til at mindske presset på arbejdsmarkedet og dermed et inflationært pres i økonomien. For at få besat mange typer job fremover vil mere udenlandsk arbejdskraft være en nødvendighed. Ser vi på bidraget til den fremtidige velstandsudvikling målt som produktion pr. hoved, vil indvandring derimod være af mindre betydning. Det skyldes, at en ekstra udlænding i beskæftigelse godt nok øger produktionen, men der vil samtidig være minimum en person ekstra at dele den samfundsmæssige værdiskabelse ud på. Både tæller og nævner i brøken øges. Lykkes det derimod at få en person på passiv forøgelse til at bidrage til produktionen, vil det entydigt forøge produktion pr. hoved og dermed have en mere direkte effekt på velstandsudviklingen.

Ligesom tilgang af udenlandsk arbejdskraft kun vil have en vis effekt på væksten i produktion pr. hoved, er den heller ikke noget universal-middel til understøttelse af balancen på de offentlige finanser. Til belysning af dette spørgsmål er der foretaget nogle beregninger på DREAM-modellen<sup>1</sup>.

Tabel 1 viser, hvordan de offentlige finanser påvirkes af indvandring under forskellige antagelser om indvandrerne adfærd, herunder først og fremmest erhvervsfrekvens og træk på offentlige ydelser. Et positivt

---

<sup>1</sup> I Velfærdskommissionens endelige rapport findes lignende beregninger. Der er dog mindre forskelle, bl.a. er beregningerne her foretaget på en opdateret version af DREAM-modellen.

---

**INDVANDRINGENS EFFEKT PÅ DE OFFENTLIGE BUDGETTER** Tabel 1


---

Pct. af BNP	Forbedring af de offentlige finanser i forhold til grundforløb
Fald i strukturel ledighed på 1 procentpoint .....	0,31
Øget indvandring med nuværende landefordeling .....	-0,18
Øget indvandring fra mindre udviklede lande .....	-0,54
Øget indvandring fra mere udviklede lande .....	-0,03
Øget "superindvandring" .....	0,35
Perfekt integration af indvandrere og efterkommere ..	1,26

---

Anm.: "Øget indvandring" betyder, at der kommer 5.000 flere indvandrere hvert år fremover. Det medfører, at indvandrernes andel af både befolkning og arbejdsstyrke vil være stadigt stigende.

"Superindvandring" omfatter indvandrere, der først kommer til landet efter endt uddannelse, har en erhvervsfrekvens på 100, ikke medbringer deres familie og forlader landet igen inden pensionsalderen.

Ved "Perfekt integration" antages fuld lighed mellem alle de indvandrere og efterkommere, der allerede er i landet, og etniske danskere med hensyn til arbejdsmarkedstilknytning, produktivitet samt træk på overførselsindkomster og individuelle offentlige ydelser.

Kilde: Beregninger på DREAM-modellen.

<sup>1</sup> Tallene i tabellen viser den permanente ændring i den offentlige budgetsaldo i pct. af BNP (holdbarhedsindikatoren) som følge af øget indvandring henholdsvis bedre integration. Et negativt tal angiver et behov for strammning af finanspolitikken for at opnå uændret holdbarhed, mens et positivt tal betyder, at finanspolitikken kan lempes.

tal angiver, at de offentlige finanser kan lempes og alligevel opretholde en given langsigtet budgetsaldo, dvs. understøtter finansieringen af de offentlige finanser. Et negativt tal viser omvendt, at de offentlige finanser må strammes. Holdbarhedsindikatoren, dvs. niveauet for den langsigtede budgetsaldo i procent af BNP er ikke vist, da fokus er på effekten på de offentlige finanser af en given ændring i indvandring eller integration.

En stor del af indvandringen til Danmark over de seneste 15-20 år, især i begyndelsen af perioden, er sket fra mindre udviklede lande af personer med lav erhvervsfrekvens og relativt stort træk på de offentlige velfærdsydelser. Det har medført en forværring af de offentlige finanser, dvs. skærpet holdbarhedsproblemet.

Hvis indvandring for alvor skal understøtte finansieringen af den offentlige sektor, skal den ske som såkaldt "superindvandring". Dette begreb dækker over en person, som først indvandrer efter endt uddannelse, går direkte ind på arbejdsmarkedet med en erhvervsfrekvens på 100 og betaler skat som en dansker, undlader at tage sin familie med og forlader landet igen før pensionsalderen. Det er ret vidtgående krav, men de senere års tilgang af arbejdskraft fra specielt Østeuropa lever et stykke hen ad vejen op til disse betingelser. I praksis betaler arbejderne fra fx Østeuropa dog væsentligt mindre i indkomstskat end tilsvarende danske arbejdere som følge af fradrag for dobbelt husførelse.

Der ligger et stort finansieringspotentiale i en bedre integration – og dermed højere erhvervsdeltagelse – af de indvandrere og efterkommere, som allerede er her. Perfekt integration, hvor indvandrere og efterkommere med hensyn til erhvervsdeltagelse og træk på offentlige ydelser

kommer til at ligne befolkningen i øvrigt, ville gå et langt stykke mod at mindske holdbarhedsproblemet. Tiltag, der mere generelt kan øge erhvervsfrekvensen i samfundet, trækker i samme retning.

## LITTERATUR

---

Feyrer, James (2005), Demographics and Productivity, Dartmouth College, *Working Paper*, nr. 02-10.

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

Pedersen, Erik Haller og Johanne Dinesen Riishøj (2008), Danmarks lønkonkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.





---

# Chiles finanspolitiske regel<sup>1</sup>

---

*Michael Pedersen<sup>2</sup>, Banco Central de Chile*

## INDLEDNING

---

Finanspolitikken har i mange lande og i flere situationer medvirket til at skabe ubalancer og dermed forøget ustabiliteten i økonomien. For at understøtte en holdbar økonomisk udvikling er det fordelagtigt at lægge en ramme for finanspolitikken. Denne artikel beskriver den finanspolitiske regel i Chile, som har været en succes og en del af fundamentet for den gunstige udvikling i chilensk økonomi i de senere år.

I de seneste årtier har Chile og andre latinamerikanske lande oplevet en høj grad af makroøkonomisk volatilitet, som har medført store udsving i den økonomiske vækst og valutakurserne og i visse tilfælde hyperinflation. Volatiliteten skyldes bl.a. store udsving i de internationale råvarepriser – råvarer er en vigtig eksportvare i regionen – samt en procyklisk økonomisk politik. Med henblik på at skabe en kontracyklisk ramme til udjævning af de økonomiske udsving indførte Chile i 2000 en regel for det strukturelle overskud som rettesnor for finanspolitikken fra 2001.

I henhold til denne regel forpligter den chilenske regering sig til at sikre, at de nominelle udgifter er lig med de strukturelle indtægter minus målet for det strukturelle overskud udtrykt i procent af BNP. Indikatoren for den strukturelle saldo er konjunkturkorrigeret samt korrigeret for kobberprisen på langt sigt og de strukturelle indtægter fra salg af molybdæn. Denne indikator afspejler statens indtægter, hvis den økonomiske vækst er lig med trendvæksten i produktionen, dvs. med fuld beskæftigelse og med kobber- og molybdænpriser svarende til det langsigtede niveau.

Rent juridisk er regeringen ikke forpligtet til at overholde reglen, men den har valgt at gøre det frivilligt.<sup>3</sup> For at sikre en troværdig og gennemsigtig finanspolitisk regel spiller uafhængige eksperter en betydelig rolle, når loftet for de offentlige udgifter skal fastsættes. Det gør den chilenske regel enestående i forhold til tilsvarende regler i andre lande.

