



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
3. kvartal

2007

D A N M A R K S

N A T I O N A L

B A N K 2 0 0 7



KVARTALSOVERSIGT, 3. KVARTAL 2007

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

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

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen
Redaktør: Anders Møller Christensen

Redaktionen er afsluttet den 14. september 2007.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,
Kommunikation,
Havnegade 5,
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63
Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00
E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 4. kvartal 2007 planlægges offentliggjort 18. december 2007.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Dansk økonomi 2007-09	25
Uro på de finansielle markeder	37
Jakob Windfeld Lund, Kapitalmarkedsafdelingen Artiklen beskriver baggrunden for den seneste uro på de finansielle markeder. Kreditrisiko på amerikanske subprime boliglån er blevet videresolgt internationalt gennem strukturerede kreditprodukter og nye typer gearede investerings-selskaber. Produkterne havde lave modelberegnete tabsrisici, hvilket var understøttet af ratingbureauer, ligesom bl.a. europæiske banker stillede likviditetsfaciliteter til rådighed. Over sommeren er risikopræmier steget, og likviditet er mindsket på en del finansielle markeder.	
Petrodollars, porteføljeomlægninger og den lange rente	49
Thomas Barnebeck Andersen, Sofie Nedergård Fick og Frank Øland Hansen, Kapitalmarkedsafdelingen Olieprisen er mere end tredoblet siden 2002, og de olieeksporterende landes betalingsbalanceoverskud er vokset kraftigt, så det amerikanske betalingsbalanceunderskud i stigende grad finansieres af disse lande. Olieeksportørernes høje opsparingstilbøjelighed har i første omgang været med til at presse de lange renter ned. I takt med stigende risikoappetit i de olieeksporterende lande er investeringsstrategierne ændret, så der holdes en større andel i mere risikable aktiver, hvilket reducerer efterspørgslen efter statsobligationer.	
Færøsk økonomi, oversigt medio 2007	59
Niels Bartholdy, Økonomisk Afdeling Der er højkonjunktur på Færøerne. Beskæftigelsen er navnlig steget i byggeriet og den finansielle sektor, og arbejdsløsheden er helt nede på 1,4 pct. i juli 2007. I fiskeindustrien er der mangel på arbejdskraft. En kraftigt forøget import af bl.a. forbrugsvarer og biler medfører stigende underskud på handlen med udlandet. Landskassen havde overskud i 2006, og det samme forventes i 2007.	
Effektiv kronekurs og handel med serviceydelser	69
Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling Den effektive kronekurs beregnes under anvendelse af vægte baseret på industrivarehandlen i 2002. Beregningen af vægtene i det traditionelle kronekursindeks kræver opstilling af en handelsmatrix på baggrund af et internationalt datasæt. I artiklen beskrives en metode til approksimativ opdatering af vægtsættet alene med tal fra Danmarks Statistik. Dette benyttes til at vurdere robustheden af vægtberegningen med hensyn til basisår og med hensyn til betydningen af at inddrage servicevarehandel.	

Betalingsdirektivet	83
Anders Mølgaard Pedersen, Betalingsformidlingskontoret	
Det nye EU-direktiv for betalingstjenester harmoniserer de europæiske regler for borgeres og virksomheders elektroniske betalinger og adgangen til at udføre betalinger. Direktivet skaber basis for et indre marked for betalinger og skal gøre det enklere, billigere og mere sikkert at foretage betalinger i EU.	
Pressemeddelelser	95
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio maj til medio september 2007

Væksten i verdensøkonomien forblev stærk trods mere moderat vækst i USA, og opsvinget har været bredt funderet på tværs af de store industri- og vækstmarkedsøkonomier. I juli blev problemerne på det amerikanske realkreditmarked i tilknytning til långivning til mindre kreditværdige boligejere, subprime lån, forstærkede. Uroen bredte sig til de globale finansielle markeder, og en lavere risikovillighed førte til markante fald i aktiekurserne og lavere renter på helt sikre papirer som statsobligationer, men stigende renter på mere risikobehæftede obligationer. I den første del af september har markederne været præget af stor uro. Konjunkturbilledet er ikke afgørende ændret i løbet af de seneste måneder, men situationen i USA synes mere usikker med en drejning nedad i vækstudsigterne.

Den stærke højkonjunktur i dansk økonomi har nu varet i fire år, og der er et stort pres på arbejdsmarkedet. Beskæftigelsen er høj og stigende, og ledigheden er den laveste siden begyndelsen af 1970'erne. Kapacitetsudnyttelsen ligger på et meget højt niveau, og den økonomiske vækst begrænses af mangel på arbejdskraft. Der er tegn på overopledning i form af tiltagende lønstigninger og en hastigt stigende import. Væksten i den indenlandske efterspørgsel, herunder privatforbruget, er aftaget, men er fortsat robust og stærkere end væksten i produktionsmulighederne. Eksporten er steget på baggrund af voksende efterspørgsel hos vore samhandelspartnere.

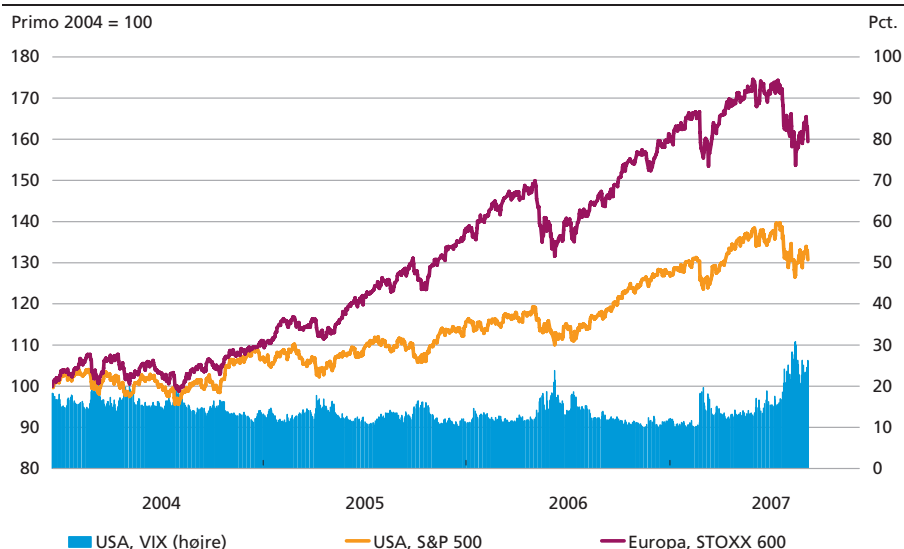
DE INTERNATIONALE RÅVARE- OG FINANSMARKEDER

Olie- og råvarepriserne steg i juli til rekordhøje niveauer i kølvandet på en stærk global efterspørgsel og begrænset overskudskapacitet. Olieprisen nåede et niveau lidt under 80 dollar pr. tønde Brentolie, men faldt efterfølgende tilbage og var i begyndelsen af september omtrent 76 dollar pr. tønde. Fødevarerpriserne presses op af forsyningsknaphed, dårlige vejforhold og til dels et voksende forbrug af afgrøder til biobrændsel.

Udløst af bekymring for, hvem der i sidste ende skal bære tabene på de amerikanske subprime lån, faldt aktiekurserne fra midten af juli efter 4 måneders næsten ubrudt stigning, jf. figur 1. Volatiliteten på de finansielle markeder blev samtidig øget. Den handlede volatilitet på aktiemarkedet – beregnet ud fra priser på aktieoptioner – var i juli og august højere end

AKTIEINDEKS OG IMPLICIT VOLATILITET

Figur 1



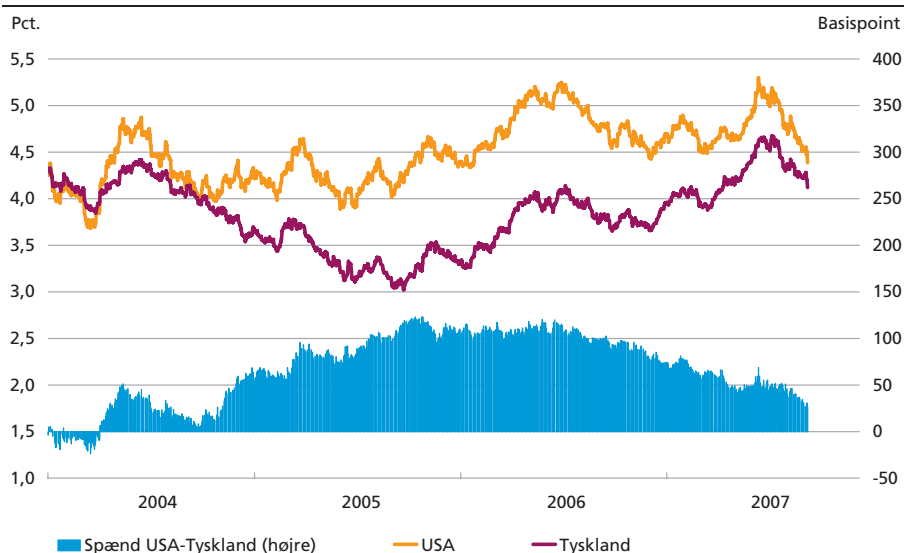
Anm.: VIX-indekset måler den implicitte volatilitet i det amerikanske S&P 500 og beregnes ud fra priserne på optioner på S&P 500-indekset. En højere værdi af VIX-indekset udtrykker større usikkerhed om den fremtidige kursudvikling og dermed større risiko for investorerne. Sidste observation er 7. september 2007.

Kilde: EcoWin.

under aktieuroen både i februar 2007 og i maj-juni 2006, men betydeligt lavere end fx under aktieuroen i 2001-02. Der fandt en generel revurdering sted af prisen på risiko, som affødte en flugt fra risikofyldte aktiver hen imod sikre værdipapirer. Denne flugt til sikkerhed betød, at renten faldt

LANGE STATSOBLIGATIONSRENTER I USA OG TYSKLAND

Figur 2



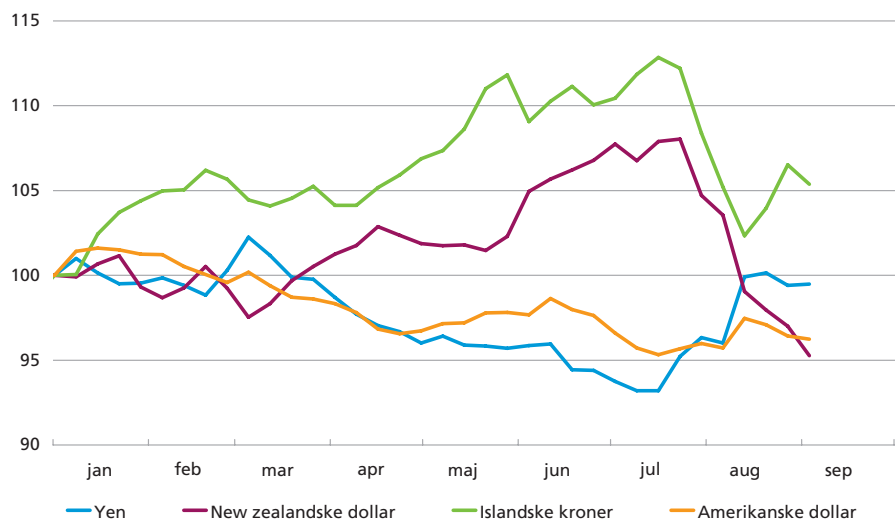
Anm.: 10-årige benchmark-statsobligationsrenter. Sidste observation er 7. september 2007.

Kilde: EcoWin.

KURSER OVER FOR EURO FOR UDVALGTE VALUTAER, 2007

Figur 3

Primo 2007 = 100



Anm.: Bilaterale spotkurser. Et fald svarer til en svækkelse af valutaen over for euro, mens en stigning er udtryk for en styrkelse over for euro. Ugentlig frekvens. Sidste observation er 7. september 2007.

Kilde: EcoWin.

på helt sikre statspapirer, mens renten og rentespændet på private obligationer med lav kreditværdighed steg kraftigt, jf. boks 1.

Faldet i renterne på statsobligationer kom efter en forudgående periode med stigninger, jf. figur 2. Renterne i euroområdet var steget på baggrund af forbedrede vækstudsigter i Tyskland og forventninger om flere pengepolitiske stramninger. I USA gav inflationsudviklingen anledning til forventninger om en mindre lempelig pengepolitik end ellers antaget. Ved det efterfølgende rentefald er spændet mellem de lange renter i USA og Tyskland kun indsnævret lidt som udtryk for, at investorer også har søgt over i europæiske statsobligationer under uroen på de finansielle markeder. Særligt tyske statsobligationer har oplevet en stigende efterspørgsel, der afspejles i et større rentefald end på de øvrige europæiske markeder.

Sommerens uro på finansmarkederne har også påvirket valutamarke-derne. Dollarens tendens til svækkelse over for euroen blev midlertidigt brudt i juli. Kursen var medio september 1,38 dollar pr. euro, det samme niveau som i midten af juli og ca. 5 pct. svagere end ved årsskiftet. En anden konsekvens har været en styrkelse af japanske yen og i nogen grad også schweiziske franc samtidig med en betydelig svækkelse af højrente-valutaer som islandske kroner samt new zealandske og australske dollar i forbindelse med afvikling af carry trade-positioner, jf. figur 3.¹

¹ Carry trade er spekulation i, at renteforskellen mellem to valutaer ikke bliver udlignet af modgående bevægelser i valutakursen. Der lånes i lavrentevalutaen, fx yen, og placeres i højrentevalutaen, fx new zealandske dollar, og så længe valutakursen ikke tilpasser sig og udligner renteforskellen via en depreciering af højrentevalutaen, er forretningen rentabel.

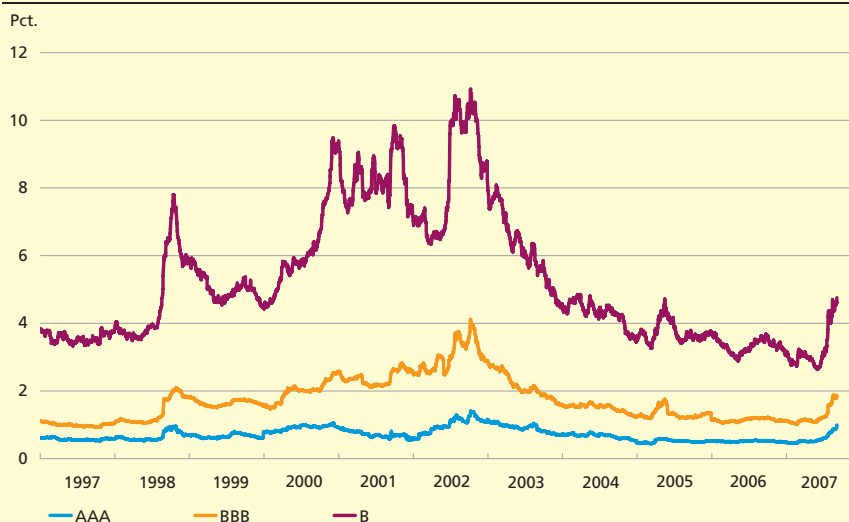
AMERIKANSKE BOLIGLÅN TIL MINDRE KREDITVÆRDIGE, SUBPRIME LÅN¹

Boks 1

Den seneste tid har budt på en lang række beretninger om tab for udstedere og investorer – både i og uden for USA – i forbindelse med udviklingen i det amerikanske marked for boliglån til mindre kreditværdige boligejere, såkaldte subprime boliglån. Renterne på subprime obligationer er steget kraftigt, og kreditvurderingsbureauerne valgte i juli at reducere kreditvurderingen, ratingen, på obligationer udstedt til finansiering af subprime boliglån. I takt med, at strømmen af nyheder om tab for udstedere og investorer relateret til amerikanske subprime boliglån tog til i løbet af sommeren, har effekten spredt sig til mere kreditværdige værdipapirer udstedt på baggrund af boliglån og andre kreditprodukter. Kreditspændene – rentespændene mellem obligationer med en vis kreditrisiko og sikre statsobligationer med meget lille kreditrisiko – er generelt blevet udvidet verden over. Rentespændene mellem amerikanske virksomhedsobligationer på alle ratingniveauer og statspapirer er fx udvidet, men er dog fortsat lavere end i hovedparten af perioden siden 1997, jf. figur 4.

AMERIKANSKE KREDITSPÆND FOR UDVALGTE RATINGS

Figur 4



Anm.: Kreditspændet er beregnet som forskellen mellem den effektive rente på virksomhedsobligationer med den pågældende rating og den effektive rente på statsobligationer. Sidste observation er 7. september 2007.

Kilde: Bloomberg og Merrill Lynch.

Problemerne med misligholdelse af subprime boliglån er størst for de variabelt forrentede lån, da boligejerne her er blevet ramt af stigende renter. Andelen af misligholdte amerikanske variabelt forrentede subprime boliglån er steget i den senere tid til omkring 17 pct. Kreditinstitutterne har strammet vilkårene for subprime lån som reaktion på det stigende niveau for misligholdelse. For normale sikre, prime, boliglån er andelen af misligholdte lån kun steget i mindre omfang og ligger på knap 3 pct. Det amerikanske marked for subprime boliglån stod i 2006 for omkring 15 pct. af det samlede udestående af amerikanske boliglån. Omkring halvdelen af subprime boliglånene er variabelt forrentede. Det svarer til et udestående på omkring 750 mia.dollar, eller knap 6 pct. af BNP, hvoraf godt 125 mia.dollar er misligholdte.

FORTSAT

Boks 1

Omkring halvdelen af subprime boliglånene er finansieret gennem værdipapirudsteder. Det er især investorerne i disse værdipapirer, der har oplevet tab i forbindelse med problemerne for subprime boliglånene. Det samlede potentielle tab for investorerne er estimeret til 100-200 mia.dollar. Spredningen af kreditrisikoen via værdipapirudstedelse har på den ene side været med til at gøre det amerikanske finansielle system mere modstandsdygtigt.² På den anden side har værdipapirfinansieringen af subprime boliglån betydet, at det har været vanskeligere at identificere, hvor risikoen i forbindelse med subprime boliglån er placeret. Det har bidraget til den øgede usikkerhed på de finansielle markeder.

Dag-til-dag renten i euroområdet steg således den 9. august 2007 i løbet af dagen til omkring 4,6 pct. eller betydeligt mere end ECBs minimumsbudrente på 4 pct. Rentestigningen havde baggrund i en større tilbageholdenhed blandt bankerne med at udveksle likviditet på pengemarkedet som følge af den generelle usikkerhed på de finansielle markeder afledt af subprime krisen. For at sikre et velfungerende pengemarked valgte ECB at gennemføre finjusterende markedsoperationer og tilføre ekstra likviditet til banksystemet i form af dag-til-dag udlån mod sikkerhed i værdipapirer den 9., 10., 13. og 14. august samt den 6. september. ECB anvender generelt finjusterende markedsoperationer til at udjævne rentebevægelser, især hvis rentebevægelserne er forårsaget af uventede likviditetsudsving. ECB gennemførte den 23. august og den 12. september supplerende langsigtede markedsoperationer med en løbetid på 3 måneder med henblik på at normalisere forholdene på penge-markedet. ECB konstaterede i forbindelse med den ekstraordinære likviditetstildeling, at udvidelsen af kreditspændene i et vist omfang kan ses som en normalisering af prisen på risiko.³

Federal Reserve udsendte en pressemeddelelse den 10. august 2007, hvor det konstateredes, at bankerne kan opleve usædvanlige finansieringsbehov, og Federal Reserve gennemførte på den baggrund den største likviditetstilførsel siden september 2001. For at genetablere et velfungerende pengemarked nedsatte Federal Reserve den 17. august 2007 diskontorenten med 0,5 pct. til 5,75 pct. Diskontorenten er udlånsrenten i Federal Reserves marginale udlånsfacilitet, diskontovinduet, der er en sjældent benyttet sikkerhedsventil på det amerikanske pengemarked til afhjælpning af likviditetsknaphed i banksystemet. Likviditetstilførslen fra Federal Reserve sker primært gennem markedsoperationer, der påvirker dag-til-dag interbank-renten, Federal Funds renten. Federal Reserves pengepolitik formuleres som et mål for Federal Funds renten – Federal Funds Target – der p.t. er på 5,25 pct.

En række andre centralbanker tilførte også ekstraordinært likviditet i forbindelse med uroen på pengemarkedet.

¹ For yderligere beskrivelse henvises til artiklen Uro på de finansielle markeder i denne Kvartalsoversigt, samt boks 1 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2007.

² Jf. IMF (2007), United States: Staff report for the 2007 Article IV consultation – Selected Issues, samt John Kiff og Paul Mills (2007), Lessons from subprime turbulence, IMF Survey Magazine i IMF Research, 23. august.