---

<sup>1</sup> Denne artikel er et resumé af Pedersen (2008). De holdninger, der kommer til udtryk, er forfatterens og kan ikke tillægges Banco Central de Chile. De normale ansvarsfraskrivelser gælder, men kommentarer og forslag fra Gonzalo Echavarría, Macarena García og Claudio Soto har været til stor nytte.

<sup>2</sup> Banco Central de Chile, Agustinas 1180, Santiago, Chile. E-mail: mpederse@bcentral.cl.

<sup>3</sup> Regeringen er dog juridisk forpligtet til at offentliggøre det årlige strukturelle overskud.

Disse ekspertpaneler har siden 2001 fastsat den langsigtede referencepris på kobber og siden 2002 også parametrene for beregning af den potentielle produktion (trend-BNP). Målet for det strukturelle overskud bestemmes derimod af regeringen.

I denne artikel skitseres det, hvordan Chiles finanspolitiske regel fungerer i praksis. I næste afsnit redegøres der for reglen, mens de uafhængige ekspertpanelers arbejde beskrives i det efterfølgende afsnit. Det sidste afsnit indeholder en kort beskrivelse af erfaringerne med den finanspolitiske regel.

## DEN FINANSPOLITISKE REGEL

---

Den finanspolitiske regel er udtrykt ved den strukturelle saldo. I modsætning til den løbende saldo afspejler den strukturelle saldo udsigterne for de offentlige finanser på mellemlangt sigt. Den defineres som forskellen mellem de konjunkturkorrigerede offentlige indtægter og de udgifter, der er forenelige med disse indtægter.

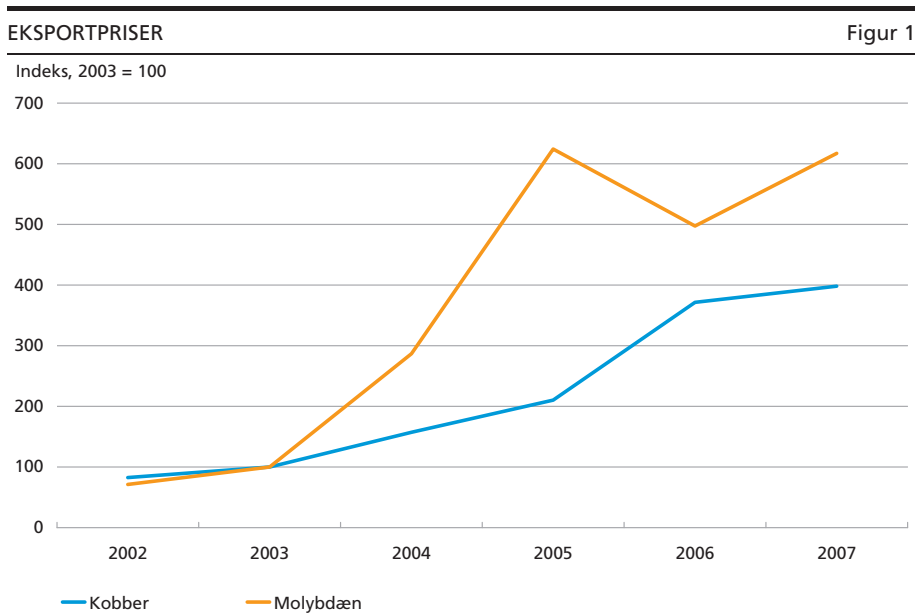
Overordnet set er den finanspolitiske regel som følger:

$$\text{Strukturelle indtægter} - \text{offentlige udgifter} = X \text{ pct. af BNP}$$

hvor  $X$  er målet for det strukturelle overskud. Indtil 2007 var målet for det strukturelle overskud 1 pct. af BNP, og fra 2008 er det reduceret til 0,5 pct. af BNP. Med andre ord må de offentlige udgifter i 2008 ifølge reglen ikke overstige forskellen mellem de strukturelle indtægter og 0,5 pct. af BNP i samme år.

Et overskud på 1 pct. af BNP blev ved reglens etablering betragtet som tilstrækkeligt til at sikre opbygningen af finansielle aktiver til finansiering af fremtidige offentlige forpligtelser, navnlig pensioner. Det virkede endvidere hensigtsmæssigt at operere med et overskudsmål, fordi Banco Central de Chile både havde et strukturelt driftsunderskud og en negativ formue på grund af tab i forbindelse med redningen af den private banksektor i 1982 og akkumuleringen af internationale reserver i 1990'erne. Ved revision af målet i 2007 blev det besluttet at reducere det til 0,5 pct. fra 2008, jf. appendiks.

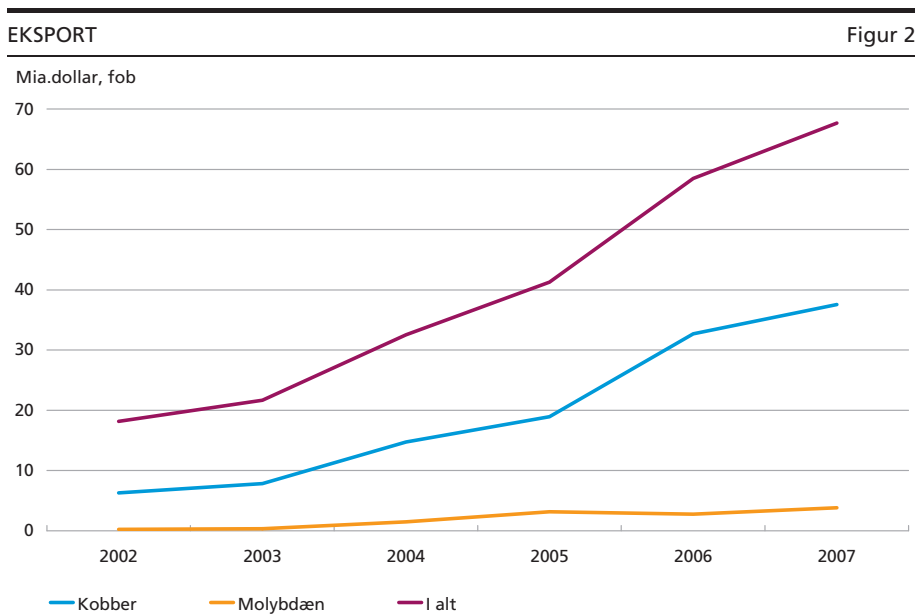
Indikatoren for Chiles strukturelle saldo fås ved at konjunkturkorrigere saldoen og korrigere den for afvigelser fra de langsigtede kobber- og molybdænpriser. Som følge af de stærkt stigende molybdænpriser, jf. figur 1, blev de offentlige indtægter fra det største mineselskab, Codelcos, molybdænproduktion inddraget i den finanspolitiske regel i 2005. Chiles vigtigste eksportprodukt er kobber, der udgør over 50 pct. af den samlede eksport, jf. figur 2.



Kilde: Egne beregninger baseret på observationer fra Banco Central de Chile.

Minesektoren tegner sig for en stor del af de offentlige indtægter i form af royalties, skatter og direkte overførsler fra Codelco, der er offentligt ejet, jf. figur 3.