³ Jf. Statement by Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, 14. august 2007.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

USA

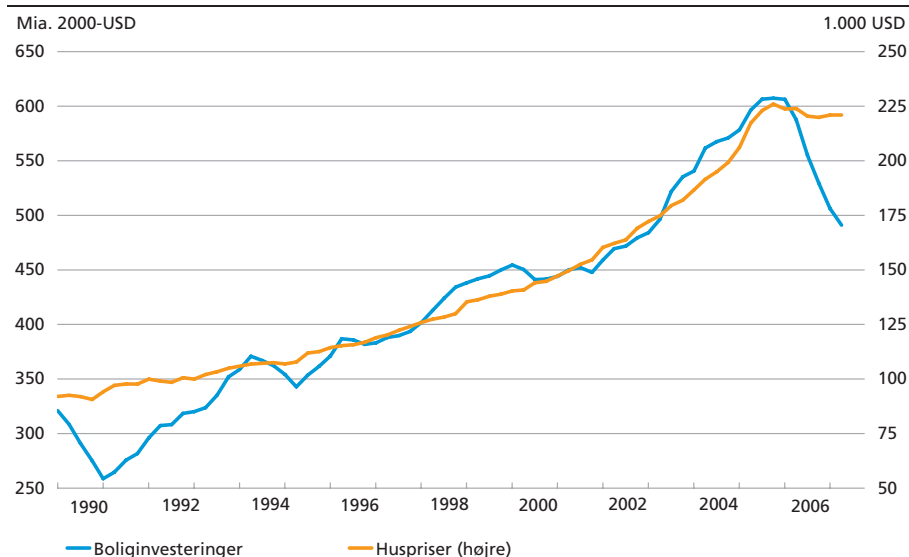
Boligmarkedet lægger i stigende grad en dæmper på den økonomiske vækst i USA, jf. figur 5, hvorimod udviklingen uden for boligmarkedet har været robust. BNP-væksten var samlet set moderat i 1. halvår 2007 med kvartalsvise vækstrater på 0,2 pct. i 1. kvartal og 1,0 pct. i 2. kvartal. Specielt eksporten, erhvervsbyggeriet og det offentlige forbrug drev væksten i 2. kvartal, mens væksten i det private forbrug var mere beskednen. Det kan være en konsekvens af de stagnerende huspriser og forårets støt stigende energipriser. Det private forbrug har dog længe udviklet sig bemærkelsesværdigt solidt trods det svage boligmarked.

Således er erhvervs- og forbrugertillidsindikatorerne fortsat pæne. Begge er faldet lidt hen over sommeren, men erhvervstilliden opgjort ved ISM for fremstillingssektoren ligger fortsat på et niveau, der indikerer fremgang.

Beskæftigelsen er længe steget i nogenlunde samme takt som arbejdsstyrken, så arbejdsløsheden er forblevet uændret omkring 4,5 pct. På det seneste er beskæftigelsesfremgangen dog aftaget noget, og i august faldt beskæftigelsen en smule. Ledigheden var i juli og august 4,6 pct. eller lidt højere end i de forudgående måneder. Lønnen stiger fortsat omkring 4 pct. om året. Det umiddelbare inflationspres er til gengæld

BOLIGINVESTERINGER OG HUSPRISER I USA

Figur 5



Anm.: Huspriserne er den sæsonkorrigerede medianpris ved salg af eksisterende boliger. Egen sæsonkorrektion.
Kilde: EcoWin.

taget lidt af. Forbrugerpriserne steg 2,4 pct. i juli i forhold til samme måned året før, og ekskl. energi og fødevarer var stigningen 2,2 pct.

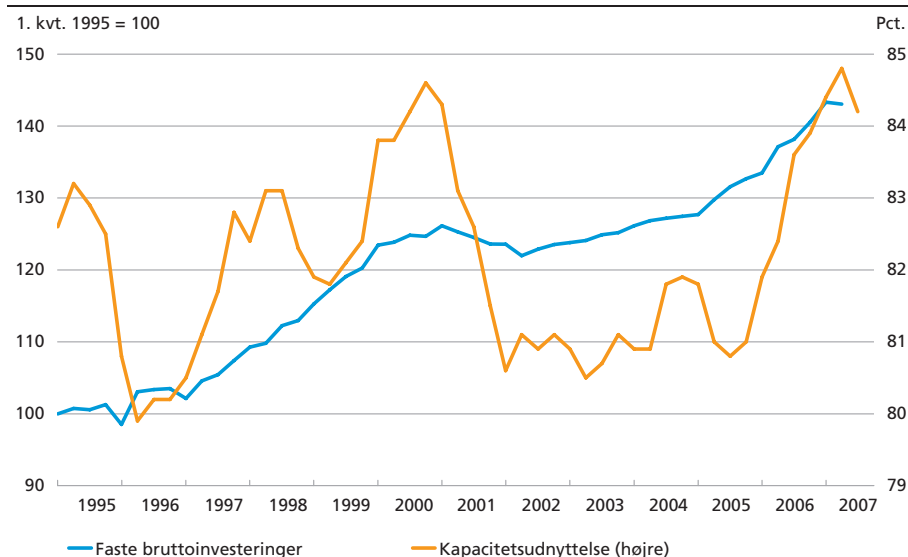
Ved rentemøderne i juni og august fastholdt den amerikanske centralbank, FED, den pengepolitiske rente på 5,25 pct., hvor den har ligget siden juni 2006. Pressemeddelelserne talte om en afvejning mellem fortsat høj inflation, bl.a. som følge af en høj kapacitetsudnyttelse, og moderate vækstudsigter. I ugerne efter rentemødet i august intensiveredes uroen på de finansielle markeder dog, og FED valgte 17. august at nedsætte diskontoen, renten på en sjældent benyttet marginal lånefacilitet, med 50 basispoint til 5,75 pct., jf. også boks 1.

Europa

Euroområdet befinder sig i et solidt opsving, hvor den kvartalsvise vækst i BNP var 0,3 pct. i 2. kvartal efter vækstrater mellem 0,5 og 1 pct. i de forudgående kvartaler. Vækstnedgangen i 2. kvartal kan især henføres til investeringerne, men det skal ses i lyset af en ekstraordinært stor investeringsfremgang i 1. kvartal bl.a. som følge af en høj byggeaktivitet under den milde vinter. Investeringerne understøttes grundlæggende af en høj kapacitetsudnyttelse, jf. figur 6. Efter en svag udvikling i begyndelsen af året steg privatforbruget pænt i 2. kvartal som tegn på, at den tyske momsforhøjelse ved årsskiftet kun midlertidigt dæmpede forbruget. Udenrigshandlen bidrog også positivt til den økonomiske vækst i 2. kvartal.

INVESTERINGER OG KAPACITETSUDNYTTELSE I EUROOMRÅDET

Figur 6



Anm.: Kapacitetsudnyttelsen er for fremstillingssektoren. Investeringer er opgjort i faste priser. Sæsonkorregeret.
Kilde: EcoWin.

Den tyske økonomi styrkes fortsat til gavn for virksomhedernes investerings- og ansættelseslyst. Det afspejles især i bedringen på det tyske arbejdsmarked. Arbejdsløsheden faldt til 9 pct. i august – det laveste niveau siden sommeren 1993.

Arbejdsmarkederne udvikler sig generelt gunstigt i euroområdet, hvor arbejdsløsheden i juli nåede ned på 6,9 pct. af arbejdsstyrken ved fortsat beherskede lønstigninger. Inflationen målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var i august 1,8 pct. (flash-estimat) og har dermed opfyldt ECBs mellemfristede målsætning om en inflation "under, men tæt på 2 pct." siden efteråret 2006.

I euroområdet – og ikke mindst Tyskland – viser tillidsindikatorerne optimisme blandt forbrugere og i erhvervslivet. I løbet af foråret og sommeren er mange af indikatorerne dog faldet en anelse tilbage, men niveauet er stadig højt. PMI for fremstillingssektoren, som viser indkøbschefernes syn på udviklingen, var for euroområdet godt 54 i august mod 56,5 ved årsskiftet og dermed stadig på fremgangssiden af det neutrale niveau på 50. Ordretilgangen i industrien aftog lidt i det samlede euroområde i 2. kvartal oven på to års kraftige stigninger, men fortsatte med at stige i Tyskland i løbet af sommeren.

Med henvisning til gunstige vækstudsigter og fortsat opadrettede risici for prisstabiliteten forhøjede ECB i juni minimumsbudrenten med 25 basispoint til 4 pct. På de efterfølgende møder har ECB fastholdt renten. I pressemeddelelsen efter rentemødet den 6. september konstaterede ECB, at pengepolitikken fortsat er lempelig, men den aktuelle uro på de finansielle markeder taler for at afvente yderligere information, før der drages konklusioner om fremtidige renteændringer.

Storbritannien, Sverige og Norge befinder sig fortsat i en gedigen højkonjunktur med et stigende kapacitetspres i industrien og på arbejdsmarkedet. Inflationen i Sverige og Norge er fortsat noget under målsætningerne, men et voksende inflationspres danner baggrund for en pengepolitisk strammingskurs.

Asien

Den japanske økonomi befinder sig stadig i et opsving, om end BNP kun voksede med 0,1 pct. i 2. kvartal 2007 mod 0,8 pct. i 1. kvartal. Arbejdsløsheden er lav, men lønstigningerne er fortsat beskedne og inflationen negativ. Derfor træder Bank of Japan varsomt i bestræbelserne på at normalisere den lempelige pengepolitik. Den pengepolitiske rente har siden renteforhøjelsen i februar været 0,5 pct.

Ifølge de seneste skøn fra IMF bliver Kina i 2007 det land, der bidrager mest til væksten i verdensøkonomien. BNP-væksten nærmede sig i 2. kvartal 2007 12 pct. i forhold til samme kvartal året før, hvilket især af-

spejler en stærk vækst i eksporten og investeringerne. Den gradvise liberalisering af kapitalmarkederne fortsætter, og i august blev der åbnet for kineseres køb af aktier i Hongkong. Kinas centralbank forhøjede i samme måned de pengepolitiske renter i kølvandet på et voksende inflationspres. Den ellers moderate inflation steg i august til 6,5 pct. især som følge af stigninger i fødevarerpriserne. Med virkning fra 21. maj blev renminbiens daglige udsvingsbånd over for dollar udvidet fra $\pm 0,3$ til $\pm 0,5$ pct.¹

I Indien er den økonomiske vækst også høj med årlige vækstrater på lidt under 10 pct. Opsvinget er drevet af den indenlandske efterspørgsel, hvor såvel investeringer som forbrug er vokset kraftigt. Importen vokser ligeledes stærkt og mere end eksporten, og i modsætning til Kina har Indien i de senere år haft et voksende underskud på handels- og betalingsbalancen. Høj inflation og stærk kreditvækst er andre tegn på, at den indiske økonomi nærmer sig kapacitetsgrænsen. Den indiske centralbank har på den baggrund gradvist forhøjet de pengepolitiske renter, så udlånsrenten i begyndelsen af september var 7,75 pct. Den indiske rupee er fra årsskiftet og frem til september apprecieret med 8 pct. over for dollar. Styrkelsen af rupee skal bl.a. ses i lyset af, at centralbanken i april meddelte, at pengepolitikken fremover vil have større fokus på prisstabilitet og mindre på valutakursstyring og fremme af den økonomiske vækst.

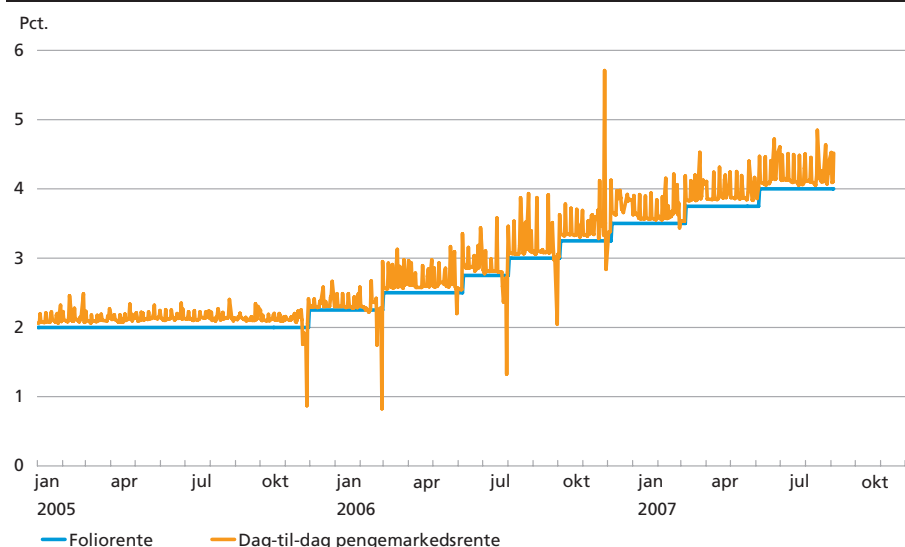
DANSKE PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Den danske krone har været stabil over for euroen på et niveau lidt stærkere end centralkursen i ERM2. Siden midten af maj har det løbetidskorrigerede rentespænd mellem danske og tyske 10-årige statsobligationer stort set bevæget sig i intervallet mellem 5 og 15 basispunkter efter at have ligget omkring 0 i foråret. Udvidelsen af rentespændet skal bl.a. ses i lyset af, at den tyske lange rente som tidligere nævnt er faldet i forhold til såvel den danske som andre europæiske landes lange renter. Den danske krone blev styrket lidt i juni, hvilket var sammenfaldende med nettokapitalindstrømning fra porteføljeinvesteringer. Kapitalindstrømningen afspejlede danske investorers nettosalg af udenlandske aktier og udlændinges nettokøb af danske obligationer. I løbet af juni og juli interвенerede Nationalbanken i valutamarkedet og købte valuta for i alt 12,2 mia.kr. for at stabilisere kronekursen. I august købte Nationalbanken netto valuta for 9,8 mia.kr., hvoraf 4 mia.kr. var i forbindelse

¹ Kinas valutakurspolitik er nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2005 i boks 1 i Seneste økonomiske og monetære udvikling.

NATIONALBANKENS FOLIORENTE OG DAG-TIL-DAG PENGEMARKEDSRENTEN

Figur 7



Anm.: Dag-til-dag pengemarkedsrenten er tomorrow-next renten. Sidste observation er 6. september 2007.

Op til rentestigningen i marts 2007 faldt dag-til-dag renten kun en anelse under niveauet for foliorenten. Det skal ses i lyset af, at der ikke var udsigt til, at foliorammerne ville blive overskredet i ugen op til renteændringen.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

med intervention, og resten primært kan henføres til statens provenu fra salg af aktier i rederiet Scandlines. Valutareserven var ved udgangen af august 194,1 mia.kr.

Cypern og Malta indtræder i euroområdet den 1. januar 2008. Det blev besluttet på Ecofin-mødet den 10. juli 2007. Cypriske pund og maltesiske lira vil blive erstattet af euro til de kurser, der svarer til deres centalkurser i ERM2-samarbejdet.¹ Fra årsskiftet vil Cypern og Malta derfor ikke længere deltage i ERM2-samarbejdet. Forholdene for de øvrige valutaer i ERM2, herunder den danske krone, er uændrede.

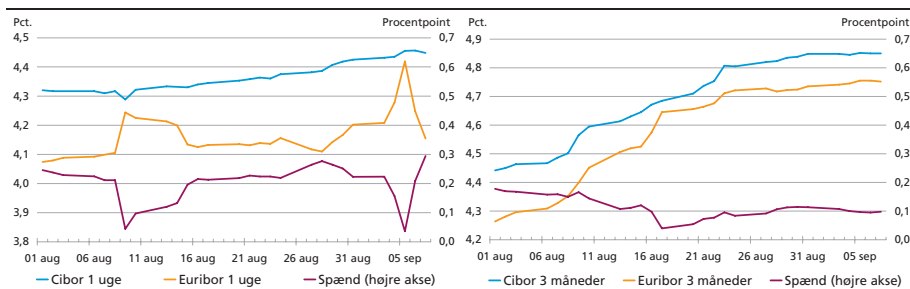
Nationalbanken fulgte i juni ECB og forhøjede udlånsrenten og renten på indskudsbeviser med 25 basispoint til 4,25 pct. med virkning fra den 7. juni 2007. Diskontoen og foliorenten blev også forhøjet med 25 basispoint til 4 pct. Renteændringen var forventet i markedet, hvilket pengemarkedsrenterne afspejlede forud for den faktiske ændring af de pengepolitiske renter.

Nationalbanken overgik den 3. maj 2007 til normalt at anvende 7 dages løbetid på pengepolitiske udlån og indskudsbeviser. Reduktionen i løbetiden fra 14 til 7 dage skete for at mindske de store udsving i dag-til-dag renten, som tidligere ofte kunne ses forud for forventede rente-

¹ Centalkursen for cypriske pund er 0,585274 pr. euro og for maltesiske lira 0,429300 pr. euro.

USIKREDE PENGEMARKEDSRENTER I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 8



Anm.: Sidste observation er 7. september 2007.

Kilde: EcoWin.

ændringer.¹ Overgangen forløb gnidningsfrit, og der var ikke store udsving i dag-til-dag pengemarkedsrenten omkring forhøjelsen af de pengepolitiske renter i juni, jf. figur 7.

Den internationale finansielle uro har ikke smittet nævneværdigt af på de danske bankers villighed til at låne kroner ud til hinanden i den korte del af pengemarkedet, og Nationalbanken har ikke haft behov for at gennemføre ekstraordinære markedsoperationer i den anledning. Pengemarkedsrenterne i euroområdet blev derimod påvirket af usikkerheden på de finansielle markeder, og spændet mellem de helt korte usikrede pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet blev kraftigt indsnævret medio august og i begyndelsen af september, jf. figur 8 (venstre). ECB har gentagne gange tilført ekstra likviditet til banksystemet, jf. boks 1, og bortset fra ovennævnte to episoder har det korte rentespænd ligget på nogenlunde samme niveau, som før den finansielle uro startede. De lidt længere usikrede pengemarkedsrenter i Danmark er steget siden begyndelsen af august, men lidt mindre end de tilsvarende pengemarkedsrenter i euroområdet, jf. figur 8 (højre). Stigningen i de usikrede pengemarkedsrenter i euroområdet skal bl.a. ses i lyset af, at bankerne har været tilbageholdende med at låne ud til hinanden på usikret basis i de lidt længere løbetider. Der var indikationer på en tilsvarende tendens i det danske pengemarked og valutaterminsmarkedet.

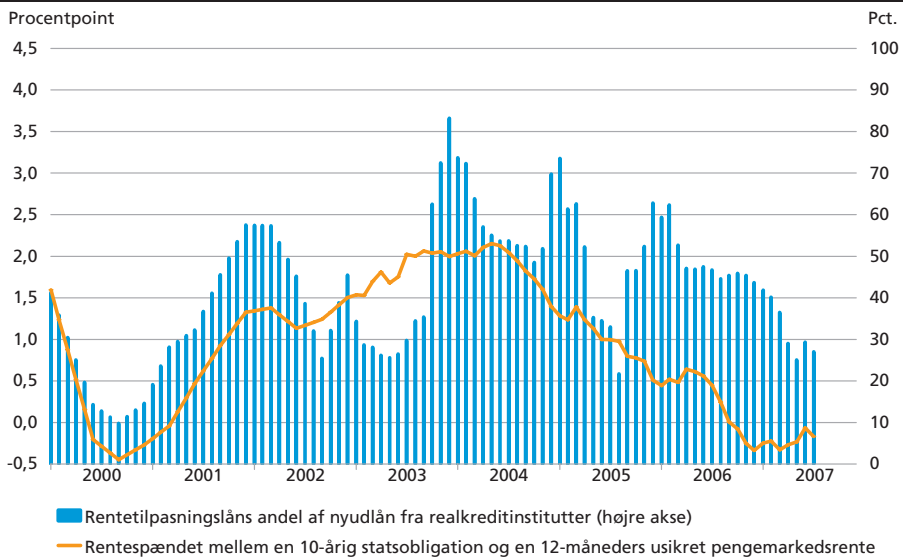
Den 1. juli 2007 trådte loven om særligt dækkede obligationer, SDO, i kraft.² Penge- og realkreditinstitutter kan stille sikkerhed for lån i Nationalbanken i danske stats- og realkreditobligationer mv., og siden 2. juli

¹ Penge- og realkreditinstitutterne vil nødigt binde likviditet i en 14-dages periode via køb af indskudsbeviser, hvis det forventes, at renten sættes op, inden beviserne udløber. I disse situationer vil der være rigeligt med likviditet på pengemarkedet og meget lave dag-til-dag renter. Da der er rammer for indskud på foliokonti, kan dag-til-dag renten endda falde under niveauet for foliorenten, jf. Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007, side 21 ff.

² Baggrunden er beskrevet i afsnittet om SDO i kapitlet om den seneste økonomiske og monetære udvikling i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007 og 2. kvartal 2007.

RENTETILPASNINGSLÅN OG RENTESPÆND

Figur 9



Anm.: Opgjort for realkreditlån til ejerboliger. For perioden 2000-02 kvartalsdata, som er interpoleret lineært til månedssdata. Den lange rente er en 10-årig løbetidskorrigeret statsobligationsrente. Sidste observation er juli 2007.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

2007 har Nationalbanken også givet adgang til kredit mod sikkerhed i særligt dækkede obligationer udstedt af institutter, der er omfattet af lov om finansiell virksomhed, og af Danmarks Skibskreditfond.¹ De første særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO, blev udstedt i juli, mens der ved udgangen af august ikke var udstedt SDO.

Udlånsvæksten til husholdningerne har været høj, men aftagende siden foråret sidste år, og i juli var udlånet 11 pct. højere end i samme måned året før. Væksten i erhvervsudlån er ligeledes aftaget siden begyndelsen af 2007, men ligger fortsat på et højt niveau omkring 15 pct. år-til-år. Udviklingen stemmer overens med det normale finansieringsmønster, hvor væksten i erhvervsudlån typisk tiltager og efterfølgende aftager senere i et konjunkturforløb end udlånsvæksten til husholdningerne.²

I takt med, at spændet mellem de korte og lange renter er indsnævret, er rentetilpasningslån til ejerboliger faldet fra at udgøre 47 pct. af realkreditinstitutternes nyudlån til ejerboliger i juli 2006 til 27 pct. i juli 2007, jf. figur 9. Andelen af afdragsfrie realkreditlån er fortsat stigende og udgjorde i juli 36 pct. af de udestående realkreditlån mod 30 pct. i juli 2006.