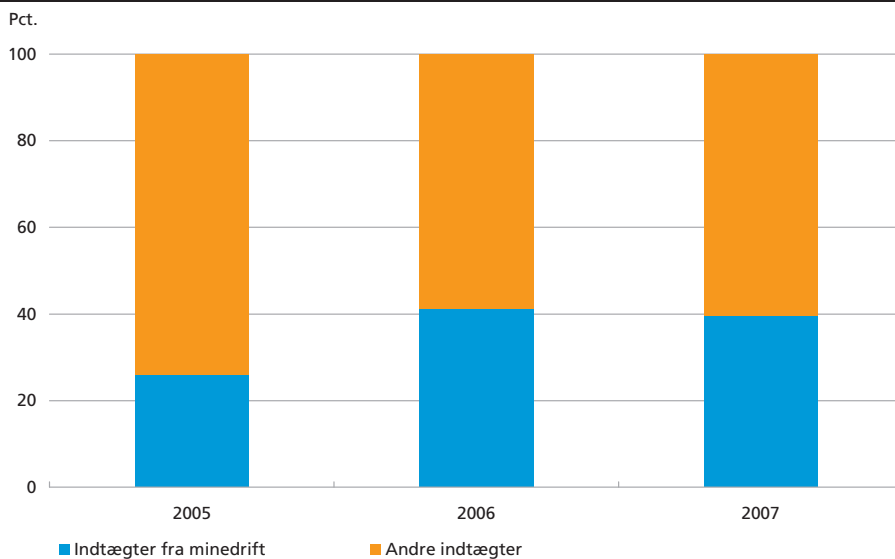
Ifølge Rodríguez et al. (2007) kan indikatoren for Chiles strukturelle saldo udtrykkes som den faktiske saldo efter optjeningsprincippet og



Kilde: Banco Central de Chile.

## OFFENTLIGE INDTÆGTER

Figur 3



Anm.: Ved tal fra før 2005 er det ikke muligt at udskille de samlede indtægter fra minesektoren.

Kilde: Egne beregninger baseret på tal fra det chilenske finansministerium.

fire yderligere størrelser: (1) forskellen mellem strukturelle og faktiske nettoskatteindtægter ekskl. minesektoren samt indbetalinger til social sikring, (2) forskellen mellem strukturelle og faktiske indtægter fra skat på private mineselskaber, (3) forskellen mellem strukturelle og faktiske overførsler fra Codelco, der skyldes salg af kobber, og (4) forskellen mellem strukturelle og faktiske overførsler fra Codelco, der skyldes salg af molybdæn.

I beregningen af sidstnævnte antages det, at den langsigtede referencpris på molybdæn svarer til det historiske gennemsnit, mens beregningen af de tre første størrelser kræver variable, som i sagens natur ikke kan observeres, nemlig trend-BNP og den langsigtede kobberpris. Disse variable estimeres af uafhængige ekspertpaneler.

## UAFHÆNGIGE EKSPERTPANELER

For at gøre gennemførelsen af finanspolitikken mere gennemsigtig besluttede den chilenske regering i 2001-02 at lade uafhængige ekspertpaneler fastlægge to af de vigtige parametre for den finanspolitiske regel, nemlig trendproduktionen og den langsigtede kobberpris.

Medlemmerne af ekspertpanelet for trendproduktionen vælges personligt og ikke som repræsentanter for deres respektive institutioner. Således var tre af panelets 15 medlemmer i 2007 også medlemmer af centralbankens bestyrelse. I de seks år fra 2002 til 2007 har panelet haft

mellem 14 og 17 medlemmer, som har holdt møde i juni, juli eller august med offentliggørelse af mødereferatet kort tid efter.

Før mødet får medlemmerne et metodologisk notat med baggrundsoplysninger og historiske observationer. På grundlag af disse oplysninger anmodes medlemmerne om at udarbejde skøn over væksten i hver af de tre variable, der kræves til beregning af trendproduktionen for det følgende år. Det drejer sig om total faktorproduktivitet (TFP), investeringer samt arbejdsstyrke. Medlemmerne skal udarbejde skøn for de næste fem år. For hvert år elimineres den højeste og den laveste observation, og der anvendes et gennemsnit af resten i beregningen af trendproduktionen.

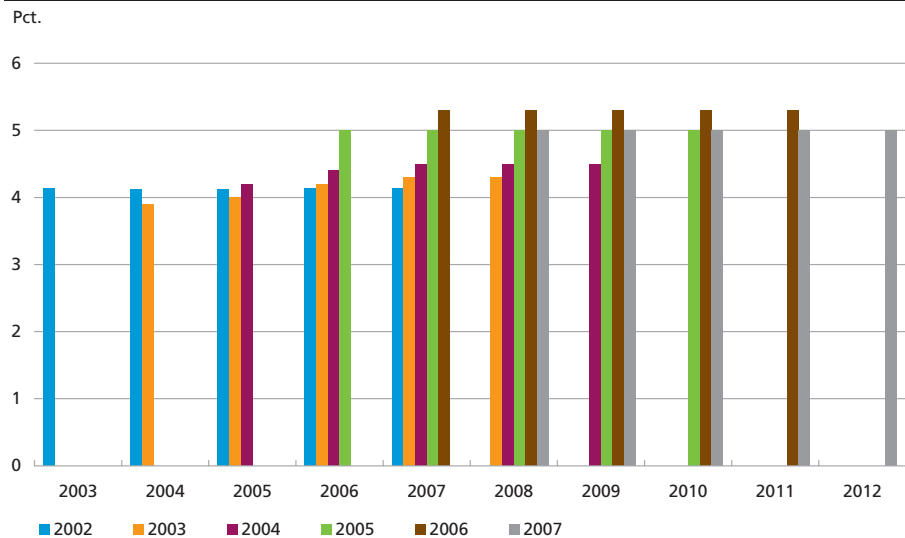
Trendproduktionen er det teoretiske produktionsniveau, hvis de økonomiske resurser anvendes med normal intensitet, og produktiviteten følger den normale trend. Den samlede produktionsfunktion antages at være en Cobb-Douglas-funktion med konstante skalaafkast. Den potentielle produktionsvækst i de følgende fem år beregnes ved at indsætte panelernes skøn i funktionen, jf. Pedersen (2008). Den skønnede trendvækst har ligget på 4-5 pct. siden 2002, jf. figur 4.

I 2001 blev det besluttet at anmode uafhængige eksperter om at fastlægge en referencepris for kobber. Hidtil har panelet haft 8-12 medlemmer, som har holdt møde på omtrent samme tidspunkt som ekspertpanelet for trendproduktionen.

Panelet anmodes om at udarbejde et skøn over den gennemsnitlige kobberpris målt i dollar for de næste 10 år. Den højeste og den laveste

SKØN OVER 5 ÅRS TRENDMÆSSIG PRODUKTIONSVÆKST

Figur 4

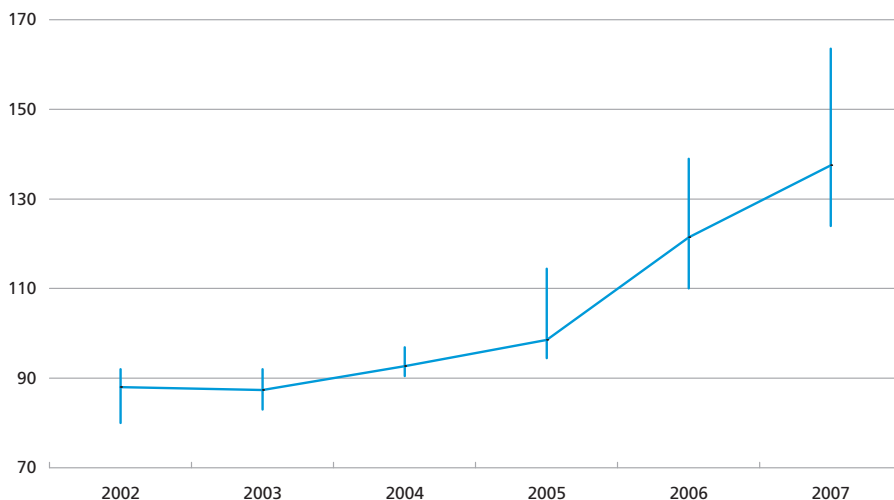


Kilde: Det chilenske finansministerium (2002a, 2003a, 2004a, 2005a, 2006a, 2007a).