¹ Nationalbankens regler for sikkerhedsstillelse kan ses på www.nationalbanken.dk under Regelsæt, Betalingsformidling.

² Jf. Lars Risbjerg (2006), Pengemængdevækst, inflation og konjunkturudvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

DANSK ØKONOMI

Økonomisk aktivitet, udenrigshandel og betalingsbalance

Det private forbrug har i det seneste år udviklet sig noget langsommere end tidligere i opsvinget. Forbrugsvæksten er dog fortsat pæn, og i 1. halvår 2007 lå forbruget ifølge det foreløbige nationalregnskab 1,4 pct. over niveauet i samme periode året før. Afdæmpningen kan tolkes som en tilbagevenden til en mere normal forbrugsudvikling efter en periode med meget høje vækstrater.

Stigende renter og en afdæmpning af boligmarkedet har bidraget til den langsommere forbrugsvækst. Ifølge Realkreditrådets ejendomsprisstatistik for 2. kvartal har priserne på parcel- og rækkehuse stort set ligget fladt i den forgangne del af 2007, mens priserne på ejerlejligheder er faldet lidt. Udviklingen dækker dog over store regionale forskelle, idet ejendomspriserne i dele af Hovedstadsregionen er faldet mærkbart siden årsskiftet, mens priserne i andre dele af landet fortsat har været stigende. Faldet i ejendomspriserne har især fundet sted i de områder, som tidligere havde de stærkeste prisstigninger. Afdæmpningen af boligmarkedet ses også i et lavt antal handler, et stort boligudbud samt længere liggetider i forbindelse med boligsalg.

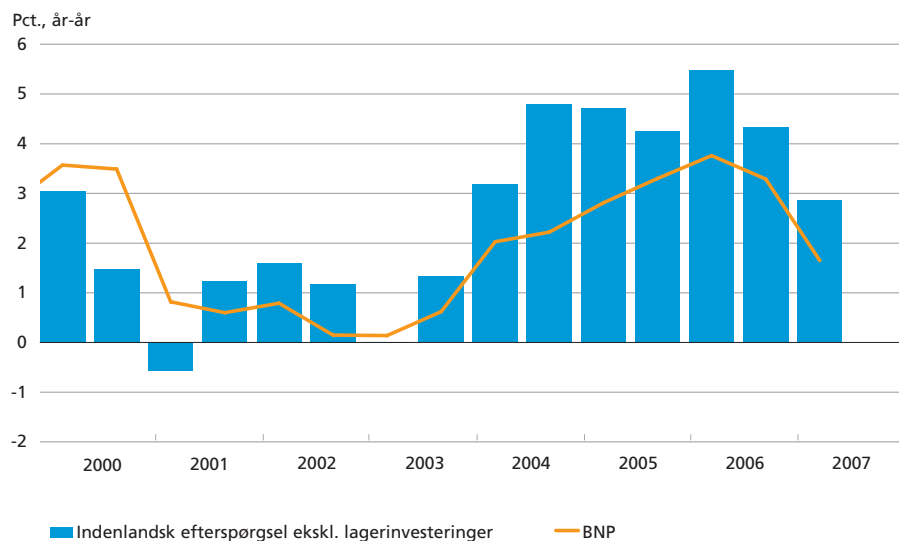
Væksten i detailomsætningen er aftaget, idet den samlede mængdemæssige omsætning stort set har bevæget sig sidelæns i den forløbne del af 2007. Salget af personbiler nåede et toppunkt i midten af 2006, og ligger nu på et lavere, men fortsat højt niveau. Bilsalget var i foråret præget af usikkerhed om konsekvenserne af en omlægning af registreringsafgiften, men er efterfølgende steget lidt. Forbrugerforventningerne faldt tilbage i august, muligvis påvirket af den finansielle uro i kølvandet på den amerikanske subprime krise. Forbrugerne er dog fortsat optimistiske, og de har især en positiv vurdering af familiens aktuelle og fremtidige økonomi.

Husholdningernes økonomi er generelt meget solid. Arbejdsløsheden er lav, og der er udsigt til en fortsat reallønsfremgang i de kommende år. Samtidig har husholdningerne under ét opbygget en betragtelig formue under den forløbne del af opsvinget. Det lægger fremadrettet en bund under udviklingen i privatforbruget.

Erhvervsinvesteringerne er steget betydeligt i de seneste år og har fastholdt et højt niveau i den forløbne del af 2007. I 1. halvår lå erhvervsinvesteringerne 5,6 pct. over niveauet i samme periode sidste år. Der var pæn vækst i investeringerne i maskiner og udstyr mv., ligesom erhvervsbyggeriet viste stærk fremgang fra et lavt niveau. Erhvervsinvesteringerne reagerer normalt med en vis forsinkelse i et økonomisk opsving, og fremgangen afspejler bl.a. virksomhedernes solide indtjening

VÆKST I BNP OG INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL

Figur 10



Anm.: Halvårsobservationer.
Kilde: Danmarks Statistik.

og høje kapacitetsudnyttelse. Virksomhederne har samtidig haft behov for at kompensere for mangel på arbejdskraft via en forøgelse af kapitalapparatet. Boliginvesteringerne lå også højt, og det afspejler i stor udstrækning færdiggørelsen af tidligere igangsat byggeri. Afdæmpningen af boligmarkedet må ventes at dæmpe igangsættelsen af nyt byggeri, men den statistiske belysning halter bagefter på dette område.

Udviklingen i den indenlandske efterspørgsel er således kommet ned i tempo i 2007, men niveauet for efterspørgslen er højt, og væksten har fortsat været solid. Ekskl. lagerinvesteringer voksede den indenlandske efterspørgsel i 1. halvår 2007 med 2,8 pct. i forhold til samme periode året før. Det var noget højere end væksten i BNP, jf. figur 10. Såvel eksport som import er gået frem i 2007. Importen steg stærkest, og nettoeksporten gav samlet et negativt vækstbidrag i 1. halvår. Det afspejler bl.a., at mangel på arbejdskraft lagde en begrænsning på virksomhedernes muligheder for at udvide produktionen, således at en væsentlig del af den ekstra efterspørgsel i økonomien måtte dækkes via en forøget import.

Den stigende import har resulteret i en forringelse af handelsbalancen. Overskuddet på handelsbalancen ekskl. skibe mv. var i de første syv måneder af året 11,6 mia.kr. mod 26,6 mia.kr. i samme periode året før. Importen er øget for såvel forbrugsvarer som varer til erhverv. Et fald i eksporten af energi bl.a. som følge af lavere energipriser bidrog til forværringen, mens industrieksporten viste solid fremgang.

Betalingsbalancens løbende poster viser et faldende overskud. Betalingsbalanceoverskuddet for de første syv måneder i 2007 er opgjort til 9,4 mia.kr. eller ca. 14 mia.kr. mindre end i samme periode året før. Overskuddet faldt også fra 2005 til 2006. Udviklingen skyldes en forringelse af vare- og tjenestebalancen, mens nettoindtægterne vedrørende renter og udbytter steg lidt. Det faldende overskud på betalingsbalancen afspejler grundlæggende, at Danmark er længere fremme i konjunkturforløbet end vore samhandelspartnere.

Arbejdsmarkedet

Beskæftigelsesfremgangen er fortsat ind i 2007. Ifølge Danmarks Statistiks ATP-opgørelse var der i 2. kvartal næsten 26.000 flere fuldtidsbeskæftigede end i 4. kvartal 2006. Det svarer til en stigning på lidt over 1 pct. Fremgangen i beskæftigelsen var bredt fordelt på private brancher, mens den offentlige beskæftigelse stort set var uændret. I det seneste år er den private beskæftigelse vokset stærkt inden for især bygge- og anlægssektoren og de serviceprægede erhverv, men industribeskæftigelsen er også gået frem efter flere års tilbagegang.

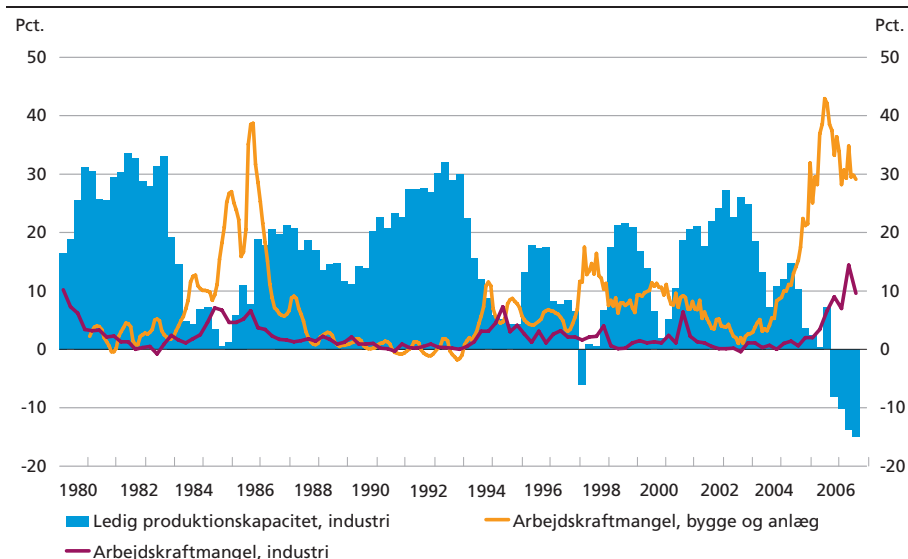
Ledigheden er tilsvarende fortsat med at falde. I juli var den sæson-korrigerede ledighed 90.500 personer eller næsten 18.000 fuldtidsledige færre end ved årsskiftet. Ledigheden kan opgøres til 3,3 pct. af arbejdsstyrken, og det er det laveste niveau siden begyndelsen af 1970'erne. Sammen med Holland har Danmark det laveste ledighedsniveau blandt EU-landene.

Det store pres på arbejdsmarkedet viser sig ved, at mange virksomheder inden for både industrien og bygge- og anlægserhvervene angiver mangel på arbejdskraft som årsag til produktionsbegrænsninger, jf. figur 11. Andelen af industrivirksomheder med arbejdskraftmangel er nu over niveauet fra midten af 1980'erne, hvor der som følge af en overophedning fandt stærke løn- og prisstigninger sted med deraf følgende forringelse af konkurrenceevnen og et efterfølgende konjunkturtilbageslag med stigende arbejdsløshed. Andelen af virksomheder i industrien, som mangler produktionskapacitet, har ikke på noget tidspunkt været højere, når man betragter perioden siden 1980, jf. figur 11. Omfanget af ledige stillinger tyder på, at der ikke vil ske en afkøling af arbejdsmarkedet på kort sigt. Arbejdsmarkedsstyrelsen har undersøgt virksomhedernes rekrutteringssituation i foråret 2007 og skønner på den baggrund, at virksomhederne på landsplan har måttet opgive at besætte 58.000 stillinger i en periode på 2 måneder¹.

¹ Jf. rapporten "Rekruttering forår 2007" fra Arbejdsmarkedsstyrelsen.

INDIKATORER FOR KAPACITETSMANGEL

Figur 11



Anm.: Sæsonkorrigeret. Andel af virksomheder med produktionsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft (kan være negativ som følge af sæsonkorrektion). Andel af virksomheder (netto) med ledig produktionskapacitet, beregnet som andelen af virksomheder med en produktionskapacitet, der er større end normal/mere end tilstrækkelig, fratrullet andelen af virksomheder med en produktionskapacitet, der er mindre end normal/ikke tilstrækkelig. Et negativt tal angiver mangel på produktionskapacitet.

Kilde: Danmarks Statistik.

Et ofte anvendt mål for kapacitetspresset i økonomien er det såkaldte produktionsgab, der angiver forskellen mellem det aktuelle aktivitetsniveau og det aktivitetsniveau, der er foreneligt med en normal kapacitetsudnyttelse og en stabil løn- og prisudvikling, jf. boks 2. Et positivt produktionsgab er udtryk for, at der er risiko for tiltagende løn- og pristigninger. Produktionsgabets størrelse bliver bl.a. beregnet af Finansministeriet, og ifølge denne opgørelse var produktionsgabets størrelse positiv i 2006. Finansministeriet skønner samtidig, at produktionsgabets størrelse vil blive udvidet i 2007. Beregningerne er behæftet med usikkerhed for så vidt angår vurderinger af den aktuelle konjunktursituation, men Finansministeriets resultater stemmer godt overens med de øvrige indikatorer for kapacitetspresset, jf. ovenfor.

Tilstrømningen af udenlandsk arbejdskraft er fortsat i 2007. Antallet af aktive arbejdstilladelser til personer fra de nye EU-lande i Østeuropa er kraftigt stigende og var i juli ca. 12.500. Det er næsten 5.000 tilladelser flere end for et år siden. En tilsvarende forøgelse er registreret i antallet af pendlere fra Sverige og Tyskland. Tilgangen af arbejdskraft fra udlandet har i de senere år været med til at sikre en stigning i arbejdsstyrken i en situation, hvor den demografiske udvikling trækker i retning af færre personer i den erhvervsaktive alder. Det har dermed været et vigtigt bidrag til at begrænse kapacitetspresset i dansk økonomi.

PRODUKTIONSGABET SOM INDIKATOR FOR KAPACITETSPRESSET

Boks 2

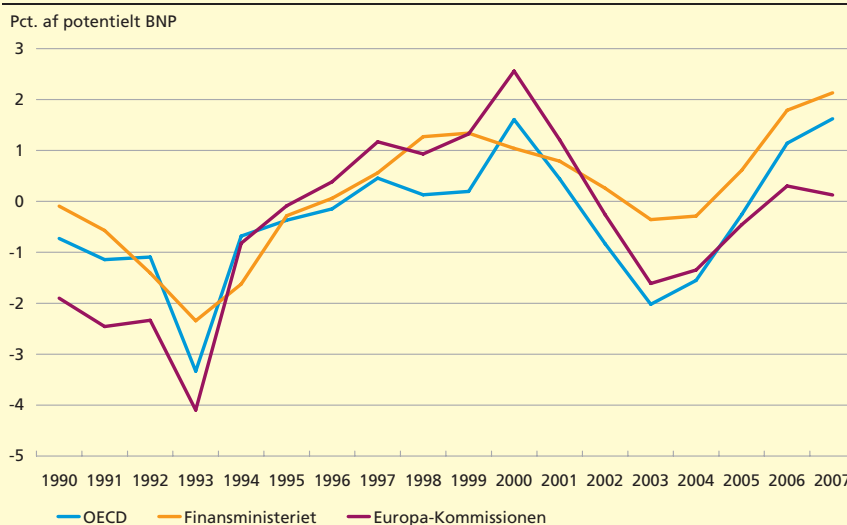
Produktionsgabets er en indikator for presset på økonomiens produktionsressurser. I en situation med mange arbejdsløse og megen ubenyttet produktionskapacitet er gabet negativt. Omvendt er gabet positivt, når der kun er få ledige resurser i økonomien, og kapacitetsudnyttelsen er høj.

Produktionsgabets beregnes som forskellen mellem faktisk bruttonationalprodukt, BNP, og BNP ved en normal udnyttelse af produktionsressurserne svarende til en stabil løn- og prisudvikling. Sidstnævnte kaldes det potentielle BNP. Størrelsen kan ikke observeres og må derfor beregnes. Beregningen bygger på antagelser og skøn, så størrelsen af det potentielle BNP og dermed produktionsgabets er usikker. I beregningen af det potentielle BNP indgår bl.a. et skøn for, hvor lav ledigheden kan blive, før lønningerne eller priserne accelererer så kraftigt, at det er uholdbart for økonomien. Skønnet for de seneste år er særligt usikkert. Det skyldes bl.a., at lønninger og priser typisk reagerer med forsinkelse på ændringer i ledighed og kapacitetspres.

Usikkerheden om produktionsgabets størrelse viser sig ved, at forskellige organisationer er uenige om, hvor stort det danske gab er blevet, jf. figur 12. Forskellene kan bl.a. afspejle, om der ses på løn- eller prisstigninger. Mere generelt kan det også have betydning, om beregningen alene er baseret på statistikker, eller om man også inddrager viden om eksempelvis overenskomstresultater og lokale lønforhandlinger. Produktionsgabets vil normalt også blive ændret, når nationalregnskabet revideres.

PRODUKTIONSGAB FOR DANMARK

Figur 12



Kilde: OECD, *Economic Outlook* 81, maj 2007, Finansministeriet, *Økonomisk Redegørelse* august 2007, og Europa-Kommissionens forårsprognose 2007.

Revisionerne og usikkerheden er altid størst for de seneste år. Produktionsgabets er således bedre til at beskrive presset på økonomiens kapacitet tilbage i tid end her og nu. Det betyder også, at produktionsgabets ikke kan stå alene ved en vurdering af den aktuelle konjunktursituation, men må kombineres med andre mål for kapacitetspreset som fx indikatorer for arbejdskraftmangel og kapacitetsudnyttelsen.

LØNSTIGNINGER I DEN PRIVATE SEKTOR

Figur 13



Kilde: Danmarks Statistik.

Løn og priser

Det stærke pres på arbejdsmarkedet har slået ud i en højere lønstigningstakt. Ifølge Danmarks Statistik var lønmodtagernes timefortjeneste i den private sektor i 2. kvartal 3,7 pct. højere end i samme kvartal året før, jf. figur 13. Lønstigningstakten var dermed knap 0,5 procentpoint højere end i 1. kvartal. Lønudviklingen tog især til inden for bygge- og anlægssektoren, hvor timefortjenesten steg med 4,7 pct. Inden for industrien var opgangen i lønstigningstakten noget mindre, men det skal ses i lyset af, at en række lokale lønforhandlinger endnu ikke var afsluttede, da statistikken blev indsamlet. Opgørelsen af lønstigningstakten i industrien ligger dermed for lavt i forhold til den underliggende lønudvikling, som er indeholdt i forårets overenskomstaftaler¹ samt de lokale lønforhandlinger i virksomhederne. Opgørelser fra Dansk Industri viser, at de lokale lønreguleringer i år ligger betydeligt over niveauet fra tidligere år.

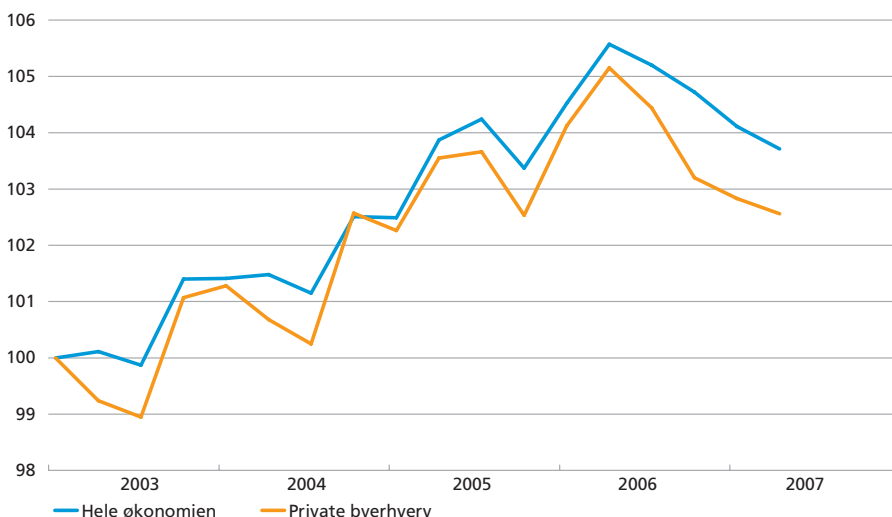
Den højere lønstigningstakt har ikke baggrund i en tilsvarende vækst i arbejdskraftsproduktiviteten. Ifølge det foreløbige nationalregnskab er beskæftigelsen i private byerhverv det seneste år vokset noget hurtigere end produktionen, og arbejdskraftsproduktiviteten er derfor faldet, jf. figur 14. Tallene er behæftet med usikkerhed, og der ses ofte revisioner. Den registrerede nedgang i produktiviteten kan dog afspejle, at beskæf-

¹ For en gennemgang af forårets overenskomstaftaler henvises til Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2007 (boks 3 side 20).

ARBEJDSKRAFTSPRODUKTIVITET

Figur 14

1. kv. 2003 = 100



Anm.: Arbejdskraftsproduktiviteten er beregnet som værditilvækst i faste priser pr. beskæftiget. Private byerhverv omfatter den private sektor ekskl. landbrug.

Kilde: Danmarks Statistik.

tigelsen er vokset hurtigt, så mange nyansatte har skullet oplæres, og grupper, som tidligere har haft en ringe tilknytning til arbejdsmarkedet, er kommet i arbejde. Arbejdskraftsproduktiviteten er også aftaget for hele økonomien under ét. Hvis faldet i produktiviteten ikke retter sig, vil virksomhederne hurtigt havne i en alvorlig omkostningsklemme.

Den hastige lønudvikling betyder i sig selv, at virksomhedernes internationale konkurrenceevne er under pres. I de senere år er lønningerne i industrien steget en del mere end i euroområdet og hos vore samhandelspartnere under ét, og denne forskel er blevet udvidet på det seneste i takt med, at de danske lønstigninger er taget til, mens lønstigningerne i euroområdet har været beherskede. Som resultat heraf var lønomkostningerne pr. arbejdstime i industrien ifølge en opgørelse fra den svenske arbejdsgiverforening, SAF, 25 pct. over niveauet i euroområdet i 2006.

Der synes at være blevet skabt stærke forventninger om mærkbare lønstigninger i den offentlige sektor ved næste forårs overenskomstforhandlinger. En hel eller delvis imødekommelse heraf kan føre til afsmittning i den private sektor. Risikoen for, at der i den nuværende højkonjunktur sættes en lønspiral i gang, giver anledning til bekymring. Som nævnt er det danske lønniveau i forvejen højt, og en lønudvikling ude af trit med vore internationale konkurrenter skaber betydelig risiko for en længere årrække med større arbejdsløshed.

Trods den stærke konjunkturfremgang og lønudvikling har forbrugerpriserne holdt sig i ro. År-til-år-stigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 0,9 pct. i august. Medvirkende til den lave inflationstakt var et beskedent inflationsbidrag fra udefrakommende faktorer, idet energipriserne faldt i forhold til sidste år, og importprisstigningerne var lave. Stigningen i fødevarepriserne er samtidig aftaget betydeligt i de seneste måneder. Denne effekt er formentlig midlertidig, idet lave høstudbytter i store dele af verden og en stigende global fødevareefterspørgsel, bl.a. drevet af den økonomiske vækst i Kina samt øget brug af afgrøder til fremstilling af biobrændsel, peger i retning af højere fødevarepriser på verdensmarkedet. Den afdæmpede prisudvikling hænger også sammen med, at det indenlandske inflationspres indtil videre har været moderat konjunktursituationen taget i betragtning. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, der måler udviklingen i de indenlandske lønninger og avancer, er dog steget næsten ubrudt siden årsskiftet, og stigningen var 1,7 pct. år-til-år i august.

Den stærke konjunktursituation kan spores i industriens salgspriser, som i juli steg med 2,7 pct. år/år, og der var en særlig stærk prisudvikling for industriens salg af mellemprodukter, hvor priserne lå 4,9 pct. over niveauet sidste år. Højere priser på mellemprodukter betyder højere omkostninger for de senere led i produktionskæden, og det bidrager isoleret set til et opadgående pres på den samlede prisudvikling. Omkostningerne ved byggeri af boliger var i første del af 2007 6,6 pct. over niveauet året før, og prisstigningerne er tiltaget betydeligt siden starten af 2006. Det er især materialeomkostningerne, der er steget hurtigt.

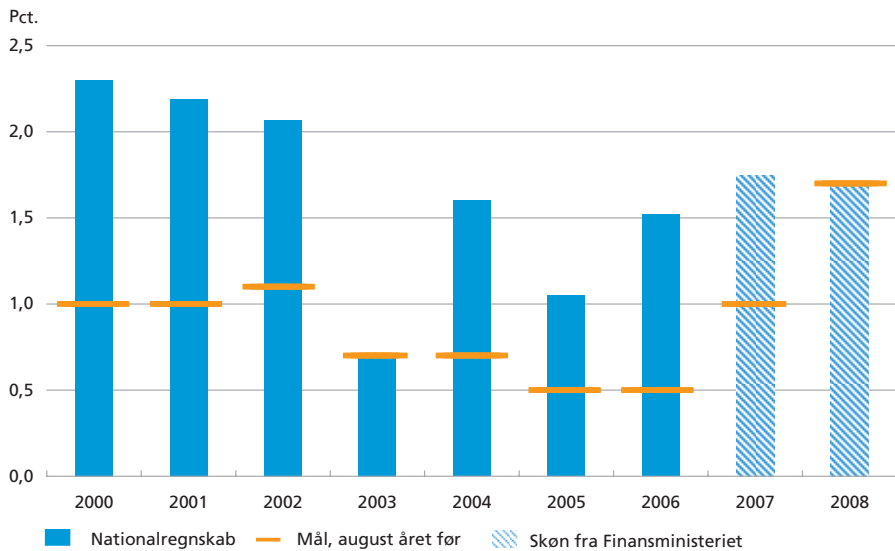
Offentlige finanser

Overskuddet på de offentlige finanser var i 2006 76 mia.kr. eller 4,7 pct. af BNP. Det var stort set uændret fra 2005. De betydelige overskud på de offentlige finanser i de seneste år kan delvist henføres til den gunstige konjunkturudvikling, ligesom der var ekstraordinært store indtægter fra bl.a. pensionsafkastskatten og beskatningen af olie- og gasproduktionen i Nordsøen. Disse bidrag er ifølge sagens natur ikke vedvarende. Finansministeriet skønner i Økonomisk Redegørelse fra august 2007, at omkring halvdelen af overskuddet i 2006 kunne henføres til konjunkturudviklingen og andre midlertidige effekter. I 2005 var disse bidrag endnu større.

Det offentlige forbrug i faste priser lå i 1. halvår 2007 1,8 pct. over niveauet i samme periode året før. Det er noget højere end den offentlige forbrugsvækst for hele 2006 og samtidig betydeligt over regeringens målsætning fra finanslovsforslaget for 2007 på 1,0 pct. Regeringens forslag til finanslov for 2008 indebærer en offentlig forbrugsvækst på 1,7

REALVÆKST I OFFENTLIGT FORBRUG – FAKTISK OG MÅL

Figur 15



Anm.: Målet er fra finanslovsforslaget i august året før. Skøn for 2007-08 er fra Finansministeriet, Økonomisk Redegørelse august 2007.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

pct., og det er klart højere end tidligere års målsætninger. Det offentlige forbrug er i en årrække steget hurtigere end regeringernes mål, jf. figur 15, og det må indgå i vurderingen af de kommende års finanspolitik.

Regeringen indgik den 3. september 2007 en aftale med Dansk Folkeparti om omlægning af en række skatter og afgifter for i alt knap 10 mia.kr. Aftalen indebærer, at indkomstbeskatningen lempes ved en forhøjelse af såvel person- og beskæftigelsesfradragene som bundgrænsen for mellemskatten. Arbejdsmarkedsbidraget fastholdes på 8 pct., og energifgifterne indekseres fremover med den generelle prisudvikling. Beskatningen lempes alt i alt fra 2007 til 2008, og der er således allerede med det fremlagte finanslovsforslag udsigt til en lempelse af den samlede finanspolitik for næste år.

Danmark befinder sig på toppen af en højkonjunktur med et stort kapacitetspres, og denne situation ventes at vare ved i de kommende år, jf. artiklen om Dansk økonomi 2007-09. Renteforholdene må anses for nogenlunde neutrale. Det er derfor risikabelt, når der er lagt op til en ekspansiv finanspolitik i 2008. Der er allerede tegn på stigende inflation, og opsvinget risikerer at blive afsporet via stærke løn- og pristigninger, som på lidt længere sigt uvægerligt vil føre til en unødigt stigning i arbejdsløsheden. Det er den risiko, der øges med udsigten til en ekspansiv finanspolitik i 2008.

Regeringens 2015-plan

Regeringen fremlagde i august sin 2015-plan, der skitserer målsætningerne for den økonomiske udvikling frem til 2015, jf. boks 3. Planen afløser 2010-planen, som oprindeligt blev lanceret i januar 2001. Selv om det i praksis kan være svært at opfylde planens målsætninger, er mellemfristede fremskrivninger et nyttigt styringsinstrument for den økonomiske politik bl.a. ved at gøre det muligt at identificere og imødegå kommende udfordringer i tide. Den helt afgørende udfordring for dansk økonomi både nu og fremadrettet er at sikre den fornødne størrelse og sammensætning af udbuddet af arbejdskraft. Arbejdsmarkedet er allerede nu meget stramt, og den demografiske udvikling trækker i de kommende år i retning af et fald i andelen af personer i den arbejdsdygtige alder. Det vil forstærke presset på arbejdsmarkedet. Velfærdsaftalen fra juni 2006 bidrager til at modvirke dette problem først og fremmest ved at forøge tilbagetrækningsalderen for efterløn og folkepension, men det har kun begrænsede effekter på arbejdsstyrken frem til 2020. Det stiller således store krav til yderligere initiativer i forhold til arbejdsmarkedet, herunder i forhold til tiltrækningen af udenlandsk arbejdskraft, hvis 2015-planens ambitiøse – og centrale – målsætning om en stigning i den strukturelle (konjunkturrensede) beskæftigelse skal realiseres.

REGERINGENS 2015-PLAN: MOD NYE MÅL

Boks 3

Regeringen fremlagde den 21. august 2007 en plan for den økonomiske politik frem til 2015. Planen følger op på de tidligere 2005- og 2010-planer. Fremskrivningerne medvirker til, at den økonomiske politik rettidigt tilpasses fremtidige udfordringer. En ansvarlig finanspolitik er en grundlæggende forudsætning for, at Danmark kan bevare en gunstig økonomisk udvikling med lav inflation og rente.

2015-planen indeholder en række tiltag, der vil øge de offentlige udgifter frem til 2015. I forbindelse med regeringens forslag til kvalitetsreform er der afsat en pulje på 10 mia.kr., som skal bruges til kvalitetsudvikling i den offentlige sektor, samt en kvalitetsfond på 50 mia.kr., der skal finansiere et løft i de offentlige investeringer. Derudover forlænges skattestoppet til 2015, og i henhold til et skatteudspil fra regeringen omlægges offentlige indtægter for 10 mia.kr.

Holdbarhedsberegningerne i 2015-planen viser, at den førte politik lige netop er holdbar. Betydningen for de offentlige finanser af forslagene og kravene i planen er vist i tabel 1. Tabellen tager udgangspunkt i Danmarks konvergensprogram november 2006, hvor der var afsat et råderum til offentligt forbrug og investeringer på 2,2 pct. af BNP. Inkl. øgede indtægter som følge af skatteomlægningen og ikke-udmøntede tiltag til fremme af beskæftigelse og arbejdstid udgør det finanspolitiske råderum i alt 3,5 pct. af BNP. Råderummet bruges fuldt ud, og størstedelen er øremærket til større udgifter til offentligt forbrug og investeringer.

RÅDERUM I 2015-PLANEN

Tabel 1

	Pct. af BNP
<i>Opgørelse af råderum:</i>	
Konvergensprogram 2006 inkl. opdateringer ¹	0,1
Vækst i offentligt forbrug og investeringer i konvergensprogram 2006 ² ...	2,2
Højere strukturel beskæftigelse samt fastholdt arbejdstid	0,8
Indeksering af energifgifter og uændret bruttoskat	0,4
Råderum	3,5
<i>Brug af råderum:</i>	
Højere beskæftigelsesfradrag og reduceret mellem- og topskat, netto ³	0,4
Skattestop	0,3
Øgede overførsler	0,1
Energistrategi	0,3
Vækst i offentligt forbrug og investeringer i 2015-plan ⁴	2,4
Samlede merudgifter	3,5

Anm.: Tabellen er baseret på afrundede tal, som fremgår af tabeller i Mod nye mål – Danmark 2015. Baseret på 2015-planens skatteudspil.

Kilde: Mod nye mål – Danmark 2015. Tabel 1, side 49 og tabel 2, side 58.

¹ Opdateringen omfatter lavere strukturel ledighed, lavere gæld og nedsat arbejdsmarkedsbidrag til 7,5 pct.

² Råderum ekskl. nye initiativer/krav, jf. Mod nye mål – Danmark 2015, side 49.

³ Direkte effekt fratrukket effekt på forbrug og arbejdsudbud.

⁴ Råderum ekskl. nye initiativer/krav tillagt forøgelse af offentlige investeringer og forbrug i 2015-planen.

Der er betydelig usikkerhed forbundet med økonomiske fremskrivninger til belysning af den finanspolitiske holdbarhed. En række antagelser i 2015-planen er centrale og samtidig meget ambitiøse. Det forudsættes bl.a., at nye arbejdsmarkedspolitiske initia-

FORTSAT	Boks 3
tiver øger den strukturelle beskæftigelse med 20.000 personer frem mod 2015. Det skal ske i tillæg til de ekstra 25.000 beskæftigede, som tiltag i Velfærdsaftalen fra juni 2006 forventes at bidrage med. For at nå dette mål skal de aldersbetingede beskæftigelsesfrekvenser øges væsentligt, da den demografiske udvikling trækker i modsat retning. Det er i den sammenhæng en vigtig forudsætning, at tilgangen af kvalificeret udenlandsk arbejdskraft fastholdes og udbygges. Der er i holdbarhedsberegningen også indlagt en antagelse om, at den gennemsnitlige arbejdstid fastholdes på sit nuværende niveau, ligesom der kalkuleres med effektivitetsgevinster i den offentlige sektor. Den demografiske udvikling trækker i retning af en lavere arbejdstid. Den strukturelle ledighed forudsættes endvidere at falde til 4 pct. En så lav strukturel ledighed stiller store krav til fleksibiliteten på arbejdsmarkedet i perioder med højkonjunktur. Det offentlige forbrug forventes at stige betydeligt i 2007 og 2008, hvorefter forbrugsvæksten bliver mere moderat. Denne profil, hvor udgiftsvæksten forventes at aftage på lidt længere sigt, har også kendetegnet tidligere planer, men har vist sig svær at overholde i praksis. Ved de tidligere mellemfristede fremskrivninger har der generelt været en tendens til, at væksten i det realiserede offentlige forbrug har oversteget det oprindeligt planlagte. En højere offentlig forbrugsvækst end forudsat vil alt andet lige gøre finanspolitikken uholdbar. 2015-planen indregner et skatteudspil, hvor den lovbestemte regulering af arbejdsmarkedsbidraget ophæves, og en række energiafgifter fremover indekseres med udviklingen i det generelle prisniveau. Til gengæld forøges beskæftigelsesfradraget samt bundgrænserne for mellem- og topskatten. Den nyligt indgåede skatteaftale med Dansk Folkeparti lægger sig tæt op ad skatteudspillet. Ændringerne i medfør af skatteaftalen vurderes ikke at påvirke den finanspolitiske holdbarhed i 2015-planen nævneværdigt.	

Dansk økonomi 2007-09

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I det følgende gennemgås Nationalbankens prognose for den danske økonomi i årene 2007-09. Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonometriske model *Mona*¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 2. kvartal 2007².

Den danske økonomi befinder sig fortsat i en stærk højkonjunktur, hvor BNP begrænses fra udbudssiden. BNP-væksten skønnes at blive 1,9 pct. i år og henholdsvis 2,1 og 1,3 pct. i 2008 og 2009, jf. tabel 1. Det er klart lavere end i de seneste par år, jf. figur 1. Den danske økonomi kom forholdsvis stærkt ud af afmatningen i 2001-03 og har siden konjunkturmæssigt ligget foran euroområdet, men lidt bagefter den amerikanske økonomi. I euroområdet fortsætter opsvinget, så væksten kommer over den danske i år og næste år.

Siden 2005 er beskæftigelsen i den private sektor øget kraftigt, og ledigheden er faldet til det laveste niveau i mere end 30 år. Presset på produktionsressourcerne er stort overalt i økonomien, og manglen på arbejdskraft har ikke været højere i flere årtier. Den danske økonomi befinder sig således på sin kapacitetsgrænse. Det viser sig ved, at den største del af efterspørgselsvæksten dækkes ved øget import, men også i det høje investeringsniveau, som udvider kapitalapparatet. Med lidt større forsinkelse ses virkningerne nu også på løn- og prisudviklingen. De senest indgåede overenskomsttaftaler vil resultere i højere lønstigninger end i den foregående overenskomstperiode, og blandt offentligt ansatte er der udbredte forventninger til mærkbare lønstigninger. Lønudviklingen bidrager til at øge det indenlandske inflationspres, men bl.a. prisfald på energi og lave stigninger på administrerede priser har holdt inflationen på et beskedent niveau under 2 pct.

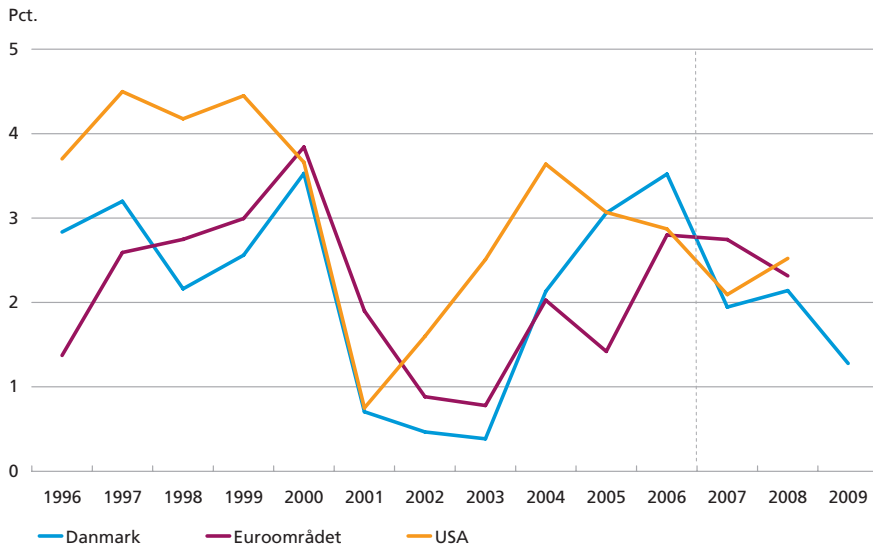
De senere års stærke efterspørgselsvækst ventes at fortsætte i de kommende kvartaler. Den indenlandske efterspørgsel er på vej mod en mere afdæmpet vækst, men er ikke ved at gå i stå. Afdæmpningen vedrører bl.a. det private forbrug og har baggrund i de seneste to års rentestigninger, som også har svækket boligmarkedet, hvor omsætningen er faldet, og de senere års kraftige prisstigninger er ophørt. Udsigterne for

¹ Modellen er beskrevet i *Mona – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, Danmarks Nationalbank, 2003.

² Beregningerne er baseret på statistisk information til og med den 10. september 2007.

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



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

Kilde: Danmarks Statistik, EcoWin, OECD *Economic Outlook* no. 81 og egen prognose.

mange af Danmarks vigtigste eksportmarkeder er gode, og eksportvæksten tegner trods svagere konkurrenceevne til at blive solid.

Manglen på arbejdskraft indebærer, at BNP-væksten ikke kan følge med efterspørgselsvæksten. Kapacitetspresset forbliver højt i den kommende tid, og risikoen for mærkbare skadevirkninger på den danske økonomi i form af høje lønstigninger og tab af konkurrenceevne er fortsat til stede trods rentestigningerne, jf. boks 1.

CENTRALE ØKONOMISKE VARIABLER

Tabel 1

Realvækst i forhold til året før, pct.	2006	2007	2008	2009
BNP	3,5	1,9	2,1	1,3
Privat forbrug	3,1	2,1	2,5	1,7
Offentligt forbrug	1,5	1,7	2,0	1,6
Boliginvesteringer	12,0	8,9	-1,9	-1,9
Offentlige investeringer	13,1	-9,1	8,6	5,2
Erhvervsinvesteringer	13,5	5,4	2,4	-1,7
Lagerinvesteringer ¹	0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Eksport	10,1	4,2	4,7	3,8
Industrieksport	8,3	9,1	3,8	5,7
Import	14,4	5,0	4,3	2,8
Forbrugerpriser, pct. år-år	1,9	1,6	2,4	2,4
Ledighed, 1.000 personer	124,4	95,4	85,9	96,3
Betalingsbalance, pct. af BNP	2,5	1,5	1,5	2,2
Offentlig saldo, pct. af BNP	4,7	4,0	3,2	2,8
Timeløn, pct. år-år	3,1	4,1	4,7	4,8

¹ Bidrag til BNP-vækst.

RISICI OMKRING PROGNOSEN	Boks 1
I prognosen skønnes der på udviklingen i en række økonomiske størrelser for de kommende år, herunder angives fx den forventede vækst i BNP i 2008 til 2,1 pct. Det betyder ikke, at væksten i BNP næste år med stor sikkerhed kan siges at blive 2,1 pct. Skønnet skal i stedet forstås således, at BNP vokser med 2,1 pct. i 2008 <i>i det forløb for dansk økonomi, der anses for mest sandsynligt</i>. Erfaringen viser, at prognoser sjældent rammer plet, og den faktiske udvikling i BNP kan meget vel vise sig at blive svagere eller stærkere end forventet. Normalt vil det være sådan, at afvigelser fra skønnet til den ene og den anden side vurderes som omtrent lige sandsynlige. Usikkerheden på prognosen er generelt større, jo fjernere periode den vedrører. Selv om afvigelserne er ligeligt fordelt omkring prognosens skøn, er de risici, der er forbundet med positive og negative afvigelser, ikke nødvendigvis de samme. Risikobilledet kan fx blive asymmetrisk, hvis sammenhængene mellem modellens variabler ikke er lineære. Mere konkret er det nuværende lave niveau for ledigheden uden for erfaringsområdet for de seneste årtier, og sammenhængen mellem lønstigninger og ledighed kan her være en anden. En ikke-lineær Phillips-kurve, der er stejlere ved lav ledighed, betyder, at et fald i ledigheden fra fx 3,3 pct. til 3,0 pct. vil få lønstignings takten til at stige mere, end en stigning i ledigheden på 0,3 pct. vil få lønstignings takten til at falde. Med denne forudsætning er risikobilledet omkring prognosen ikke symmetrisk, idet der vil være større sandsynlighed for lønstigninger noget over prognosens skøn på 4,7 pct. i 2008, end for lønstigninger tilsvarende meget under, selv om positive og negative afvigelser fra ledighedsskønnet umiddelbart vurderes som lige sandsynlige. Et asymmetrisk risikobillede kan også stamme fra de antagelser om udviklingen i de eksogene variabler, som prognosen bygger på. Det er naturligvis usikkert, hvordan de eksogene størrelser vedrørende den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken vil udvikle sig fremadrettet, men alligevel må der i forbindelse med udarbejdelsen af prognosen sættes tal på. Fx antages det i denne prognose, at finanspolitikken vil indebære en vækst i det offentlige forbrug på 2 pct. i 2008. Hvis risikoen for afvigelser herfra er ligeligt fordelt, vil risikobilledet omkring prognosens skøn være symmetrisk. Erfaringerne fra de senere år peger dog i retning af, at sandsynligheden for en offentlig forbrugsvækst noget over 2 pct. er højere end sandsynligheden for, at den bliver tilsvarende meget lavere. Det betyder, at store positive og negative afvigelser fra prognosens skøn ikke er ligeligt fordelt, så det vil være mere sandsynligt, at kapacitetspresset og inflationen ligger meget over end meget under prognosens skøn.	