## SKØN OVER REFERENCEPRISEN PÅ KOBBER

Figur 5

Dollar pr. pund, løbende årlige priser



Anm.: Den højeste og laveste observation er de to observationer, der blev udelukket for beregning af gennemsnittet.  
 Kilde: Det chilenske finansministerium (2002b, 2003b, 2004b, 2005b, 2006b, 2007b).

observation elimineres, og gennemsnittet af resten anvendes i beregningen af den strukturelle saldo. Figur 5 viser de indberettede gennemsnit for perioden 2002-07 samt den højeste og den laveste observation, som blev elimineret før beregning af gennemsnittet. Jo højere referençepriisen har været, desto større har forskellen mellem det højeste og det laveste skøn været. Forskellen mellem disse to skøn er steget forholdsmæssigt fra gennemsnitligt 10 pct. af den endelige referencepris i 2002-04 til 24 pct. i 2005-07.

## ERFARINGER MED REGLEN

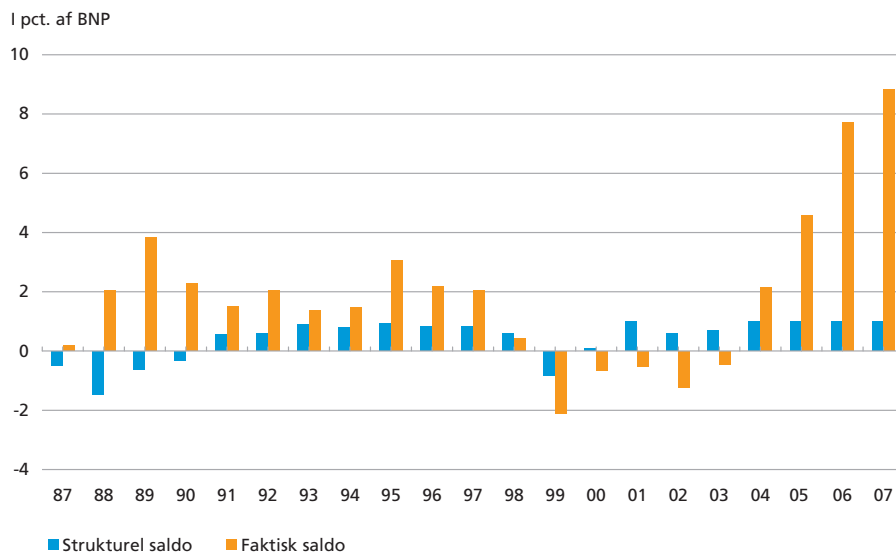
Eftersom reglen ikke er lovbestemt, er det naturligt at se på, om den faktisk er blevet overholdt. Svaret er ja. Officielle tal viser, at den strukturelle saldo har været nøjagtig 1 pct. af BNP i 2004-07, mens den faktiske saldo har været betydeligt højere, jf. figur 6.

Da der kun foreligger få observationer, kan det være for tidligt at vurdere reglens kontracykliske karakter. I 2002 og 2003 oplevede Chile imidlertid forholdsvis lav vækst, og den offentlige saldo var negativ begge år. Den offentlige saldo, jf. tabel 1, steg i de følgende år i takt med den tiltagende økonomiske vækst. Det tyder på, at reglen har fungeret kontracyklisk i de første seks år.

Efterlevelse af den finanspolitiske regel har medført en stigning i den offentlige opsparing fra 2 pct. af BNP i 2002 til 12 pct. i 2007. Dette skyl-

## DEN OFFENTLIGE SALDO

Figur 6



Kilde: Det chilenske finansministerium.

des hovedsagelig de høje kobberpriser. Desuden blev den offentlige gæld reduceret betydeligt fra over 15 pct. af BNP i 2002 til 4 pct. i 2007. I forhold til produktionen er de offentlige rentebetalinger blevet halveret i samme periode. De offentlige finanser er altså blevet betydeligt forbedret siden indførelsen af den finanspolitiske regel, og i 2006 oprettede regeringen to statslige investeringsfonde, nemlig den økonomiske og sociale stabiliseringsfond (ESSF) og pensionsreservefonden (PRF).

PRF har til formål at finansiere statens pensionsforpligtelser og yde et bidrag til den forventede stigning i udbetalinger af minimumspension. Det foregående års nettooverskud på de offentlige finanser, mindst 0,2 pct. af BNP og højst 0,5 pct., indskydes i denne fond, indtil den når op på 900 mio.UF.<sup>1</sup> Det skønnes at tage ca. 25 år at nå op på 900 mio.UF med et årligt bidrag på 0,2 pct. af BNP, og at de 900 mio.UF kan finansiere pensionsforpligtelserne i 25 år. Hvert tredje år skal det chilenske finansministerium vurdere fondens bæredygtighed. Efter fradrag af indskud i PRF og kapitalindskud i Banco Central de Chile indskydes resten af overskuddet på de offentlige finanser i ESSF. Hovedformålet med denne fond er at udjævne finansieringen af de offentlige udgifter, idet der indskydes kapital i de år, hvor der er overskud på de offentlige finanser, og hæves kapital i de år, hvor der er underskud. Begge fonde administreres af Banco Central de Chile.

<sup>1</sup> UF (unidad de fomento) er en regningsenhed, som er reguleret efter forbrugerprisindekset.

NØGLETAL FOR DEN CHILENSKE ØKONOMI						Tabel 1
I pct. af BNP	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BNP-vækst .....	2,2	3,9	6,0	5,6	4,3	5,1
Faktisk offentlig saldo .....	-1,2	-0,5	2,1	4,6	7,7	8,8
Offentlig bruttoopsparing .....	2,2	2,8	5,2	7,7	10,7	12,0
Offentlig bruttogæld .....	15,7	13,0	10,7	7,3	5,3	4,1
Offentlige rentebetalinger .....	1,2	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6

Kilde: Banco Central de Chile og det chilenske finansministerium.

Renteforskellen mellem chilenske og amerikanske statsobligationer<sup>1</sup> kan give en vis indikation af finanspolitikens troværdighed. Forskellen blev indsnævret fra over 200 basispoint primo 2001 til under 100 basispoint i 1. halvår 2007. Spændet har imidlertid udvidet sig igen og lå i gennemsnit på 181 basispoint i juli 2008. Disse oplysninger tyder på, at troværdigheden af Chiles finanspolitik er øget, siden reglen blev indført, men i lyset af uroen på de finansielle markeder det seneste år er det svært at udlede klare signaler fra renterne.

Internationale organisationer er generelt enige om, at Chiles finanspolitiske regel har været en succes. I sammendraget af IMF's artikel IV-rapport om de makroøkonomiske rammer står der fx: "Successful implementation of this framework has created increasing room for addressing social priorities, which the authorities intend to pursue in an incentive-compatible manner, accompanied by further increase in transparency."<sup>2</sup> Et yderligere eksempel er formuleringen i IDB's rapport fra 2007 om økonomiske og sociale fremskridt i Latinamerika, hvor der står, at "the Chilean fiscal rule has worked well. While structural balances mimicked the actual balance before the adoption of the rule, since 2001 the average structural balance has been more or less constant."<sup>3</sup>

Der er ingen tvivl om, at reglen for det strukturelle overskud har gavn timer den økonomiske stabilitet i Chile. Den finanspolitiske regel er generelt accepteret som en troværdig og gennemsigtig forpligtelse. Lige fra begyndelsen er reglen blevet justeret løbende, og den udgør hjørnestenen i den finanspolitiske troværdighed, som har stor betydning for et land, der har oplevet kraftig makroøkonomisk ustabilitet i de seneste årtier.