Nedenfor følger en gennemgang af de antagelser, som ligger bag prognosen, efterfulgt af en mere detaljeret gennemgang af prognosen.

ANTAGELSER I FREMSKRIVNINGEN

Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken, jf. tabel 2.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 2
	2006	2007	2008	2009
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	7,3	8,0	7,6	7,5
Pris på eksportmarkedet, pct. år-år	1,3	0,4	1,0	1,6
Udenlandsk pris, pct. år-år	1,5	0,9	1,3	1,9
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,5	2,2	2,8	3,2
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	3,1	4,1	4,1	4,1
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	4,1	4,7	4,8	4,8
Effektiv kronekurs, 1980=100	101,6	103,0	103,3	103,3
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,9	5,5	5,4	5,4
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	66,1	68,9	73,2	71,5
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	1,5	1,7	2,0	1,6
Offentlige investeringer, pct. år-år	13,1	-9,1	8,6	5,2
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	816,6	819,4	823,4	825,7

International økonomi

Væksten i verdensøkonomien er høj. Tempoet i USA er gået ned, mens opsvinget i Europa, Asien og andre regioner fortsætter. I beregningerne vurderes uroen på de internationale finansielle markeder, jf. artiklen side 37 ff., kun i begrænset omfang at smitte af på efterspørgslen. Det globale opsving, som for alvor tog fart gennem 2004, tegner således til at blive det kraftigste siden begyndelsen af 1970'erne. De positive udsigter for de danske afsætningsmarkeder betyder, at eksportmarkedsvæksten ligger højt i fremskrivningen.

Prisstigningerne på eksportmarkedet tiltager fra 2007 til 2009, men forbliver beskedne. Det samme er tilfældet for de udenlandske priser, som i 2009 stiger med 1,9 pct. De udenlandske lønstigninger øges gradvist i fremskrivningen fra et lavt niveau på baggrund af den gunstige konjunktursituation i bl.a. euroområdet.

Renter, valutakurser og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter er i prognosen baseret på de forventninger til fremtiden, der kan udledes af rentekurverne på de finansielle markeder.

I fremskrivningen ligger den korte rente på 4,1 pct. i 2008 og 2009. Den lange rente er omtrent uændret i fremskrivningen omkring 4,75 pct. Uroen på finansmarkederne indebærer, at det er forbundet med en større usikkerhed end normalt at udlede markedsdeltagernes forventninger.

Den nominelle effektive kronekurs er styrket siden begyndelsen af 2006 hovedsageligt som følge af, at dollaren er svækket over for euro-

en. I fremskrivningen holdes den effektive kronekurs og kursen på dollar uændret fra niveauet den 10. september.

Den globale vækst har øget efterspørgslen efter råvarer, og olieprisen toppede medio juli lidt under 80 dollar pr. tønde (Brent). I fremskrivningen følger oliepriserne futurespriserne, som aftager svagt fra et niveau omkring 75 dollar pr. tønde ved prognosens begyndelse.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i finanslovforslaget for 2008 og den seneste skatteaftale mellem regeringen og Dansk Folkeparti. Realvæksten i det offentlige forbrug skønnes til 2,0 pct. næste år, hvilket er lidt højere end i finanslovforslaget. Det afspejler den normale tendens til overskridelse af måltallet i finanslovforslaget, jf. omtalen side 21, og skal ses i lyset af det stærke pres på de offentlige serviceudgifter i Danmark. De offentlige investeringer stiger med 8,6 pct. i 2008, så samlet stimulerer finanspolitikken den økonomiske aktivitet betydeligt næste år. Den offentlige beskæftigelse stiger kun svagt i fremskrivningen.

PROGNOSE FOR DANSK ØKONOMI, 2007-09

Produktion og beskæftigelse

Væksten i BNP er aftaget gennem det seneste år ifølge det foreliggende nationalregnskab, og i prognoseperioden ventes den gennemsnitlige årlige vækst i BNP at blive lavere end i 2005 og 2006. Afdæmpningen skyldes især, at produktionen ikke kan følge med efterspørgslen, fordi virksomhederne mangler arbejdskraft, og fordi kapitalapparatet i forvejen er højt udnyttet. Presset på kapitalapparatet og arbejdsmarkedet varer ved i prognoseperioden. Det kommer bl.a. til udtryk ved, at det såkaldte produktionsgab fastholder et højt niveau, jf. beskrivelsen af produktionsgabets side 17.

Befolkningsudviklingen bidrager til, at presset på arbejdsmarkedet forbliver stort i fremskrivningen. Antallet af personer i alderen 20-59 år, som er den mest erhvervsaktive aldersklasse, falder med ca. 18.000 om året, og det trækker arbejdsudbuddet nedad. Trods befolkningsudviklingen er arbejdsstyrken stort set uændret i prognoseperioden, jf. tabel 3. Det afspejler en forventning om, at gode beskæftigelsesmuligheder får stadigt flere danskere ind på arbejdsmarkedet, og at danske virksomheder fortsat ansætter flere udlændinge, herunder pendlere fra vore nabolande. Danske virksomheder og organisationer har de seneste år fået mere erfaring med at finde udenlandsk arbejdskraft og har udbygget rekrutteringskanalerne. Det kan gøre det lettere at skaffe ar-

ARBEJDSMARKEDET				Tabel 3
1.000 personer, årsgennemsnit	2006	2007	2008	2009
Beskæftigede i alt	2.781	2.847	2.854	2.844
Heraf i den private sektor	1.964	2.028	2.031	2.018
Ledige	124	95	86	96
Arbejdsstyrke	2.905	2.943	2.940	2.940

bejdskraft fra udlandet fremover. Omvendt er ledigheden faldet i mange af vore nabolande, så konkurrencen om arbejdskraft er intensiveret. Danske virksomheder skal fremover klare sig i denne konkurrence, hvis beskæftigelsen og arbejdsstyrken skal holdes oppe.

Ledigheden i Danmark er faldet markant siden 2003 til et meget lavt niveau. I prognosen forbliver efterspørgslen efter arbejdskraft høj, og ledigheden fortsætter med at falde frem til midten af 2008. Herefter begynder presset på arbejdsmarkedet at tage af, og ledigheden stiger en anelse i takt med, at den økonomiske vækst dæmpes.

Med lav ledighed og stagnerende arbejdsstyrke bliver produktiviteten afgørende for, hvor meget økonomien kan vokse i den kommende tid. Produktivitetsudviklingen har været svag gennem det seneste år, hvor beskæftigelsen er vokset kraftigt. I prognosen vokser beskæftigelsen moderat fra 2007 til 2008, da den lave ledighed og den stagnerede arbejdsstyrke gør det vanskeligt at skaffe nye medarbejdere. Virksomhederne ventes at reagere på det stramme arbejdsmarked ved fortsat at investere i nyt produktionsudstyr og ved at omlægge produktionen, så arbejdskraften udnyttes bedre. Væksten i produktiviteten tager derfor til og kommer op omkring gennemsnittet over de seneste 15 år, jf. tabel 4.

Lønninger og priser

Lønstigningerne er taget til siden 2005 i takt med, at ledigheden er faldet, og der ventes en yderligere opgang i lønstigningstakten de kommende kvartaler på baggrund af den markante stigning i lønreguleringerne ved årets lokale lønforhandlinger i industrien. I prognosen forbliver ledigheden lav, og timelønnen i industrien vokser med mellem 4,5 og 5 pct. om året, jf. tabel 4.

LØNNINGER MV. I BYERHVERV				Tabel 4
Pct. år-år	2006	2007	2008	2009
Timeløn	3,1	4,1	4,7	4,8
Lønomkostninger pr. time	3,5	4,3	4,6	4,7
Timeproduktivitet	1,9	0,3	1,9	1,8
Lønkvote, pct. af BVT	63,4	65,1	65,1	65,1

Lønstigningerne fortsætter i fremskrivningen med at være højere end i udlandet. Den gode konjunktursituation i bl.a. euroområdet ventes som nævnt at føre til højere udenlandske lønstigninger, så spændet i forhold til de danske lønstigninger indsnævres lidt i 2009. Forløbet vil dog indebære en yderligere forværring af lønkonkurrenceevnen de kommende år.

Flere af de nye overenskomster indfører en "fritvalgskonto", som tillader lønmodtageren at fordele de opsparede midler på ekstra fridage, pension, løn eller efteruddannelse. Muligheden for flere fridage fører i 2008 til et beskedent fald i arbejdstiden pr. beskæftiget. Lønomkostningerne pr. time i byerhverv ventes fremadrettet at udvikle sig på linje med timelønnen.

Den forventede vækst i timeproduktiviteten på i underkanten af 2 pct. i 2008 og 2009 ligger under stigningerne i lønomkostningerne pr. time, så lønomkostningerne pr. produceret enhed øges i prognosen. Hvis produktivitetsvæksten ikke genoprettes som ventet, risikerer stigningen i lønomkostningerne pr. produceret enhed at blive betydelig med deraf følgende opadgående pres på priserne og tab af konkurrenceevne.

Da den højere aflønning af arbejdskraften ikke helt modsvares af prisstigninger på de producerede varer i 2007, stiger lønvoten målt som lønsummen i forhold til bruttoværditilvæksten i byerhverv. I resten af prognoseperioden er lønvoten stort set konstant.

Forbrugerprisernes årsstigningstakt lå i underkanten af 2 pct. i starten af 2007, men er faldet til omkring 1 pct. de seneste måneder. Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, har siden slutningen af 2004 fulgt en opadgående trend, bl.a. fordi presset på kapaciteten har ført til stigende produktionsomkostninger, herunder til løn. Den seneste tids kraftige vækst i engrospriserne på danske varer understøtter sammen med stigende salgspriser i industrien billedet af et opadgående pres på priserne. I fremskrivningen slår de højere lønstigninger efterhånden ud i højere prisstigninger, jf. tabel 5.

De førstkomende måneder ventes en forøgelse af energiprisernes årsstigningstakt, især fordi de høje energipriser i august 2006 falder ud af beregningen. Energipriserne stiger yderligere lidt i 2008 i takt med den højere oliepris, jf. tabel 2. Væksten i fødevarerpriserne ventes at tiltage i den kommende tid på baggrund af de højere verdensmarkedspriser på bl.a. korn og mælk. Det større indenlandske prispres og de stigende energi- og fødevarerpriser ventes at føre til en opgang i HICP-inflationen til godt 1,5 pct. mod slutningen af 2007.

I 2008 stiger IMI yderligere til 2,7 pct. Nettoprisindekset stiger med 2,5 pct., mens årsstigningstakten for forbrugerpriserne er lidt mindre, da stykafgifterne antages uændrede bortset fra den aftalte indeksering af energiafgifterne. I 2008 og 2009 ventes inflationen at stige til 2,4 pct.

FORBRUGERPRISER

Tabel 5

Pct. år-år	Vægt ¹	2006	2007	2008	2009	2007					
						2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	aug.	sep.	okt.
HICP		1,9	1,6	2,4	2,4	1,5	1,1	1,8	0,9	1,4	1,7
Nettoprisindeks ...	100,0	2,0	1,8	2,5	2,4	1,7	1,4	2,2	1,2	1,8	2,2
Eksogene:											
Energi	7,1	8,5	-0,3	0,6	-0,1	-2,5	-2,1	2,1	-4,9	1,6	3,3
Fødevarer	14,4	2,5	3,4	3,0	2,8	4,2	2,2	2,6	1,8	2,6	2,9
Adm. priser	4,7	0,9	0,6	3,5	4,2	0,2	0,8	1,1	0,8	0,8	0,8
Husleje	24,3	2,1	2,2	2,3	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Ekskl. eksogene ...	49,5	1,0	1,6	2,7	2,6	1,8	1,5	2,1	1,9	1,5	1,8
Import	15,0	2,6	1,6	2,8	2,8	1,4	1,3	1,9	1,3	1,4	1,7
IMI	34,5	0,4	1,6	2,7	2,6	1,7	1,6	2,2	1,7	1,6	1,9

Anm.: Seneste faktiske tal er august 2007.

¹ Vægt i nettoprisindekset, pct.

Den indenlandske efterspørgsel

Privatforbruget steg 0,2 pct. i 2. kvartal 2007 i forhold til kvartalet før efter en stigning på næsten 1 pct. i 1. kvartal. For 1. halvår under ét er der tale om en forbrugsvækst på 1,3 pct. i forhold til 2. halvår 2006. Forbruget er siden 2005 vokset langsommere end den private sektors disponible indkomster, så forbrugskvoten er faldet, jf. tabel 6. Det har baggrund i den rentestigning, som har fundet sted de seneste to år, primært i den korte ende, og som også har bidraget til en afdæmpning af boligmarkedet. I lyset af husholdningernes solide økonomi med god indkomstvækst og en stærk formueposition er der imidlertid ikke udsigt til, at forbrugsvæksten går i stå. Det understøttes af forbrugertilliden, som trods et fald i august ligger på et højt niveau. Forbruget ventes at vokse med over 2 pct. i år og næste år, svarende til et lille fald i forbrugskvoten.

Boligmarkedet er afdæmpet siden efteråret 2006. Hurtig omsætning og høje prisstigningstakter er afløst af stigende liggetider og tæt på uændrede priser. Generelt har der været prisfald på de markeder, hvor kvadratmeterprisen var nået højest op, og mindre prisstigninger i de segmenter af boligmarkedet, hvor udviklingen forudgående var mere behersket. I prognosen ventes boligpriserne at holde sig omkring det nuværende niveau i nominelle termer.

INDKOMST, FORMUE OG FORBRUG

Tabel 6

	2006	2007	2008	2009
Kontantpriser, pct. år-år	21,1	2,8	0,5	0,0
Disp. realindkomst, privat sektor, pct. år-år ..	5,1	2,9	2,9	2,1
Forbrugskvoten, pct. af den private sektors disponible indkomst	90,6	89,9	89,6	89,3
Fordringserhvervelse, privat sektor, mia.kr. ..	-35,5	-43,1	-30,2	-10,8

Boliginvesteringerne er vokset kraftigt i de seneste år. De høje boligpriser og husholdningernes gode økonomi har øget efterspørgslen efter nye boliger og forbedringer af de eksisterende boliger – mere end byggevirksohmederne har kunnet følge med til. Boliginvesteringerne fastholder det høje niveau i de nærmeste kvartaler. I 2008 og 2009 aftager boliginvesteringerne lidt i takt med, at meget byggeri færdiggøres, og de reale kontantpriser aftager.

Erhvervsinvesteringerne faldt 4,8 pct. i 2. kvartal 2007 efter en tilsvarende stigning i 1. kvartal. For 1. halvår 2007 var erhvervsinvesteringerne 3,8 pct. højere end i halvåret før og fortsatte dermed de seneste tre års kraftige udvikling. Materielinvesteringerne i byerhvervene har nået et meget højt niveau, som indebærer en betydelig udvidelse af kapitalapparatet målt i forhold til produktionen. Det er sket på baggrund af en god vækst i produktionen samtidig med, at mange virksomheder har vanskeligheder ved at skaffe tilstrækkelig arbejdskraft. Presset er ikke på vej til at forsvinde, så virksomhederne ventes at fastholde et højt investeringsniveau i de kommende kvartaler. I løbet af 2008 og 2009 reduceres investeringskvoten fra sit høje niveau. Erhvervsbyggeriet er vokset gennem 2006 fra et lavt niveau og ventes yderligere at gå lidt frem i prognosen. Det er med til at opveje den ventede afdæmpning i boliginvesteringerne og dermed til at fastholde et stort pres på bygge- og anlægssektoren.

Den indenlandske efterspørgsel ekskl. lagerinvesteringer faldt 0,6 pct. i 2. kvartal 2007 efter en kraftig fremgang i de foregående to kvartaler. Der var positive bidrag fra det private forbrug og fra boliginvesteringerne, men det blev mere end opvejet af faldet i erhvervsinvesteringerne. For 1. halvår under ét voksede efterspørgslen med 1,3 pct. i forhold til 2. halvår 2006. Væksten bliver høj i de nærmeste kvartaler, 2,5-3 pct. år-til-år, men den gradvise afdæmpning af forbrugsvæksten og et aftagende investeringsniveau betyder, at efterspørgselsvæksten længere fremme i prognosen reduceres til godt 2 pct. i 2008 og under 1 pct. i 2009.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Den stærke efterspørgselsvækst og presset på produktionskapaciteten i dansk økonomi har ført til en kraftig fremgang i importen. Navnlig tjenesteimporten er i 2005 og 2006 vokset stærkt i takt med tjenesteeksporten, som har et betydeligt indhold af udenlandske tjenester. Væksten i vareimporten har ligeledes været høj og har vedrørt varer fortrinsvis til direkte forbrug samt varer til anvendelse i byerhverv. Opgangen i erhvervsimporten skal ses i sammenhæng med den stærke udvikling i investeringerne og i den hjemlige industriproduktion.

I 1. halvår 2007 lå den samlede import 1,4 pct. over niveauet fra 2. halvår 2006. Udviklingen dækker over en pæn stigning i vareimporten, mens tjenesteimporten aftog lidt. For 2007 som helhed skønnes en stigning i importen på 5 pct. mod mere end 14 pct. året før, jf. tabel 7. De efterfølgende år aftager importvæksten yderligere i takt med afdæmpningen af efterspørgselsvæksten. Den trods alt solide importvækst i 2008 afspejler kapacitetspresset, som bidrager til at fastholde en høj vækst i vareimporten, og den standardiserede importkvote stiger gennem prognosen.

Eksporten af varer og tjenester er tiltaget stærkt under opsvinget, om end ikke i samme omfang som importen. Særligt fremgangen i eksporten af søfragt har været høj og skal ses på baggrund af handelsflådens udvidelse i 2005. Eksporten af tjenester blev reduceret i 1. halvår 2007 i forhold til 2. halvår året før, og fremadrettet ventes et mere afdæmpet forløb i tjenesteeksporten. Den samlede eksport steg i samme periode med 0,7 pct., hvilket er noget svagere end i de to foregående år. I prognosen ventes en årlig eksportvækst i omegnen af 4-5 pct.

Industrieksporten er vokset betydeligt siden begyndelsen af 2005 trukket af høj vækst på eksportmarkederne, og i 2007 skønnes en stigning i eksporten af industrivarer på ca. 9 pct., hvorefter væksten aftager. Afdæmpningen af væksten i industrieksporten afspejler en svækkelse af lønkonkurrenceevnen, høj kapacitetsudnyttelse og mangel på arbejdskraft, mens eksportmarkedsvæksten er høj og kun reduceres svagt. Importen i aftagerlandene vokser hurtigere end vores eksport, så industrien taber eksportmarkedsandele.

Energieksporten aftager i prognosen drevet af et fald i olie- og gasproduktionen, men eksporten af energi fortsætter med at være en del større end importen. Landbrugseksporten skønnes at vokse med et par procent om året understøttet af en stærk global efterspørgsel efter fødevarer.

Priserne på eksporten er siden 2006 steget mindre end priserne på importen, så bytteforholdet er forringet. I fremskrivningen forbedres bytteforholdet igen beskedent.

EKSPORT OG IMPORT				Tabel 7
Pct. år-år	2006	2007	2008	2009
Eksport, realt	10,1	4,2	4,7	3,8
Import, realt	14,4	5,0	4,3	2,8
Eksportpriser	2,4	-0,5	0,5	1,5
Importpriser	3,0	1,4	0,3	0,9
Bytteforhold	-0,6	-1,9	0,2	0,5
Importkvote, varer ekskl. energi	23,8	24,4	25,0	25,4

BETALINGSBALANCEN				Tabel 8
Mia.kr.	2006	2007	2008	2009
Varehandel	7,8	-4,3	-0,5	14,3
Tjenestehandel	40,9	31,8	34,5	35,7
Renter, transfereringer mv.	-7,5	-2,7	-7,5	-9,2
Løbende poster, i alt	41,2	24,8	26,6	40,8

Betalingsbalancen er blevet hastigt forværret siden begyndelsen af 2006. Afbøjningen i betalingsbalancen sker fra et højt niveau på grund af store indtægter fra energi og søtransport, så der er stadig et overskud. I prognosen ventes solide overskud ved især tjenestehandel og på formueindkomst, mens der i 2007 og 2008 skønnes et mindre underskud ved varehandel. Udgifterne til bunkring, dvs. betalinger for skibes køb af brændstof i udlandet, er øget i takt med handelsflådens udvidelse, og i prognosen fastholdes de årlige bunkringsudgifter på omkring 30 mia.kr. For 2007 og 2008 ventes et betalingsbalanceoverskud på ca. 25 mia.kr., jf. tabel 8, hvorefter det øges til 40 mia.kr. i 2009, hvor den danske indenlandske efterspørgsel vokser mindre end hos Danmarks handelspartnere under ét.