<sup>1</sup> Målt ved JP Morgans globale EMBI-spænd, der afspejler den præmie, en investor kræver for at investere i obligationer udstedt i dollar, i dette tilfælde af den chilenske stat, frem for at investere i amerikanske obligationer.

<sup>2</sup> IMF (2007), s. 3.

<sup>3</sup> IDB (2007), s. 182.



## LITTERATUR

---

Det chilenske finansministerium (2002a, 2003a), *Acta. Resultados del Comité Consultivo del PIB Potencial*.

Det chilenske finansministerium (2004a, 2005a, 2006a, 2007a), *Acta. Resultados del Comité Consultivo del PIB Tendencial*.

Det chilenske finansministerium (2002b, 2003b, 2004b, 2005b, 2006b, 2007b), *Acta. Resultados del Comité Consultivo del Precio de Referencia del Cobre*.

Det chilenske finansministerium (2007c), *Informe de Pasivos Contingentes*.

IDB (2007), "Living with debt. How to limit the risk of sovereign finance", *Economic and Social Progress in Latin America*. Report.

IMF (2001), *Government Finance Statistics Manual*.

IMF (2007), Chile: 2007 article IV consultation – Staff report; public information notice on the executive board discussion; and statement by the executive director for Chile, IMF, *Country Report*, nr. 333.

Pedersen, Michael (2008), The Chilean fiscal rule, Danmarks Nationalbank *Working Paper*, nr. 57.

Rodríguez, J., C. Tokman og A. Vega (2007), Structural balance policy in Chile, OECD, *Journal of Budgeting*, vol. 7(2), s. 59-92.

Velasco, A., A. Arenas de Mesa, L.F. Céspedes og J.R. Cabello (2007), Compromisos fiscales y la meta de superávit estructural, det chilenske finansministerium, *Estudios de Finanzas Públicas*, maj.

**APPENDIKS – VIGTIGE ÆNDRINGER AF DEN FINANSPOLITISKE REGEL<sup>1</sup>**

---

Maj 2000	Præsident Lagos meddeler officielt, at Chile indfører en finanspolitisk regel med et mål for det strukturelle overskud på 1 pct. af BNP
Aug. 2001	Ekspertpanelet for den langsigtede kobberpris nedsættes
Juli 2002	Metoderne til skøn af potentielt BNP revideres
Aug. 2002	Ekspertpanelet for potentielt BNP oprettes
Feb. 2004	Ændringer af statistik for de offentlige finanser i overensstemmelse med IMF (2001)
Aug. 2005	Indførelse af konjunkturkorrigering af indkomstskatter fra private mineselskaber på grund af den vigtige effekt på kobberprisen
Dec. 2005	Indførelse af konjunkturkorrigering af effekterne af molybdænprisen
Dec. 2006	Indførelse af konjunkturkorrigering af ekstraskatter fra mineselskaberne
Maj 2007	Præsident Bachelet meddeler officielt, at målet for det strukturelle overskud reduceres fra 1 til 0,5 pct. af BNP i 2008

---

<sup>1</sup> Kilde: Velasco et al. (2007) og IMF (2007).

---

## Pressemeddelelser

---

### **DEN 27. JUNI 2008: NATIONALBANKEN OG FINANSTILSYNET OPFORDRER TIL EUROPÆISK INITIATIV OM GENNEMSIGTIGHED**

---

Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet offentliggør i dag et fælles åbent brev om behovet for nye europæiske regler om offentliggørelse af penge- og realkreditinstitutters individuelle solvensbehov.

Den fortsatte internationale finansielle uro har bl.a. haft baggrund i manglende information om, hvilke banker der risikerede tab, og hvor store tab det drejede sig om. Det har vist behovet for internationale initiativer, der kan skabe større gennemsigtighed om risici i de enkelte banker.

I det åbne brev understreger Nationalbanken og Finanstilsynet vigtigheden af at skabe gennemsigtighed om bankernes faktiske økonomiske styrke og dermed deres evne til at bære eventuelle tab.

I forbindelse med de nye kapitaldækningsregler, Basel II, skal de enkelte penge- og realkreditinstitutter gennemgå de samlede risici i instituttet med henblik på at vurdere, hvor meget kapital instituttet har behov for. Solvensbehovet kan være større end lovkravet om kapitaldækning på 8 pct.

Nationalbanken og Finanstilsynet foreslår konkret i det åbne brev, at resultatet af penge- og realkreditinstitutternes vurdering af eget solvensbehov gøres tilgængeligt for investorer og kreditgivere. Solvensbehovet sammenholdt med det enkelte penge- eller realkreditinstituts faktiske kapitaldækning er væsentlig information for investorer og kreditgivere ved vurdering af de enkelte institutters finansielle styrke.

Nationalbanken og Finanstilsynet vil i den kommende tid argumentere for behovet for offentliggørelse af solvensbehovet i forskellige internationale sammenhænge, blandt andet i forbindelse med EU-Kommissionens forventede forslag til ændring af kapitalkravsdirektivet.

Brevet kan ses på [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk).

### **DEN 3. JULI 2008: RENTEFORHØJELSE**

---

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 pct. til 4,60 pct. Diskontoen og foliorenten forhøjes med 0,25 pct. til 4,25 pct. Forhøjelsen har virkning fra 4. juli 2008.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet minimumsbudrenten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 pct. til 4,25 pct.

#### **DEN 10. JULI 2008: DANMARKS NATIONALBANK – FINANSTILSYNET**

---

Roskilde Bank A/S har meddelt OMX Nordiske Børs, at i forbindelse med den normale gennemgang af udlån og garantier i sammenhæng med udarbejdelse af halvårsregnskabet har bankens ledelse måttet konstatere, at der vil skulle foretages nedskrivninger i et væsentligt større omfang end hidtil antaget. Den endelige størrelse og omfanget af nedskrivningerne kendes endnu ikke, men vil blive offentliggjort, så snart størrelsen af de endelige beløb foreligger.

Efter en drøftelse mellem Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet, Finansrådet og Danmarks Nationalbank har Nationalbanken besluttet at stille den fornødne likviditet til rådighed for Roskilde Bank A/S.

Regeringen og finanssektoren har givet tilsagn om, at de bakker op om ordningen med garanti over for Nationalbanken.

#### **DEN 7. AUGUST 2008: NY SKIBSMØNT MED HAVINGSTEN SOM MOTIV**

---

8. august 2008 udsender Nationalbanken en ny 20-kronemønt med vikingeskibet Havhingsten fra Glendalough som motiv. Det er fjerde temamønt med et skib som motiv. Mønten er blevet præsenteret i dag på Vikingskibsmuseet i Roskilde.

Havhingsten er en rekonstruktion af det havgående langskib Skuldelev 2. Lørdag den 9. august ventes skibet hjem fra Dublin efter at have været på en lang forsøgsrejse siden sommeren 2007. Det originale skib blev bygget i Dublin i 1042. Skibet endte sine dage på bunden af Roskilde Fjord i slutningen af 1000-tallet. I 1962 begyndte udgravningerne af skibet samt de fire andre vikingeskibe, der lå side om side.

Billedhuggeren Erik Varming har udarbejdet motivet på mønten, som forestiller Havhingsten på havet med Roskilde Domkirke i baggrunden.

Mønten med Havhingsten fremstilles i 1,2 mio. eksemplarer og bliver en del af de cirkulerende mønter.

Mønten kan købes i ruller med 20 stk. i pengeinstitutter, i Nationalbankens Hovedkasse eller bestilles på Den kgl. Mønts websted [www.kglmoent.dk](http://www.kglmoent.dk).

Den næste skibsmønt forventes udsendt i september 2008.

## **DEN 24. AUGUST 2008: ROSKILDE BANK**

---

Nationalbanken har sammen med den finansielle sektor i Danmark indgået aftale med bestyrelsen i Roskilde Bank A/S om gennem en ny bank at købe samtlige aktiver og overtage al gæld og andre forpligtelser bortset fra hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital i Roskilde Bank, jf. Selskabsmeddelelse pr. 24. august 2008 fra Roskilde Bank A/S. Overtagelsen omfatter således samtlige medarbejdere i Roskilde Bank, alle indskydere og andre simple kreditorer.

Den finansielle sektor er repræsenteret ved Det Private Beredskab til Afvikling af Nødlidende Banker, Sparekasser og Andelskasser, som har modtaget midler fra sine medlemmer samt fra Nykredit.

Overtagelsen af Roskilde Bank kommer efter, at det i en omfattende salgsproces ikke er lykkedes at få et bud på hele eller dele af Roskilde Bank – hverken fra ind- eller udland.

Samtidig er det i forbindelse med revisionen af Roskilde Banks halvårsregnskab konstateret, at der er yderligere tab i banken i et omfang, så Roskilde Bank ikke længere opfylder lovens solvenskrav.

Nationalbanken ser med stor alvor på situationen omkring Roskilde Bank. Det er vurderingen, at overtagelsen vil medvirke til at begrænse den negative effekt på det finansielle system i Danmark.

Roskilde Banks aktiviteter videreføres i en ny bank under samme navn, hvor Nationalbanken og Beredskabet indskyder i størrelsesordenen 4,5 mia.kr. i basiskapital. Formålet med den nye bank er at drive bankvirksomhed med henblik på at sikre det bedst mulige økonomiske udbytte af afviklingen af den virksomhed, som overtages fra Roskilde Bank.

Såfremt der efter afviklingen måtte vise sig at være tab, vil Beredskabet indskudte kapital på 750 mio.kr. dække først.

Regeringen har tilkendegivet, at den bakker op om ordningen, og at den vil fremlægge et nyt aktstykke i Folketingets Finansudvalg om en statsgaranti for de eventuelle tab, som Nationalbanken måtte få i forbindelse med overtagelsen og afviklingen af Roskilde Bank.

Det er aftalt, at hvis det efter afviklingen viser sig, at der efter forrentning af den indskudte basiskapital er penge tilbage, vil disse tilfalde ejere af ansvarlig lånekapital, hybrid kernekapital samt aktionærer i den oprindelige Roskilde Bank.

## **DEN 29. AUGUST 2008: KOMMENDE BESTYRELSE I ROSKILDE BANK**

---

Følgende personer har indvilget i at indtræde i en kommende bestyrelse for Roskilde Bank:

Henning Kruse Petersen, tidligere koncerndirektør i Nykredit A/S, udpeget af Nationalbanken (formand).

Jakob Brogaard, tidligere viceordførende direktør i Danske Bank, udpeget af Det Private Beredskab.

Niels Heering, advokat hos Gorrissen Federspiel Kierkegaard, udpeget af Nationalbanken.

Jørn Kristian Jensen, tidligere bankdirektør i Nordea Bank, udpeget af Det Private Beredskab.

Visti Nielsen, tidligere bankdirektør i Jyske Bank, udpeget af Nationalbanken.

Efter Roskilde Banks ekstraordinære generalforsamling på mandag den 1. september 2008 udestår Finanstilsynets behandling af godkendelse af Nationalbankens og Det Private Beredskabs overtagelse. Det er forventningen, at dette vil kunne ske i løbet af ca. 14 dage, hvor sagen skal notificeres til Europa-Kommissionen.

I den mellemliggende periode vil den hidtidige likviditetsfacilitet fortsat være gældende.

## **DEN 10. SEPTEMBER 2008: OPFØLGNING PÅ ANBEFALINGERNE FRA FINANCIAL STABILITY FORUM**

---

Nationalbanken og Finanstilsynet afholdt i går et seminar om de anbefalinger, Financial Stability Forum udsendte den 11. april 2008 på baggrund af den internationale finansielle krise. Deltagere i seminaret var repræsentanter fra den finansielle sektor, ministerier, Finanstilsynet, Nationalbanken og universitetsverdenen.

Det blev besluttet på seminaret at nedsætte en gruppe bestående af repræsentanter fra Realkreditrådet, Realkreditforeningen, Finansrådet, Finanstilsynet og Nationalbanken. Denne gruppe skal drøfte og gøre status på de anbefalinger, FSF har præsenteret, og processen med at implementere konkrete anbefalinger i Danmark. Arbejdet forventes afsluttet inden sommeren 2009.

Rapporten kan ses på FSF's hjemmeside [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org).

---

## Tabelfafsnit

---

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance .....	2
Forskellige faktorerens 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 11. september 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 AKTIEKURSIDEKX

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente	Ultimo	Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.		3.7.89 =100	
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
2007 9. mar	3,75	4,00	3,75	feb 08 .....	4,40	4,06	5,38	431,24
7. jun ..	4,00	4,25	4,00	mar 08 .....	4,50	4,19	5,61	428,10
2008 16. maj..	4,00	4,35	4,00	apr 08 .....	4,85	4,39	5,71	427,00
4. jul ...	4,25	4,60	4,25	maj 08 .....	4,95	4,67	5,92	460,29
				jun 08 .....	5,08	4,81	6,08	424,30
				jul 08 .....	5,15	4,70	6,49	417,43
11. sep...	4,25	4,60	4,25	aug 08 .....	5,10	4,38	6,38	424,11

## 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- destæen- 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
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
maj 08 .....	161,9	60,5	110,5	182,1	12,5	229,3	-34,7
jun 08 .....	164,7	60,8	95,8	181,2	23,1	223,4	-19,1
jul 08 .....	164,0	60,7	73,3	196,2	22,1	212,6	5,6
aug 08 .....	164,8	59,7	64,0	251,5	5,3	240,1	16,7

**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 mv.	Likviditetspåvirking	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Æn- dring	Ultimo
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
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
maj 08 .....	-5,5	2,1	-7,6	-11,8	-0,5	-12,3	-0,2	0,3	-19,7	-34,7
jun 08 .....	0,0	-14,7	14,7	0,0	2,8	2,8	-0,1	-1,8	15,6	-19,1
jul 08 .....	24,2	1,7	22,5	0,0	-1,3	-1,3	0,1	3,3	24,7	5,6
aug 08 .....	11,3	2,1	9,2	0,0	0,9	0,9	0,2	0,7	11,1	16,7

## UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver <sup>1</sup>
		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
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	1.514,3	-399,6
maj 08 .....	5.767,1	122,8	3.482,0	47,6	79,6	1.314,8	1.488,3	-400,2
jun 08 .....	5.854,5	125,4	3.532,0	39,9	77,5	1.274,9	1.501,6	-409,6
jul 08 .....	5.792,5	128,1	3.520,1	42,2	78,6	1.279,4	1.517,2	-434,2
		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	...
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	...
maj 08 .....	...	6,6	12,6	1,4	20,0	16,4	2,6	...
jun 08 .....	...	6,1	12,4	-7,7	21,7	11,8	3,4	...
jul 08 .....	...	9,4	12,0	-5,9	26,0	10,9	3,0	...