Uro på de finansielle markeder

Jakob Windfeld Lund, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

I sommeren 2007 opstod der betydelig uro på de internationale finansielle markeder. Uroen udsprang af stigende tab på såkaldte subprime lån til amerikanske boligejere med mindre kreditværdighed.¹ Med udviklingen af nye finansielle instrumenter er tabsrisikoen blevet spredt ud over mange forskellige typer af investorer, og der har bredt sig en nervøsitet på de finansielle markeder om, hvilke finansielle institutioner der er eksponerede over for mulige tab. På pengemarkederne har deltagerne bestræbt sig på at sikre egen likviditet og været tøvende med at låne ud til modparter, især på længere løbetider.

Resultatet har været store prisudsving på de finansielle markeder. Kurser på værdipapirer, der er direkte relaterede til subprime markedet, er faldet markant, men også andre værdipapirer har været påvirkede. Det gælder specielt aktier og gældsbeviser udstedt af finansielle institutioner, som kunne tænkes at have tab fra eller blive udsat for likviditetspres i forbindelse med subprime markedet. Der har også været store prisudsving i markederne for afledte finansielle produkter, og det er generelt blevet dyrere at afdække markeds- og kreditrisiko. Nervøsiteten i markederne har øget efterspørgslen efter meget sikre finansielle aktiver, hvilket i perioder har drevet renten på amerikanske Treasury Bills langt under andre kortfristede pengemarkedsrenter, jf. figur 1.

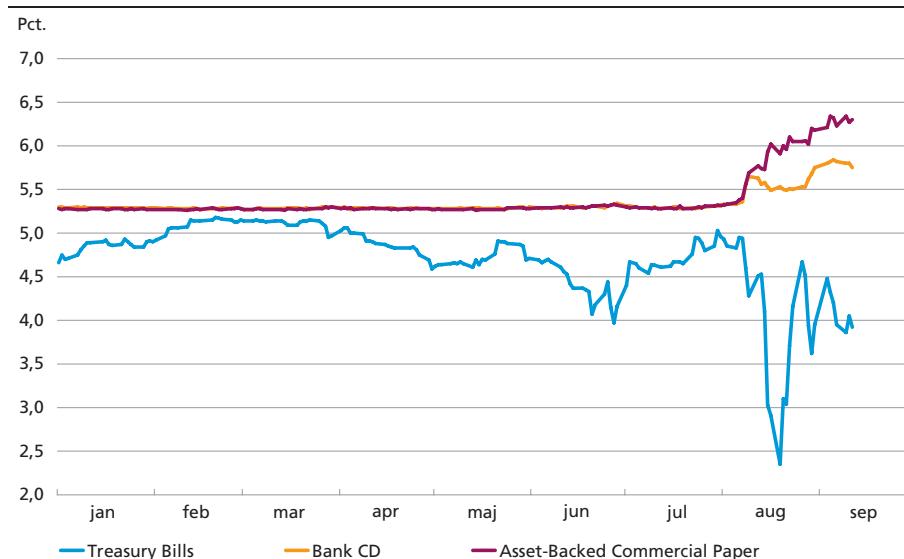
Markedsudviklingen kan overordnet set tolkes som en flugt mod sikkerhed og en brat stigning i risikopræmier på de finansielle markeder. Vendingen er kommet efter flere års jagt på højere afkast, hvor investorer søgte mod mere risikable investeringer, og de finansielle risikopræmier blev indsnævret. Risikoen for en brat stigning i for lave risikopræmier har været påpeget gennem længere tid i internationale rapporter om finansiell stabilitet.²

¹ Før sommeren var de begyndende problemer på det amerikanske subprime boliglånsmarked kort beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2007, boks 1 Amerikanske boliglån til mindre kreditværdige (subprime), og i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 2007, boks 3 Implikationer for kapitalmarkederne af et svækket amerikansk boligmarked.

² Se fx International Monetary Fund (2007), ECB (2007), Bank for International Settlements (2007) og Bank of England (2007).

1-MÅNEDS PENGEMARKEDSRENTER, USD, 2007

Figur 1



Anm.: Treasury Bills er amerikanske skatkammerbeviser, Bank CD (Certificates of Deposit) er handlede indlånsbeviser, Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) er kortfristede gældsbeviser med pant i en portefølje af værdipapirer, jf. beskrivelsen i denne artikel.

Kilde: Federal Reserve Board.

MARKEDET FOR SUBPRIME BOLIGLÅN

Indtil 2003 udgjorde prime boliglån, jf. boks 1, størstedelen af værdien af nye boliglån i USA. Siden da er subprime boliglån vokset markant, og i 2006 udgjorde de 21 pct. af det samlede nyudlån og omkring 15 pct. af udestående boliglån ved udgangen af året. Væksten i subprime boliglånsmarkedet kan på den ene side tilskrives aggressiv långivning. På den anden side har stigende boligpriser skubbet mange husstandes finansieringsbehov til niveauer, der overstiger låne- og ydelsesgrænserne for prime lån.

En stor del af væksten i boliglån i USA, men særligt i subprime boliglån, har fundet sted i variabelt forrentede og ofte afdragsfrie lån. Låntagere har været tiltrukket af den lave nominelle ydelse. Arrangører af subprime boliglån har samtidig formået at reducere startydelsen yderligere ved hjælp af såkaldte lokkelån (teaser loans). Her afspejler ydelsen de første 2-3 år en attraktiv lav lokkerrente, ofte under pengemarkedsrenten, hvorefter renten forhøjes til normale subprime variable renter. Lokkerenten dækker i nogle tilfælde over negativ amortisering, dvs. at rentebatten i lokkeperioden bliver lagt oveni lånets hovedstol. Låntageren kan betale ydelsen i lokkeperioden, men når ydelsen stiger skarpt efter forhøjelsen af renten, er der en betydelig risiko for, at der ikke er plads i økonomien, og låntageren ikke længere kan betale ydelsen.

DET AMERIKANSKE BOLIGLÅNSMARKED

Boks 1

I det amerikanske boliglånsmarked¹ skelnes der mellem prime boliglån til kreditværdige kunder og subprime boliglån til mindre kreditværdige kunder². Et prime boliglån skal opfylde følgende kriterier:

- Låntager skal have en god kredithistorie, dvs. at regninger, renter og afdrag på kreditkort og andre lån skal være betalt rettidigt.
- Låntager skal have en god kreditscore, der er beregnet på baggrund af låntagers personlige forhold, indkomst, formue og andre forhold.
- Lånebeløbet må ikke overstige 417.000 US dollar.
- Ydelsen på lånet må ikke overstige 55 pct. af låntagers disponible indkomst.
- Lånebeløbet må ikke overstige 85 pct. af ejendomsværdien.
- Indkomst og ejendomsværdi skal være fuldt dokumenteret.

En anden type lån kaldes prime jumbolån. De opfylder alle kriterierne for at være et prime boliglån, bortset fra at lånene overstiger den fastlåste grænse på 417.000 US dollar. De seneste års boligprisstigninger har øget andelen af denne type lån.

En tredje type boliglån kaldes Alt-A, og de opfylder også de fleste kriterier for et prime boliglån, men har nogen fleksibilitet, fx i forhold til dokumentationskrav for indkomst.

Et subprime boliglån opfylder ikke kriterierne for at være et prime boliglån, og det gives ofte til kunder, som har en dårlig kredithistorie eller en dårlig kreditscore. Det kan også skyldes, at ydelsen i forhold til indkomsten eller belåningsprocenten er for høj.

¹ Der er væsentlige forskelle mellem de danske og amerikanske boliglånsmarkeder, jf. Kjeldsen (2004) og Frankel et al. (2004).

² Det amerikanske subprime boliglånsmarked er yderligere beskrevet i Kiff og Mills (2007).

Lokkelån har kun eksisteret de seneste par år, og de fleste renteforhøjelser fra lokkerenter til normale subprime variable renter har ikke fundet sted endnu, men forventes i løbet af det næste års tid.

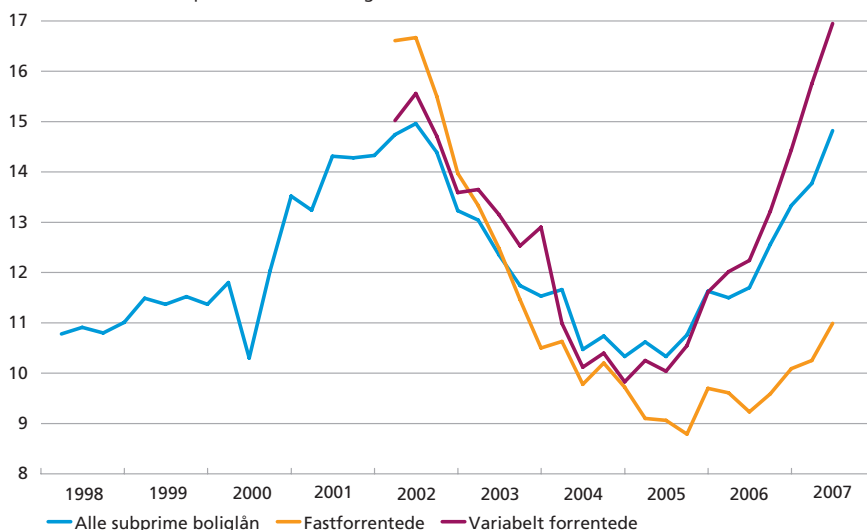
Siden medio 2005 er andelen af misligholdte lån, dvs. lån med restancer på over 30 dage, vokset fra 10,3 pct. til 14,8 pct. for alle subprime boliglån og fra 10,0 pct. til 17,0 pct. for variabelt forrentede subprime boliglån, jf. figur 2. Andelen af subprime boliglån i tvangsauktionsproces er steget til 5,5 pct. i juni fra 3,6 pct. et år tidligere. Den amerikanske præsident George W. Bush har i august lovet at iværksætte en række tiltag for at hjælpe udsatte husstande til at beholde deres hjem og beskytte forbrugere mod vildledende markedsføring af boliglån.¹

¹ Se White House (2007).

MISLIGHOLDELSE AF SUBPRIME BOLIGLÅN

Figur 2

Pct. af udestående subprime lån i hver kategori



Anm.: Misligholdte lån er lån med restancer over 30 dage. Standard fast- og variabelt forrentede subprime boliglån udgør tilsammen kun en delmængde af alle subprime boliglån fra medlemmer af Mortgage Bankers Association.

Kilde: Bloomberg (Mortgage Bankers Association).

STRUKTUREREDE KREDITPRODUKTER

Subprime boliglån er blevet anvendt af finansielle institutioner til at skræddersy strukturerede kreditobligationer.

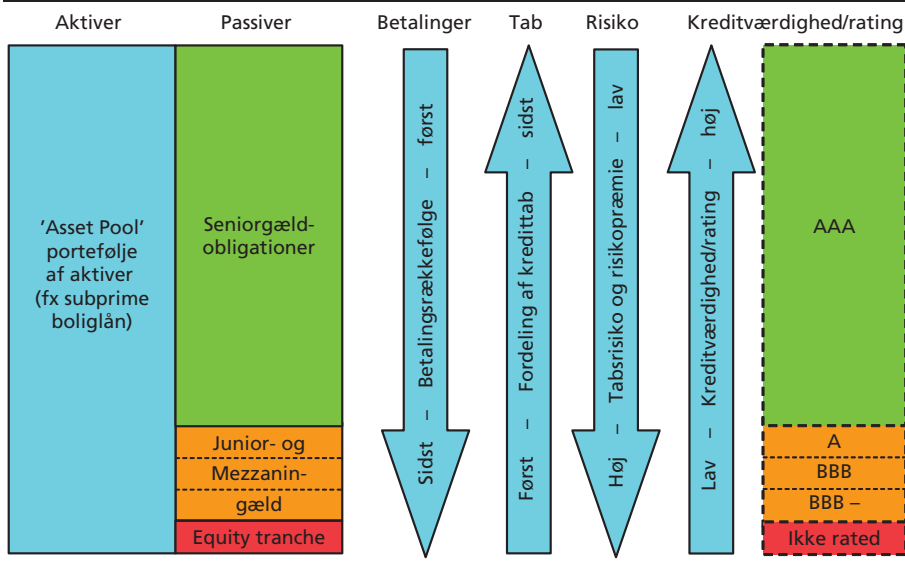
Strukturerede kreditobligationer er en type Asset-Backed securities (ABS), hvor en portefølje af aktiver, fx subprime boliglån, ligger til sikkerhed for forskellige klasser af ABS-obligationer. De enkelte klasser har forskellig fortrinsret i forhold til de aktiver, der ligger til sikkerhed, og forskellig risikoprofil. De sikreste af disse klasser af ABS-obligationer har kreditvurderingsbureauerne vurderet til den højeste rating, AAA, jf. figur 3.

For at sikre den høje rating af den sikreste klasse af obligationer, laves der mindre sikre klasser af obligationer med lavere rating, såkaldte junior- og mezzanintrancher, som tager de første tab, der måtte opstå på de lån, der ligger til sikkerhed. Den mindst sikre klasse, som tager de første tab, kaldes equity-tranchen. Først ved meget store tab vil den sikreste, AAA-ratede, klasse blive udsat for tab.

For at understøtte den meget høje rating af den sikreste klasse kan der lægges ekstra sikkerhed ind, så værdien af sikkerheden overstiger værdien af de udstedte obligationer. Det kan endvidere sikres, at renteindtægterne på udlånsporteføljen overstiger rentebetalingerne på de samlede obligationsudstedelser. Endelig kan der tegnes såkaldt kreditforsikring mod risikoen for, at tab vil overstige stødpuderne i de efterstillede klasser.

RISIKOPROFIL PÅ FORSKELLIGE TRANCHER AF ABS

Figur 3



De efterstillede klasser, junior- og mezzanintrancher, får lavere kreditrating end seniorgælden, men kan dog opnå pæne ratings mellem AA og BBB-. Disse kreditobligationer kan bruges i en portefølje af aktiver som sikkerhed for en ny struktureret kreditobligation, en såkaldt CDO (collateralised debt obligation)¹. Processen udnytter, at tabene på porteføljens forskellige aktiver ikke historisk set har været tæt korrelerede, så tab ikke forventes at indtræffe samtidigt. Derudover anvendes de samme metoder som i første runde til at skabe en ny meget sikker klasse af seniorgæld-obligationer og understøtte en høj rating.

Strukturerede kreditobligationer, som beskrevet ovenfor, er baseret på kvantitative kreditrisikomodeller, hvor der foretages en detaljeret analyse af store mængder historiske data om tabshændelser. De historiske data har vist lave niveauer af tab med lav korrelation mellem tabshændelser og derfor lav usikkerhed om tabsprocenten på en diversificeret portefølje. Rentemarginalen har mere end kompenseret for de tabsrisici, der kunne beregnes med kvantitative kreditrisikomodeller baseret på historiske data. Et af problemerne ved metoden har netop været, at den bygger på historiske data. Med den store vækst i subprime lån vil de historiske tabsdata generelt blive misvisende, såfremt de faktiske tabsprocenter bliver større, end modellerne har forudsagt.

Kreditvurderingsbureauerne har spillet en væsentlig rolle i udviklingen af markedet for strukturerede kreditprodukter. På baggrund af den seneste tids finansielle uro er kreditvurderingsbureauerne blevet udsat for

¹ Denne proces kan gentages indtil flere gange til at skabe CDO², dvs. CDOer baseret på andre CDOer.

kritik fra flere sider. Det drejer sig især om deres medvirken til at skræddersy kreditprodukter, som netop kommer over tærsklen til en ønsket rating. Sådan skræddersyning af risikoprofil kan gøre, at en struktureret kreditobligation ikke nødvendigvis er lige så sikker som en virksomheds- eller statsobligation med samme rating, og det kan øge ratingens sårbarhed over for nedgraderinger. Desuden er kreditvurderingsbureauerne blevet kritiseret for, at der først sent i forløbet er kommet nedjusteringer fra meget høj rating til meget lav rating. Endvidere er det blevet fremført, at bureauerne har en stor økonomisk interesse i udviklingen af markedet for strukturerede produkter, som danner baggrund for en stor del af deres indtjening, hvilket kan give interessekonflikter.

INVESTERINGSSKABER

I de senere år er der opstået en ny type af gearede investeringsselskaber, som har investeret i strukturerede kreditobligationer og finansieret investeringerne ved at udstede såkaldte Commercial Paper (CP). Disse investeringsselskaber betegnes Structured Investment Vehicles (SIV) og Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) conduits.

CP er kortfristede gældsbeviser, som handles på pengemarkedet. De udstedes normalt af banker og store virksomheder med høje ratings, men nu også i stort omfang af SIV eller ABCP conduits under etablerede CP-programmer. Programmerne har normalt på forhånd fået en kreditrating af et eller flere kreditvurderingsbureauer, som har været baseret på den udstedende banks, virksomheds eller ABCPs investeringsportefølje og risikostyringspolitik. For at få en høj rating til et CP-program er det ofte nødvendigt at have kredittilsagn om likviditet fra en eller flere banker og måske endda en kreditforsikring.

De nye SIV- og ABCP-investeringsselskaber har således haft en gearret position, hvor investeringer i langfristede værdipapirer med kreditrisiko er finansieret med kort låntagning til variabel rente med sikkerhed i værdipapirerne. Selv om markedsrisikoen, som følge af forskellig rentefølsomhed på aktiver og passiver, typisk afdækkes, er investeringsselskabet afhængig af adgang til kortfristet finansiering og dermed udsat for likviditetsrisiko.

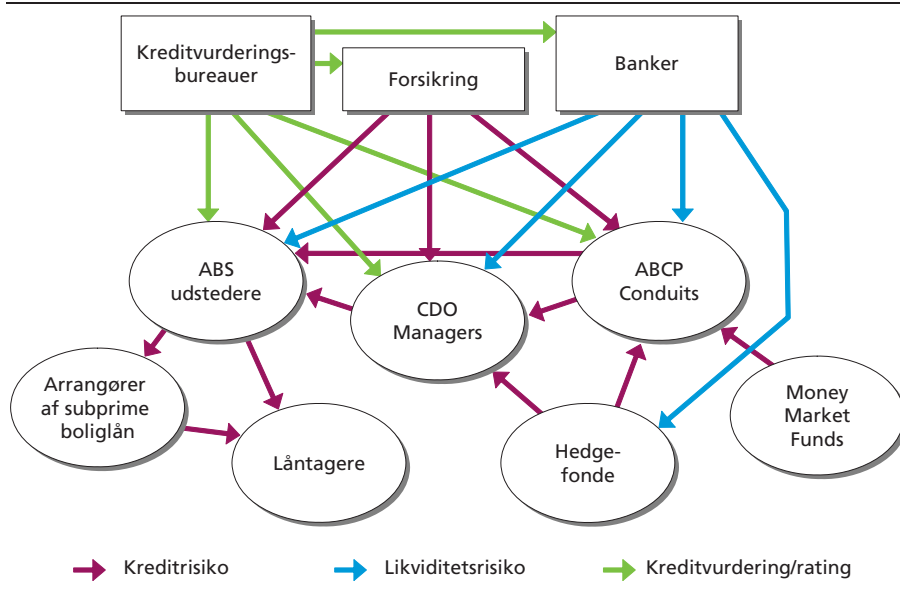
DET ÆNDREDE FINANSIELLE LANDSKAB

Innovationer som struktureret kredit har bidraget til en forandring af den finansielle sektor, specielt i USA¹. Den amerikanske finansielle sektors samlede balance er de seneste årtier vokset mere end BNP. Andre

¹ Den strukturelle udvikling af det amerikanske finansielle system er beskrevet i Bhatia (2007).

FØDEKÆDEN I MARKEDET FOR SUBPRIME OG STRUKTURERET KREDIT

Figur 4



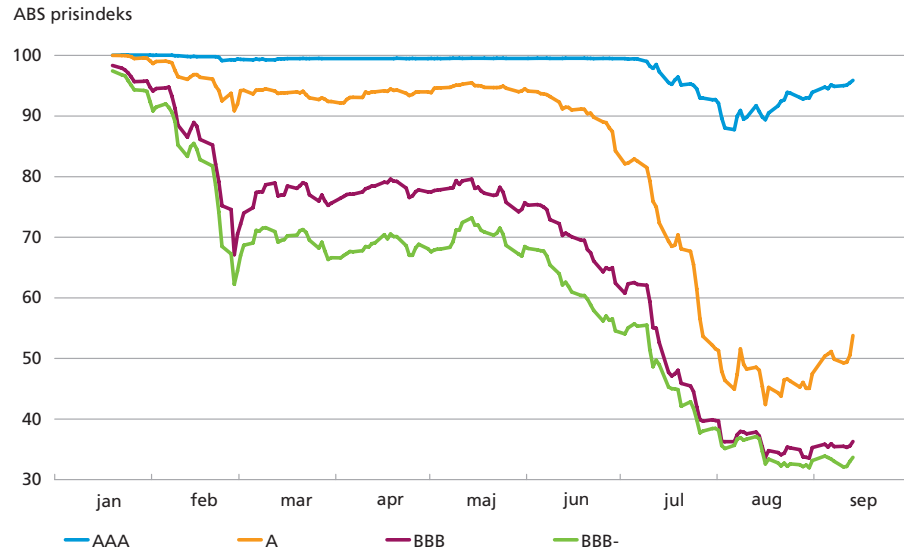
finansielle formidlere, specielt investeringsbanker, investeringsforeninger og securitisation-enheder, har overtaget mange af de traditionelle opgaver og risici forbundet med bankers ind- og udlånsvirksomhed. Bankerne tager del i denne proces, men risiciene er transformeret videre og optræder ikke direkte på bankernes balance. Innovative metoder i struktureret kredit har sammenblandet, opdelt og spredt kreditrisikoen fra eksempelvis subprime boliglånsmarkedet i et mønster, der kan være svært at gennemskue, jf. figur 4. Det er imidlertid kendetegnende ved kredsløbet, at forretningsmodellen for såvel investeringselskaber som banker i stigende grad er baseret på løbende adgang til kapitalmarkedsfinansiering.