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

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

## PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb <sup>1</sup>	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
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
maj 08 .....	51,2	740,5	791,7	215,5	21,0	1.028,2	16,8	93,2	1.138,4
jun 08 .....	51,4	719,7	771,1	210,2	20,0	1.001,3	18,0	98,2	1.117,7
jul 08 .....	50,8	726,6	777,4	234,4	19,9	1.031,7	17,0	100,2	1.149,0
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
feb 08 .....	...	...	10,5	...	...	13,6	...	...	22,1
mar 08 .....	...	...	8,6	...	...	10,4	...	...	17,5
apr 08 .....	...	...	8,0	...	...	10,9	...	...	18,7
maj 08 .....	...	...	8,7	...	...	11,9	...	...	19,2
jun 08 .....	...	...	3,1	...	...	7,4	...	...	15,6
jul 08 .....	...	...	1,5	...	...	6,4	...	...	14,3

<sup>1</sup> 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
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
maj 08 .....	4.249,9	917,7	1.385,9	559,7	579,7	1.178,1	1.458,2	1.430,8
jun 08 .....	4.349,5	987,5	1.423,5	577,9	587,8	1.137,9	1.524,3	1.424,4
jul 08 .....	4.277,5	969,2	1.398,3	574,8	566,3	1.169,7	1.509,0	1.428,9
		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
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
maj 08 .....	...	14,1	16,7	13,7	18,5	24,6	20,9	18,7
jun 08 .....	...	19,7	16,5	13,8	14,9	20,7	28,4	12,7
jul 08 .....	...	17,8	16,1	12,9	14,1	24,4	34,9	9,4

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

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- 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	
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	1.560,5	441,4	223,8	287,2	2.152,3	
maj 08 .....	2.694,2	317,3	2.086,8	1.571,0	445,1	225,8	293,6	2.147,5	
jun 08 .....	2.681,8	352,0	2.102,4	1.579,0	450,2	170,0	291,7	2.090,4	
jul 08 .....	2.692,1	336,0	2.116,0	1.588,1	454,3	175,9	312,1	2.118,5	
			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	
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	7,9	14,7	52,4	50,0	12,0	
maj 08 .....	...	44,4	9,6	7,7	14,4	48,3	46,0	11,8	
jun 08 .....	...	41,4	9,5	7,4	14,7	4,3	39,2	8,1	
jul 08 .....	...	41,7	9,2	7,2	14,3	9,9	45,7	8,9	

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
Ultimo	Mia.kr.								
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
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 .....	3.488,4	2.120,5	1.256,5	1.417,3	560,0	804,5	2.071,1	1.560,5	452,1
maj 08 .....	3.518,7	2.130,7	1.274,8	1.431,8	559,7	819,0	2.086,8	1.571,0	455,9
jun 08 .....	3.571,8	2.156,9	1.296,0	1.469,4	577,9	835,0	2.102,4	1.579,0	461,0
jul 08 .....	3.560,2	2.162,9	1.275,5	1.444,2	574,8	810,7	2.116,0	1.588,1	464,8
	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
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 .....	12,4	9,5	18,0	16,8	14,5	19,7	9,7	7,9	15,1
maj 08 .....	12,5	9,2	18,7	17,1	13,7	20,9	9,6	7,7	14,9
jun 08 .....	12,4	9,1	18,3	16,9	13,8	20,1	9,5	7,4	15,2
jul 08 .....	12,0	8,6	17,7	16,5	12,9	19,6	9,2	7,2	14,5

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



REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån <sup>1</sup>
Ultimo								
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	
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	
maj 08 .....	78,1	888,2	1.120,2	875,4	2.086,5	138,6	585,6	
jun 08 .....	75,5	890,1	1.137,2	887,7	2.102,8	142,5	593,7	
jul 08 .....	75,1	891,8	1.149,9	896,1	2.116,8	144,9	601,3	

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

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

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
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
2. kv. 08 .....	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
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
maj 08 .....	6,5	7,7	6,3	4,7	3,8	3,6	3,8	4,2
jun 08 .....	6,5	7,7	6,4	4,7	3,9	3,6	3,9	4,3
jul 08 .....	6,6	7,8	6,4	4,8	4,0	3,6	4,1	4,4



## INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkreditobligationer			
	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
Feb 08 .....	2.346,6	464,4	308,3	184,9	1.889,5	265,5	920,4	393,5
Mar 08 .....	2.347,7	471,8	310,4	184,6	1.890,0	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
maj 08 .....	2.344,2	450,4	299,8	180,0	1.890,0	251,2	949,8	428,7
jun 08 .....	2.271,0	448,6	279,6	178,7	1.832,7	250,7	880,9	410,7
jul 08 .....	2.296,6	449,1	280,5	180,9	1.855,2	248,3	855,2	399,4

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

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontanter og bankindskud mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	Opsparing i livsforsikrings- og pensionsordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiell nettoformue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
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	1.830	1.331	3.161
2006 .....	808	180	717	1.681	3.385	2.033	1.352	3.385
2007 .....	869	192	706	1.723	3.490	2.212	1.278	3.490
1. kv. 07 .....	824	177	735	1.697	3.433	2.094	1.339	3.433
2. kv. 07 .....	857	180	750	1.688	3.475	2.111	1.364	3.475
3. kv. 07 .....	858	186	746	1.713	3.504	2.137	1.366	3.503
4. kv. 07 .....	869	192	706	1.723	3.490	2.212	1.278	3.490
1. kv. 08 .....	871	188	636	1.717	3.412	2.250	1.161	3.411

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell nettoformue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia.kr.								
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	1.354	143	1.496	-1.117	1.876
2006 .....	773	147	1.076	1.997	1.586	140	1.578	-1.307	1.997
2007 .....	843	137	1.124	2.104	1.715	119	1.738	-1.469	2.104
1. kv. 07 .....	780	141	1.105	2.025	1.648	139	1.634	-1.395	2.026
2. kv. 07 .....	853	140	1.159	2.152	1.673	134	1.743	-1.398	2.152
3. kv. 07 .....	860	135	1.176	2.171	1.674	120	1.801	-1.424	2.171
4. kv. 07 .....	843	137	1.124	2.104	1.715	119	1.738	-1.469	2.104
1. kv. 08 .....	797	134	1.083	2.014	1.765	117	1.663	-1.531	2.014

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	38,3	83,4	9,9	-25,0	68,3
2006 .....	17,3	42,0	59,3	15,9	-27,4	47,8
2007 .....	-5,5	40,5	35,0	10,8	-28,0	17,8
aug 06 - jul 07 .....	4,6	36,0	40,6	14,4	-30,0	25,0
aug 07 - jul 08 .....	-9,2	47,3	38,1	9,7	-28,1	19,7
feb 08 .....	0,6	3,0	3,6	-0,2	-4,0	-0,5
mar 08 .....	-3,0	2,7	-0,3	-4,0	-2,9	-7,2
apr 08 .....	-1,2	4,7	3,5	2,1	-2,3	3,3
maj 08 .....	0,2	3,1	3,3	3,9	-2,4	4,8
jun 08 .....	-0,4	4,2	3,8	1,9	-2,0	3,7
jul 08 .....	-0,1	4,3	4,2	2,2	-2,5	4,0

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

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhverv- netto <sup>1</sup>	Kapitalimport				Andet <sup>3</sup>	National- bankens transakti- oner med udlandet <sup>4</sup>
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer <sup>2</sup>	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 .....	71,2	-97,1	77,3	-67,6	23,7	-19,3	-11,8
2006 .....	47,8	-50,5	21,5	-110,9	82,4	-28,6	-38,3
2007 .....	18,1	-92,5	61,1	-51,5	50,6	13,0	-1,2
aug 06 - jul 07 .....	24,9	-67,0	9,6	28,8	-25,4	32,4	3,2
aug 07 - jul 08 .....	20,2	-130,1	96,6	-74,4	119,5	-47,4	-15,7
feb 08 .....	-0,5	-18,0	4,4	-2,6	2,9	18,5	4,7
mar 08 .....	-7,2	-6,8	5,0	31,0	0,7	-22,2	0,6
apr 08 .....	3,4	-3,8	1,4	-23,4	20,4	-3,0	-4,8
maj 08 .....	4,8	-73,6	17,0	2,7	31,8	5,9	-11,4
jun 08 .....	3,8	8,4	3,4	3,1	-32,8	15,8	1,8
jul 08 .....	4,0	-8,4	7,0	-4,4	20,8	-18,8	0,2

<sup>1</sup> Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.