MARKEDSUDVIKLINGEN I SOMMEREN 2007

Det amerikanske boligmarked har været underdrejet de seneste par år, og der har været en betydelig stigning i antallet af subprime låntagere, som misligholder lånene. På den baggrund er kursen på obligationer baseret på subprime lån faldet markant, jf. figur 5, og i løbet af juli kom der gradvist flere historier om tab i SIV og ABCP conduits. Udviklingen i tab har været anderledes end de historiske data, der har ligget til grund for etableringen af de strukturerede obligationer. Klasser af obligationer, som var ukorrelerede i de historiske data og dermed rubriceret som havende lav risiko, har vist sig at være positivt korrelerede i perioder med uro. Det har forstærket kursfaldene. Dermed er der sket en betyde-

PRISUDVIKLINGEN PÅ FORSKELLIGE KLASSE AF OBLIGATIONER BASERET PÅ SUBPRIME LÅN, 2007

Figur 5



Anm.: Priserne er på ABX.HE indeks af ABS-obligationer baseret på subprime home equity (friværdis) lån.

Kilde: EcoWin (Markit Partners).

lig reduktion i sikkerhedsgrundlaget for mange af de gearede investeringsselskabers udstedelse af CP.

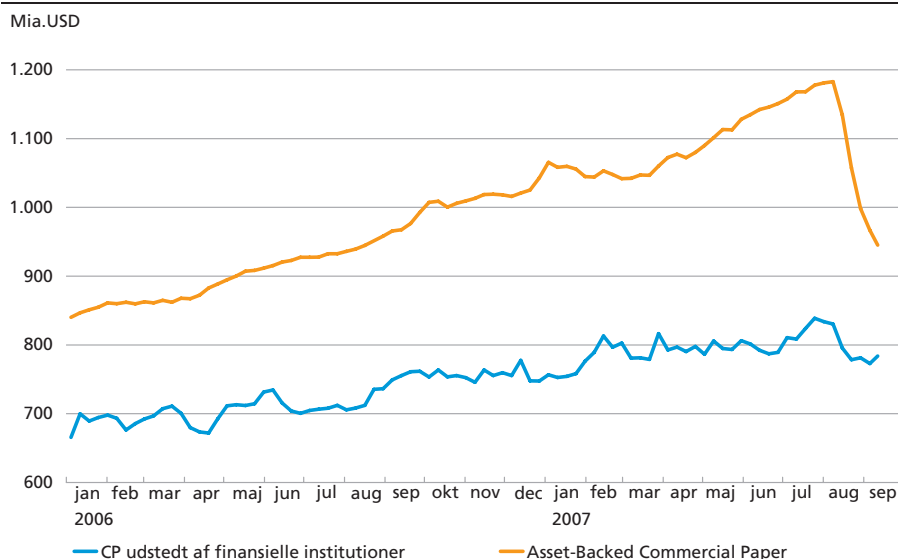
I løbet af august begyndte investeringsselskaberne at få problemer med at udstede CP til at finansiere værdipapirinvesteringerne, som samtidig var faldet betragteligt i kurs. Renterne på ABCP steg fra 5,3 pct. til over 6 pct., og den udestående mængde af ABCP er faldet med 20 pct. siden tidligt i august, da en del ABCP ikke kunne refinansieres, jf. figur 6.

Markante fald i aktiekurser og andre risikofyldte værdipapirer indikerer, at nogle markedsdeltagere har været nødt til at holde brandudsalg. Der har ligeledes været en markant efterspørgsel efter sikre papirer som helt korte statspapirer.

Vanskelighederne for investeringsselskaberne har også afsløret, at nok var den direkte kreditrisiko fjernet fra bankernes balancer ved hjælp af strukturerede produkter, men der var en betydelig indirekte forbindelse via kredittilsagn. En del af investeringsselskaberne havde kredittilsagn fra banker, såfremt deres CP-udstedelser ikke kom på plads, og de begyndte at trække på disse tilsagn. Endvidere ejede banker en del af investeringsselskaberne. I juli og august kom to tyske banker, IKB og Sachsen LB, i så alvorlige vanskeligheder med deres engagementer med investeringsselskaber, at IKB skulle have hjælp fra sin hovedaktionær, og Sachsen LB blev overtaget af Landesbank Baden-Württemberg.

UDESTÅENDE MÆNGDER AF FINANSIELLE OG ASSET-BACKED CP

Figur 6



Anm.: Data dækker kun USD-denomineret Commercial Paper. Der har angiveligt også været en indskrumpning på det europæiske marked for Asset-Backed Euro Commercial Paper (ABECP).

Kilde: Federal Reserve Board.

Det er et centralt element i bankvirksomhed at tilfredsstille forskellige kunders likviditetsbehov¹. Bankers kapacitet til at opfylde disse likviditetsforsyningsroller afhænger af, at der er tillid til dem på penge- og kapitalmarkederne, så de kan skaffe den fornødne finansiering, samt at de har adgang til likviditet fra centralbanker.

Europæiske banker har været særligt aktive i forsyning af likviditet til kreditmarkederne og til kapitalfondes gearede opkøb. Ved udgangen af 2006 havde en stikprøve af store EU-banker afgivet samlede kredittilsagn, garantier m.m. uden for balancen svarende til 30 pct. af deres samlede aktiver. Halvdelen af den samlede værdi af ABCP back-up lines kom fra EU-banker, hvorimod amerikanske og japanske banker tilsammen kun stod for en tredjedel.

Det stærke likviditetsbehov i den seneste tid som følge af dårligt fungerende CP-markeder og usikkerhed om omfanget af bankernes involvering i investeringsselskaberne har ført til, at de enkelte banker har koncentreret sig om at sikre egen likviditet til servicering af egne kunder. Som konsekvens har bankerne tøvet med at udlåne overskudslikviditet i interbank-markedet. I USA og euroområdet steg de helt korte dag-til-dag renter betragteligt, men ved hjælp af ekstraordinære markedsopera-

¹ Kassekreditter for detailkunder, valutaforretninger og valutalån til ikke-finansielle virksomheder, back-up lines for CP-programmer, prime brokerage servicering af hedgefonde, bridgelån-faciliteter til kapitalfondes buy-outs, market making i finansielle produkter for institutionelle kunder.

tioner tilførte centralbankerne likviditet mod sikkerhed og skubbede de helt korte renter tilbage mod de officielle satser. Sådanne sikrede udlån fra centralbankerne betyder, at det korte interbank-marked til dels erstattes af mellemværender med centralbanker. Der er oftest tale om lån med hurtigt forfald, og de kan fornyes løbende efter behov.

AFSLUTNING

Fremkomsten af strukturerede produkter og den medfølgende spredning af bankernes kreditrisiko ud på flere hænder har været en nyttig finansiel innovation, som har øget risikokapaciteten i det finansielle system. Stimuleret af en stærk appetit på afkast er risikoen på amerikanske subprime lån blevet spredt bredt ud i verden. Udviklingen i 2007 og navnlig i de seneste måneder har imidlertid vist, at de beregningsmæssige forudsætninger for at etablere og investere i de komplicerede strukturerede produkter har været mere usikre end antaget. Med kreditvurderingsbureauernes mellemkomst er komplicerede produkter blevet transformeret til papirer med meget høj rating baseret på forudsætninger om korrelationer og tabsrisici, som viste sig uholdbare. Det har samtidigt vist sig, at en ukendt del af risikoen alligevel ikke var helt væk fra bankernes bøger. Mange banker overalt i verden har ejet nogle af investeringsselskaberne eller været forpligtet til at yde kredit til disse selskaber, hvis deres adgang til at udstede værdipapirer til finansiering af investeringerne forsvandt.

I begyndelsen af september er de finansielle markeder stadig præget af en del usikkerhed. De helt korte pengemarkeder har fungeret relativt smidigt efter centralbankernes intervention, men det længerevarende pengemarked og CP-marked fra 1 til 12 måneders løbetid har været præget af tilbageholdenhed blandt mange banker med at videreudlåne længerevarende likviditet. De dårligt fungerende markeder og den derfor følgende likviditetsrisiko betyder, at de enkelte banker reserverer længerevarende likviditet til brug for egne kommercielle transaktioner og potentielle træk på kredittilsagn frem for at låne ud til andre banker. Tendensen til reservation af længerevarende likviditet gør det vanskeligt for mange banker at udføre normale forretninger med deres kunder. Det gælder fx lange valutaterminsforretninger, hvor banken normalt afdækker valutakursrisikoen ved at lave modgående forretninger i markedet.

Den seneste tids markedsudvikling illustrerer, at generelle ændringer i risikovillighed og risikopræmier hurtigt kan ændre forretningsvilkårene, navnlig for banker der vedvarende er afhængige af at finansiere sig på pengemarkedet.

LITTERATUR

Bank for International Settlements (2007), *77th Annual Report*.

Bank of England (2007), *Financial Stability Report*, April.

Bhatia, Ashok Vir (2007), *New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the US Financial Sector*, International Monetary Fund, *Working Paper* no. 195.

ECB (2007), *Financial Stability Report*, June.

Frankel, Allen, Jakob Gyntelberg, Kristian Kjeldsen og Matthias Persson (2004), *The Danish Mortgage Market*, *BIS Quarterly Review*, March.

International Monetary Fund (2007), *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, April.

Kiff, John og Paul Mills (2007), *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, International Monetary Fund, *Working Paper* no. 188.

Kjeldsen, Kristian (2004), *Realkredit i USA og Danmark*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

White House (2007), *Fact Sheet: New Steps to Help Homeowners Avoid Foreclosure*, <http://www.whitehouse.gov/>, 31. august.

Petrodollars, porteføljeomlægninger og den lange rente

Thomas Barnebeck Andersen, Sofie Nedergård Fick og Frank Øland Hansen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

De globale finansielle ubalancer er vokset markant i de seneste år, og det amerikanske betalingsbalanceunderskud, der tidligere primært blev finansieret af de asiatiske vækstøkonomier, finansieres i dag i stadig stigende grad af de olieeksporterende lande, jf. tabel 1.¹ Specielt har tredoblingen af olieprisen siden 2002, fra godt 20 dollar pr. tønde i 2002 til 72 dollar pr. tønde i august 2007, bevirket, at de olieeksporterende lande nu finansierer hovedparten af det amerikanske betalingsbalanceunderskud. Disse landes opsparing og investeringsstrategi har således fået stor betydning for den globale efterspørgsel efter statsobligationer og dermed for den lange rente.²

Det er tredje gang, olieprisen stiger markant. Mens den høje oliepris under de to oliekriser i 1973-74 og 1979-80 skyldtes en pludselig reduktion i udbuddet af olie, er den høje oliepris i dag primært drevet af en stigning i efterspørgslen. De industrialiserede landes økonomier er samtidig blevet mindre olieintensive³, så de er mere robuste over for olieprisstigninger. Dette har medvirket til, at olieprisstigningerne i dag har en mere beskeden effekt på inflationen og den økonomiske vækst i de olieimporterende lande, end det var tilfældet i 1970'erne.

Under de to oliekriser var de internationale finansielle markeder mindre udviklede, end de er i dag, og de olieeksporterende lande investerede ikke i værdipapirer i samme grad som nu. I stedet blev en stor del af olieindtægterne placeret som indskud i internationale banker, typisk amerikanske. Hovedparten af olielandenes ekstraordinære indtægter blev dog brugt på øget import, ikke mindst som følge af et hurtigt voksende offentligt forbrug og store investeringer i infrastruktur.

¹ De globale ubalancer er diskuteret nærmere i Iversen (2006).

² *The Economist* har på lederplads argumenteret for, at man i diskussionen om de globale ubalancer bør fokusere mere på de olieeksporterende lande end på Kina (Petrodollar power, 7. december 2006).

³ I EU er olieforbrugets andel af BNP faldet til det halve siden den første oliekrise.

BETALINGSBALANCER			Tabel 1
Mia.dollar	2002	2006	Ændring
Overskud			
Olieeksporterende lande ^a	88	571	483
Asiatiske vækstøkonomier ^b	122	263	141
Japan	113	167	55
EU ^c	57	13	-44
Underskud			
USA	-472	-869	-397
Resten	-59	-130	-72
Memo:			
Statistisk diskrepans (samlet overskud).....	-151	16	167

Anm.: ^aDe olieeksporterende lande består af IMF's Fuel Exporters samt Norge.

^bDe asiatiske vækstøkonomier består af IMF's Developing Asia (herunder Kina).

^cEU består af euroområdet samt Danmark, Schweiz, Sverige og Storbritannien.

Kilde: Higgins, Klitgaard og Lerman (2006).

De olieeksporterende lande har denne gang sparet en større del af olieindtægterne op og har investeret hovedparten i sikre aktiver som amerikanske statsobligationer. Det har været med til at presse den lange rente ned. I takt med, at de olieeksporterende lande i de seneste år har akkumuleret meget store formuer, er de imidlertid blevet mere villige til at tage risiko. Det har bl.a. resulteret i, at en stadig stigende andel af formuerne forvaltes af andre enheder end landenes centralbanker. Disse statsejede investeringsfonde, som for alvor dukkede op på de internationale markedsdeltageres "radarskærme" omkring årsskiftet, er ikke underlagt de samme begrænsninger som centralbankerne og kan dermed investere i mere risikable aktiver. Flere andre lande, herunder Kina, er netop nu i gang med at oprette lignende fonde. Sådanne ændringer i investeringsstrategierne i lande med store betalingsbalanceoverskud reducerer efterspørgslen efter statsobligationer, og det kan presse den lange rente opad.

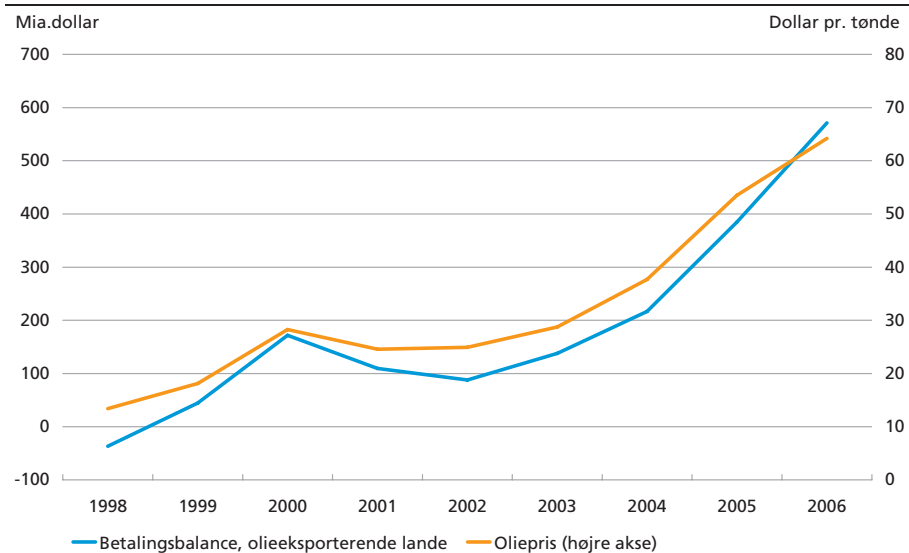
I denne artikel diskuteres igangværende ændringer i de olieeksporterende landes investeringsstrategi, og vi ser på, hvordan det kan forventes at påvirke den lange rente.

OLIEPRISER OG OLIEINDTÆGTER

Når olieprisen stiger kraftigt, følger de olieeksporterende landes eksportindtægter med op. De forøgede olieindtægter kan anvendes på to måder. Olieeksportørerne kan øge importen af varer og tjenesteydelser eller erhverve udenlandske finansielle fordringer, primært indskud i udenlandske banker samt investeringer i udenlandske aktier og obligationer.

BETALINGSBALANCE OG OLIEPRIS

Figur 1



Anm.: Olieprisen er udregnet som årligt gennemsnit. De olieeksporterende lande udgøres af IMF's Fuel Exporters plus Norge, jf. IMF (2006a).

Kilde: IMF, Reuters EcoWin og egne beregninger.

Siden prisstigningen på olie for alvor tog fart i 2003, har de olieeksporterende lande samlet set anvendt lidt under halvdelen af stigningen i eksportindtægterne på forøget import, dvs. til forbrug og indenlandske investeringer, mens resten kommer til udtryk som et betalingsbalanceoverskud, hvis udvikling er vist i figur 1.¹ Figuren illustrerer tydeligt den tætte sammenhæng mellem oliepris og betalingsbalanceoverskud i de olieeksporterende lande. En tommelfingerregel er, at en stigning i olieprisen på 10 dollar typisk leder til en stigning i betalingsbalanceoverskuddet i de olieeksporterende lande på ca. 110 mia.dollar.

De store betalingsbalanceoverskud i de olieeksporterende lande som følge af den høje oliepris har medført, at disse lande i dag har større betalingsbalanceoverskud end de asiatiske vækstøkonomier og Japan. De olieeksporterende lande havde et skønnet betalingsbalanceoverskud på 571 mia.dollar i 2006 mod 88 mia.dollar i 2002, jf. tabel 1.

HVORDAN PLACERER DE OLIEEKSPORTERENDE LANDE DERES FORMUE?

Den primære modpart til de olieeksporterende landes samlede betalingsbalanceoverskud på 571 mia.dollar i 2006 er USA, hvis underskud

¹ Bruttoopsparingen i nationalregnskabet er identisk med summen af bruttoinvesteringerne plus nettofordringserhvervelsen, hvor sidstnævnte er lig med overskuddet på betalingsbalancens løbende poster minus nettokapitaloverførsler fra udlandet. Typisk udtrykkes sammenhængen som $S = I + CA$ i lærebøgerne.

var 869 mia.dollar i 2006, jf. tabel 1. Man må således forvente, at de olieeksporterende lande geninvesterer en stor del af deres overskud direkte i USA. Dette er imidlertid svært at eftervise. Problemet er, at med få undtagelser offentliggør de olieeksporterende lande ikke tal vedrørende sammensætningen af deres udenlandske aktiver. Man er i stedet nødsaget til at anvende sekundære datakilder, fx oplysninger fra udstedere af værdipapirer. Ofte er det dog ikke muligt at identificere den endelige køber af værdipapirer ud fra de sekundære datakilder. Det skyldes i høj grad den stigende kompleksitet af internationale finansielle transaktioner med brug af internationale værdipapircentraler, offshore finansielle centre og hedgefonde. Eksempelvis kan en olieeksportør placere sine midler i amerikanske statsobligationer via en depositar i London. Dette vil af udstederen, i dette tilfælde U.S. Treasury, blive registreret som køb kommende fra Storbritannien.

Typisk bruges tre sekundære datakilder. For det første rapporterer USAs finansministerium om udlændinges køb af amerikanske værdipapirer på forskellige løbetider. For det andet offentliggør BIS tal for bankers indlån og udlån vis-a-vis individuelle lande. Endelig offentliggør Bloomberg tal for aktiviteten vedrørende fusioner og overtagelser. Ved at sammenholde tal fra de enkelte olieeksportørers betalingsbalance med disse tre datakilder kan man danne et skøn over, hvor oliepengene bevæger sig hen, og hvilken andel af den samlede opsparing man kan redegøre for.

Toloui (2007) har gennemført denne analyse og finder for perioden 2002-06, at man kun kan redegøre for ca. 40 pct. af olieeksportørernes samlede opsparing. Ca. 2/3 af denne identificerbare andel blev investeret i bankindsud og andre sikre aktiver, herunder statsobligationer, overvejende denominerede i dollar. Landedækningen i data er imidlertid ganske skæv. Man kan redegøre for størstedelen af det russiske overskud, men kun for 27 pct. af det mellemøstlige overskud. Og det er Rusland, som driver den observerbare efterspørgsel efter sikre aktiver. Russerne placerede ca. 80 pct. i sikre aktiver, hvorimod de mellemøstlige lande kun placerede ca. halvdelen af de identificerbare midler i sikre aktiver.

Statistisk kan man ikke opnå et mere dækkende billede af, hvorledes olieeksportørerne har investeret deres betalingsbalanceoverskud. Til gengæld er det med udgangspunkt i økonomisk teori muligt at sige noget om, hvordan investeringsstrategierne kan skifte, når olieformuerne vokser. I næste afsnit ser vi nærmere på, hvordan olieeksportørernes risikovillighed kan ændre sig over tid, og hvordan det kan påvirke den lange rente.