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

<sup>3</sup> Omfatter fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.

<sup>4</sup> 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 <sup>1</sup>
	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
feb 08 .....	-1,8	2,6	2,1	-3,3	-2,3	-2,6
mar 08 .....	7,8	11,4	-3,0	13,9	0,9	31,0
apr 08 .....	3,4	-0,7	3,1	-15,9	-13,3	-23,4
maj 08 .....	-10,6	16,5	14,9	-17,8	-0,3	2,7
jun 08 .....	1,1	2,5	8,7	-31,9	22,8	3,1
jul 08 .....	-5,3	13,5	-1,9	-14,3	3,5	-4,4

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

<sup>1</sup> 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		Porteføljeinvesteringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
<b>Aktiver</b>										
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	286	791	734	7	49	1.049	32	176	3.751
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	286	791	734	7	49	1.049	32	176	3.751
1. kv. 08 .....	641	303	678	691	25	51	1.075	32	185	3.680
<b>Passiver</b>										
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 .....	517	266	428	1.114	...	36	1.413	36	5	3.815
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 .....	517	266	428	1.114	...	36	1.413	36	5	3.815
1. kv. 08 .....	522	272	389	1.136	...	36	1.453	36	3	3.846
<b>Nettoaktiver</b>										
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 .....	111	20	362	-380	7	13	-364	-5	171	-64
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 .....	111	20	362	-380	7	13	-364	-5	171	-64
1. kv. 08 .....	119	31	288	-445	25	15	-378	-4	183	-166

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

## NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Bruttonationalprodukt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offentligt konsum	Faste bruttoinvesteringer	Lagerforøgelse	I alt		
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 .....	1.696,3	839,8	438,8	388,2	8,2	1.675,0	885,0	863,7
2. kv. 07 .....	421,5	207,6	108,8	95,8	3,2	415,4	216,6	210,5
3. kv. 07 .....	424,1	205,3	109,1	95,4	3,9	413,7	224,5	214,1
4. kv. 07 .....	444,2	224,5	114,3	105,2	-3,7	440,4	233,4	229,6
1. kv. 08 .....	416,3	210,9	110,2	92,3	2,6	416,0	225,6	225,3
2. kv. 08 .....	442,7	218,0	113,7	101,0	4,3	437,0	239,9	234,2
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 .....	1,7	2,3	1,6	5,9	...	2,6	1,9	3,8
2. kv. 07 .....	-0,2	0,7	0,8	0,8	...	0,5	-0,3	1,1
3. kv. 07 .....	1,7	3,4	1,0	2,9	...	2,4	2,2	3,7
4. kv. 07 .....	1,5	4,5	3,2	4,7	...	2,9	0,2	2,7
1. kv. 08 .....	-0,9	1,7	0,4	-1,8	...	0,0	0,4	2,1
2. kv. 08 .....	1,2	2,2	0,4	3,1	...	2,2	4,0	5,9
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
2. kv. 07 .....	-1,4	0,0	0,0	-5,6	...	-1,4	-2,2	-1,7
3. kv. 07 .....	1,6	1,1	0,2	3,3	...	1,4	2,3	2,4
4. kv. 07 .....	-0,2	1,9	1,7	0,8	...	1,6	-0,1	1,7
1. kv. 08 .....	-0,8	-1,1	-1,5	-0,8	...	-1,1	0,5	-0,3
2. kv. 08 .....	0,6	0,3	0,1	0,4	...	0,3	1,5	2,1



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

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks <sup>1</sup>		
	Delkomponenter:									
	Total	Energi	Fødevarer	Kerneinflation <sup>2</sup>	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser <sup>3</sup>	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser <sup>3</sup>	Fordelt på <sup>4</sup> :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input <sup>5</sup>	IMI <sup>6</sup>
	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
2. kv. 08 .....	3,7	9,7	7,4	1,7	2,6	4,0	1,4	1,8	4,2	0,6

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2006.

<sup>1</sup> Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.<sup>2</sup> Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.<sup>5</sup> Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.<sup>6</sup> 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- auktio- ner	Nyregi- strerin- ger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri <sup>1</sup>	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
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	162.479	7	4	9	20
Sæsonkorrigeret									
mar 08 .....	1,9	108,8	124,4	165	12.387	0	-3	-4	11
apr 08 .....	1,8	120,6	126,5	196	14.758	-3	-2	-6	9
maj 08 .....	1,7	116,4	125,9	202	13.482	-4	-1	-10	9
jun 08 .....	1,6	112,9	123,8	159	13.170	-6	-4	-14	9
jul 08 .....	1,6	115,1	120,7	270	13.283	-9	-5	-12	7
aug 08 .....	...	...	...	257	...	-13	-9	-15	9

<sup>1</sup> Eksklusive skibsværfter.

## UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendomspriser (enfamiliehuse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
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 .....	2.854	2.010	151,3	152,0	137,1	104,9
Sæsonkorrigeret						
2. kv. 07 .....	2.847	2.003	150,2	151,1	136,6	105,5
3. kv. 07 .....	2.859	2.014	152,3	152,7	137,4	106,0
4. kv. 07 .....	2.866	2.022	153,7	154,3	138,8	103,9
1. kv. 08 .....	2.884	2.040	155,4	155,8	140,7	102,2
2. kv. 08 .....	2.880	2.034	157,0	158,2	141,1	...
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 .....	1,6	2,3	3,8	3,9	2,3	4,6
2. kv. 07 .....	1,5	2,1	3,7	3,9	2,3	4,9
3. kv. 07 .....	1,8	2,5	4,0	4,2	2,3	2,9
4. kv. 07 .....	1,3	2,0	4,3	4,3	2,7	1,2
1. kv. 08 .....	1,4	2,1	4,4	4,3	3,7	-1,9
2. kv. 08 .....	1,2	1,5	4,5	4,7	3,2	...

## 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
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
jun 08 .....	745,86	479,36	942,21	79,54	93,32	462,16	4,4828
jul 08 .....	745,99	473,07	940,65	78,89	92,69	460,71	4,4286
aug 08 .....	745,95	498,34	940,97	79,37	93,57	460,13	4,5601

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
mar 08 .....	106,1	257,8	243,7	112,0	115,7	107,2
apr 08 .....	106,6	258,7	244,4	112,5	...	107,6
maj 08 .....	106,3	259,6	245,8	112,0	...	108,2
jun 08 .....	106,5	260,5	245,8	112,6	118,3	108,6
jul 08 .....	106,7	259,6	246,1	112,3	...	108,5
aug 08 .....	105,8	...	...	...	...	...
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
mar 08 .....	3,2	3,1	3,3	2,7	3,3	3,6
apr 08 .....	3,5	3,2	3,1	3,4	...	3,3
maj 08 .....	3,1	3,4	3,5	2,9	...	3,7
jun 08 .....	3,3	3,8	3,4	3,6	4,5	4,0
jul 08 .....	3,3	4,0	3,5	3,6	...	4,0
aug 08 .....	2,5	...	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelt effektive kronekurs er en geometrisk sammenejning 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](http://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](http://www.nationalbanken.dk) (under Statistik > Udgivelseskalender).