OLIEOPSPARINGEN OG DEN LANGE RENTE

En indkomstoverførsel fra de olieimporterende lande til de olieeksporterende lande som følge af en højere oliepris kan påvirke den lange rente på to måder.

For det første vil den høje opsparringstilbøjelighed i de olieeksporterende lande bidrage positivt til den globale opsparing. Dette vil alt andet lige rette et nedadgående pres på den lange rente globalt set.

For det andet vil en indkomstoverførsel, ud over at påvirke niveauet for den globale opsparing, også have betydning for, hvilke aktiver der bliver efterspurgt. En indkomstoverførsel fra de olieimporterende lande til de olieeksporterende lande vil påvirke den relative efterspørgsel efter aktivtyper, såfremt landene har forskellige præferencer. Hvis de olieeksporterende lande er mindre risikoaverse end de olieimporterende lande, vil en højere oliepris via denne porteføljeeffekt alt andet lige reducere efterspørgslen efter statsobligationer og rette et opadgående pres på renterne.

Den samlede effekt på den lange rente af en indkomstoverførsel fra de olieimporterende lande til de olieeksporterende lande kan være positiv eller negativ afhængig af, hvilken effekt der dominerer. Det er traditionelt opsparingseffekten, der har fået mest opmærksomhed, men interessen for porteføljeeffekten er stigende. At opsparingseffekten svækkes og porteføljeeffekten styrkes efter en længere periode med høje oliepriser, er helt i overensstemmelse med økonomisk teori.

Ifølge den såkaldte permanente indkomst-hypotese vil opsparingseffekten aftage i takt med, at olieeksportørerne begynder at opfatte den høje oliepris som blivende.¹ Det skyldes, at behovet for at spare op for at opnå en jævn forbrugsudvikling mindskes, hvis olieindtægterne også forventes at være høje i fremtiden.

Det forholder sig anderledes med porteføljeeffekten, hvis betydning må forventes at stige i takt med, at de olieeksporterende landes formuer vokser. En rimelig beskrivelse af store investeringsfonde er, at de har aftagende relativ risikoaversion, dvs. at deres risikoaversion aftager ved voksende formue.² I en porteføljeallokeringsmodel vil denne antagelse betyde, at villigheden til at holde en større andel af risikable aktiver stiger med formuen. Det betyder, at andelen af investeringerne, der

¹ Efter flere år med høje oliepriser synes forventningerne til den langsigtede oliepris at være skiftet opad. Futures-priserne indikerer således, at markedet forventer, at en stor del af olieprisstigningen er permanent. Flere olieeksporterende lande, der anvender en lovbestemt normalpris til at fastlægge, hvornår olieindtægterne skal opspares, har da også hævet denne grænseværdi.

² Hvis en investor placerer den samme andel af sin formue i risikable aktiver uanset formuens størrelse, har investoren *konstant relativ risikoaversion*. Hvis investoren i stedet placerer en større (mindre) andel i risikable aktiver, når formuen vokser, er der tale om *aftagende (voksende) relativ risikoaversion*, jf. Elton et al. (2007).

AKTUELLE PORTEFØLJEOMLÆGNINGER	Boks 1
Norges pensionsfond skiftede allerede i 1998 fra kun at have obligationer til en mere risikobetonet udlandsportefølje med 40 pct. aktier. I en pressemeddelelse i begyndelsen af året oplyser pensionsfonden, at de vil ændre fordelingen til 40 pct. obligationer og 60 pct. aktier.¹ Denne forøgelse af risikoen er en konsekvens af, at værdien af pensionsfonden nu er over 1.800 mia.norske kroner. Rusland vil ligeledes placere milliarder af deres petrodollars i aktier.² Det er et led i en plan om at dele stabiliseringsfonden i to. Dels vil der være en reservefond, som skal være på 10 pct. af det nominelle BNP; og dels en fond til fremtidige generationer, som skal placere omkring 5 pct. af BNP årligt. Reservefonden skal placeres i statsobligationer, mens midlerne i fonden til fremtidige generationer vil blive placeret i mere risikable aktivklasser, herunder aktier. For de olieeksporterende lande i Mellemøsten er dokumentationen af en stigende appetit på risiko i form af aktier og direkte investeringer af mere anekdotisk karakter, idet datagrundlaget er mangelfuldt, jf. tidligere. Men det er et faktum, at en stigende andel af de olieeksporterende landes formuer er under forvaltning af andre enheder end landenes centralbanker, herunder nationale olieselskaber, olie- og investeringsfonde, og disse andre enheder betragtes normalt som mindre risikoaverse end centralbankerne. Fx har GCC-landene³ akkumuleret reserver i omfanget 150 mia.dollar siden slutningen af 2002, hvilket kun er ca. 25 pct. af det samlede betalingsbalanceoverskud over perioden. For de olieeksporterende lande som helhed blev ca. 30 pct. af betalingsbalanceoverskuddet placeret af centralbankerne i 2006 mod ca. 50 pct. i 2002, jf. IMF (2006c).	

¹ *Pressemelding* Nr. 28/2007. Økt aksjeandel i Statens pensionsfond – Utland skal sikre fortsatt god avkastning.

² *Financial Times* (24. april 2007).

³ Henfører til Cooperation Council of the Arab States of the Gulf. Gruppen inkluderer Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabien og Emiraterne.

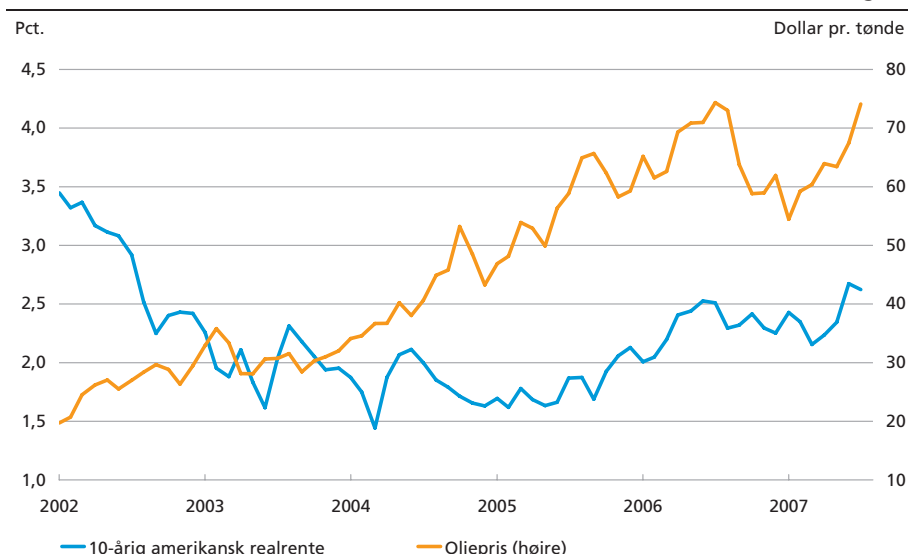
ønskes placeret i statsobligationer, falder i takt med, at formuen øges i de olieeksporterende lande. Det kan føre til omlægninger af de eksisterende olieformuer, og det er formentlig, hvad vi har set siden 2002. Eksempler på aktuelle porteføljeomlægninger i olieeksporterende lande er givet i boks 1.

Den lange rente

I starten af 2002 valgte de olieeksporterende lande i høj grad sikre dollarplaceringer som amerikanske statsobligationer, hvilket kombineret med en positiv opsparingseffekt formentlig har bidraget til at presse den lange rente nedad. I takt med fortsat formueakkumulation som følge af stigende oliepriser er de olieeksporterende landes investeringsstrategier efterhånden blevet mindre risikoaverse, og de har derfor gradvist placeret en større andel af deres investeringer i risikobehæftede aktiver. Denne substitution over mod mere risikable aktiver har formodentligt medført et gradvist opadgående pres på renten. Den beskrevne

OLIEPRIS OG REALRENTE 2002-07

Figur 2



Anm.: Den viste oliepris er WTI Light Crude Spot handlet på NYMEX-børsen i New York. Realrenten er baseret på en amerikansk 10-årig inflationsindekseret statsobligation (TIPS). Inflationsindekseringen er baseret på et forbrugerprisindeks, der indeholder alle forbrugerpriser, også olieprisen. Olieprisen indgår således direkte i beregningen af realrenten. Det kan skabe en umiddelbar negativ korrelation mellem de to variable, hvis oliedrevne forbrugerprisstigninger ikke overvælttes i den nominelle rente.

Kilde: Reuters EcoWin.

dynamik er konsistent med den faktiske udvikling i rente og oliepris over perioden 2002-07, jf. figur 2.

Man skal være varsom med at tolke årsagsretning på baggrund af simple tidsserier som oliepris og rente i figur 2. Det kan slet ikke udelukkes, at der er tale om en statistisk tilfældighed. Dels udviser realrenten høj træghed, og dels er der ikke kontrolleret for andre faktorer, som påvirker begge variable. Olieprisen er steget sideløbende med væksten i den globale økonomi, så det kan være svært at afgøre, om en sammenhæng mellem oliepris og rente skyldes, at olieprisen har påvirket renten, eller blot, at væksten i verdensøkonomien, herunder amerikansk økonomi, har drevet dem begge.¹ Den beskrevne sammenhæng mellem oliepris og den lange amerikanske rente viser sig imidlertid også at gælde, hvis der kontrolleres for konjunktoreffekter via regressionsanalyse. Givet den korte tidsperiode, rentens træghed og olieprisens trendmæssige bevægelse – dvs. olieprisens tendens til at stige over hele den betragtede periode – er der dog store statistiske problemer knyttet til regressionsanalysen.

¹ Barsky og Kilian (2004) argumenterer fx for, at efterspørgselssiden, herunder de globale makroøkonomiske forhold, betyder mere for olieprisen, end økonomer hidtil har antaget.

CONSUMPTION-BASED CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CCAPM)	Boks 2
Udgangspunktet for CCAPM er en repræsentativ investor, som maksimerer sin forventede nytte af nutidigt og fremtidigt forbrug. Finansielle aktiver giver investor mulighed for at afbalancere sit forbrug over tid, såkaldt intertemporal forbrugsudjævning. Den simpleste CCAPM-specifikation, som antager, at investors præferencer kan beskrives ved en analytisk ret bekvem (power) nyttefunktion, samt at vækstraten i forbruget er logaritmisk normalfordelt, leder frem til en lineær sammenhæng mellem renten, den repræsentative investors risikoaversion, tidspræferencen, dvs. afvejningen mellem nutidigt og fremtidigt forbrug, samt middelværdi og standardafvigelse på vækstraten i forbruget, jf. Cochrane (2005). Renten og de to forbrugsparametre er umiddelbart observerbare via anvendelse af historiske data, og sammen med en skønnet værdi af tidspræferencen bruges dette til at kalibrere modellen. Ved at reducere risikoaversionen i den kalibrerede model og lade de andre parametre være uændrede, kan man undersøge konsekvenserne af lavere risikoaversion for renten.	

Effekterne af faldende risikoaversion

En alternativ måde til at kvantificere effekterne af porteføljeomlægningerne går via en kalibreringsøvelse. Ideen i en kalibrering er at simulere en relevant økonomisk model ved at vælge realistiske parameterværdier, som hjælper til at sikre, at modellens forudsigelser stemmer nogenlunde overens med virkeligheden. Når modellen er kalibreret, kan man så justere de enkelte parametre, fx risikoaversionen, for at studere deres effekt på den relevante variabel, i denne sammenhæng den lange rente.

En velegnet modelramme til dette formål er den såkaldte CCAPM, som er skitseret i boks 2. Modellen er en standard modelramme inden for finansieringsteorien. Det er en absolut prissætningsmodel, der til forskel fra relative prissætningsmodeller, fx den klassiske Black-Scholes model til prissætning af optioner, hvor der prises relativt til et underliggende aktiv, prissætter med udgangspunkt i aktivets faktiske eksponering over for fundamentale makroøkonomiske risici.

Jen og Miles (2007) har med udgangspunkt i en CCAPM-ramme undersøgt sammenhængen mellem risikoaversion og den lange amerikanske rente.¹ De finder, at for realistiske parameterværdier vil den 10-årige amerikanske rente kunne stige med omkring 40 basispoint i løbet af de kommende år. Det skal selvfølgelig understreges, at et sådant modelresultat er usikkert, og der bør derfor tages en række forbehold. Resultatet viser dog, at inden for rammerne af en standard økonomisk model vil en øget risikotolerance alt andet lige kunne øge de lange renter, og effekten kan være betydelig.

¹ Jen og Miles (2007) tager udgangspunkt i en variant af CCAPM baseret på Barro (2006).

AFSLUTNING OG PERSPEKTIVERING

I denne artikel har vi forsøgt at redegøre for, hvordan de voksende formuer i de olieeksporterende lande vil kunne give et opadgående pres på den lange rente. Artiklen har ikke beskæftiget sig med de asiatiske centralbanker, men det er værd at bemærke, at presset på de lange renter kan blive forstærket af de porteføljeomlægninger, som formentlig er undervejs i Asien, herunder specielt i Kina.

Kina har opbygget verdens største valutareserve på ca. 1.200 mia.dollar og har hidtil placeret langt størstedelen af denne formue i amerikanske statsobligationer. Det vakte derfor stor international opsigt, da Kina i marts i år bebudede, at de vil oprette en ny investeringsfond, State Investment Company, med Singapores investeringsfond Temasek som forbillede. Dette afspejler et ønske om såvel øget diversificering som højere afkast. Kina har indtil videre meddelt, at ca. 200 mia.dollar vil blive investeret aktivt, altså ca. en sjettedel af den samlede valutareserve.

Det første synlige bevis på Kinas nye linje kom den 20. maj 2007, da det blev offentliggjort, at Kinas State Investment Company vil investere 3 mia.dollar i Blackstone, den næststørste amerikanske private equity-fond.¹ Det bør dog holdes for øje, at 3 mia.dollar blot svarer til få dages reserveakkumulation i Kina, så indtil videre er Kinas reservepolitik ikke voldsomt ændret.

Endelig kan det nævnes, at fremkomsten af store statsejede investeringsfonde kan rejse en række afledte problemer for de internationale finansielle markeder, jf. Lowery (2007). En bekymring er, at manglende gennemsigtighed kan skabe forøget volatilitet på de finansielle markeder, når de forskellige markedsdeltagere reagerer på deres forventninger til, hvad disse fonde påtænker at gøre. En anden bekymring er, om der vil opstå stigende finansiell protektionisme i takt med, at udenlandske statsejede investeringsfonde får kontrol over følsomme indenlandske virksomheder.

¹ Japan er også begyndt indledende overvejelser omkring oprettelsen af en statsejet investeringsfond, jf. *Financial Times*, 22. april 2007. Denne fond, som forventes opbygget med udgangspunkt i Temasek, skal øge afkastet på den japanske valutareserve.

LITTERATUR

Barro, R. (2006), Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century, *Quarterly Journal of Economics*, August

Barsky, R. og L. Kilian (2004), Oil and the Macroeconomy since the 1970s, *Journal of Economic Perspectives*, 18(4), side 115-134

Cochrane, J. (2005), *Asset Pricing*, Princeton University Press

Elton, E., M. Gribner, S. Brown, og W. Goetzmann (2007), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Wiley

Higgins, M., et al. (2006), Recycling Petrodollars, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 12, No. 9, December

IMF (2005), Will the Oil Market Continue to be Tight? *World Economic Outlook*, April

IMF (2006a), Statistical Appendix, *World Economic Outlook*, September

IMF (2006b), Oil Prices and Global Imbalances, *World Economic Outlook*, April

IMF (2006c), *Regional Economic Outlook*, Middle East and Central Asia, September.

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

Jen, S. og D. Miles (2007), Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices, *Morgan Stanley Research Europe*

Lowery, C. (2007), Remarks by Acting Under Secretary for International Affairs Clay Lowery on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System, <www.treas.gov/press/releases/hp471.htm>

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

Færøsk økonomi, oversigt medio 2007

Niels Bartholdy, Økonomisk Afdeling

SAMMENFATNING

Der er højkonjunktur på Færøerne. Beskæftigelsen er steget, navnlig i byggeriet, den finansielle sektor, tjenesteehvervene og havbrugene. Fiskeriet og fiskeindustrien har haft faldende beskæftigelse trods gode markedsvilkår, hvilket primært afspejler manglen på arbejdskraft. Arbejdsløsheden er helt nede på 1,4 pct. i juli 2007.

Torskebestanden i færøsk farvand vurderes af havbiologer at være på sit laveste niveau i 100 år.

Handelsbalancen udviste i 2006 for andet år i træk et betydeligt underskud, og modsat 2005 skyldes forværringen nu helt klart en øget import af forbrugsvarer, biler mv.

Landskassen havde overskud i 2006, og det samme forventes i 2007.

ØKONOMISK AKTIVITET¹

Den opgang i den økonomiske aktivitet på Færøerne, som satte ind i 2006, er fortsat i den forløbne del af 2007. Både lønudbetalinger og beskæftigelse er steget markant i det seneste års tid, jf. figur 1.

Lønudbetalingerne, der normalt udgør mellem 2/3 og 3/4 af bruttofaktorindkomsten på Færøerne, var i 1. halvår 2007 over 9 pct. højere end i 1. halvår 2006, og beskæftigelsen var i de første fem måneder af 2007 3½ pct. højere end i samme periode året før. Såfremt produktiviteten også er steget, har den økonomiske vækst været meget stærk. Forbrugerpriserne er i perioden steget med knap 3 pct., så der har også været en pæn stigning i reallønnen.

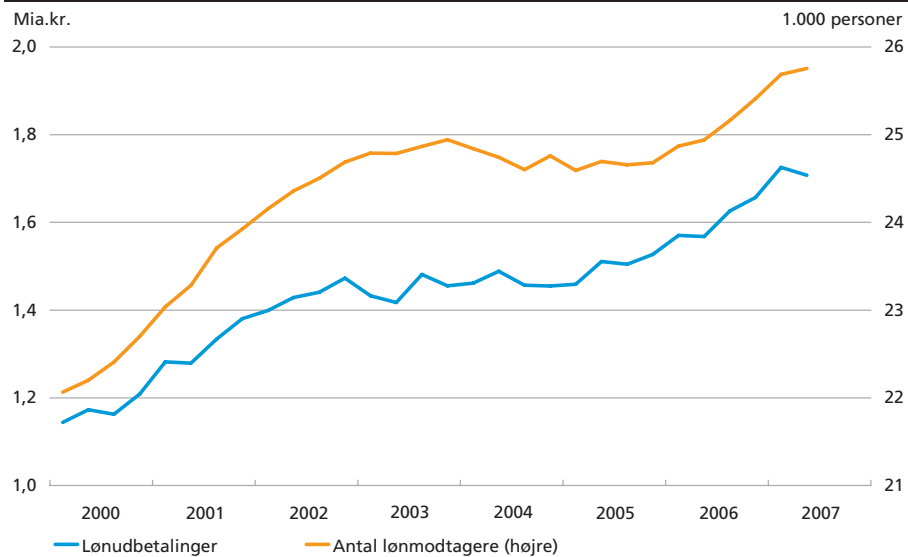
Den økonomiske fremgang er særlig markant inden for de private tjenesteehverv, hvor godt en fjerdedel af arbejdsstyrken nu er beskæftiget, samt i den finansielle sektor og byggeriet, jf. figur 2.

I de private tjenesteehverv var beskæftigelsen ca. 5 pct. større i de fem første måneder af 2007 end i samme periode året før. Væksten i

¹ 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.

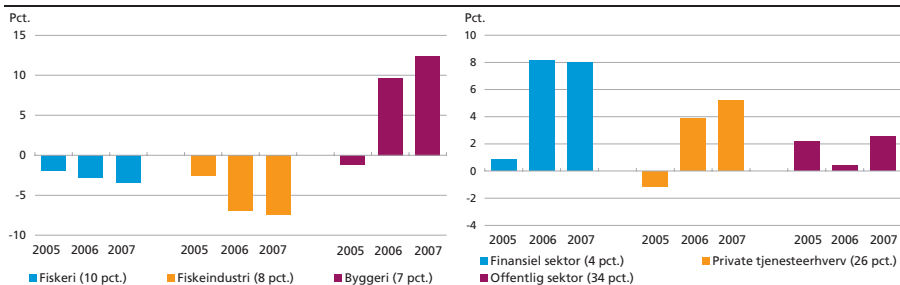
Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

beskæftigelsen er særlig markant for forretningsserviceydelser og landtransport, mens beskæftigelsen inden for søtransport er faldet, hvilket kan tilskrives tunnelforbindelsen til Klaksvik fra april 2006.

De færøske pengeinstitutter har med baggrund i de gode konjunkturer, stigende huspriser og gode regnskabsresultater ekspanderet ganske kraftigt i de senere år. Ikke mindst porteføljeforvaltningen er blevet udbygget. Føroya Banki blev medio 2007 privatiseret og børsnoteret, og Eik Bank, indtil 2006 Føroya Sparikassi, blev børsnoteret i juli 2007. Den samlede beskæftigelse i den færøske finanssektor var 8 pct. større i januar-maj 2007 end i den tilsvarende periode i 2006.

LØNMODTAGERBESKÆFTIGELSE I UDVALGTE SEKTORER

Figur 2



Anm.: Tal for 2007 viser ændringen for perioden jan-maj 2007 i forhold til samme periode sidste år. Tal i parentes i figurforklaringen angiver erhvervs andel af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse i 2006.

Kilde: Hagstova Føroya.

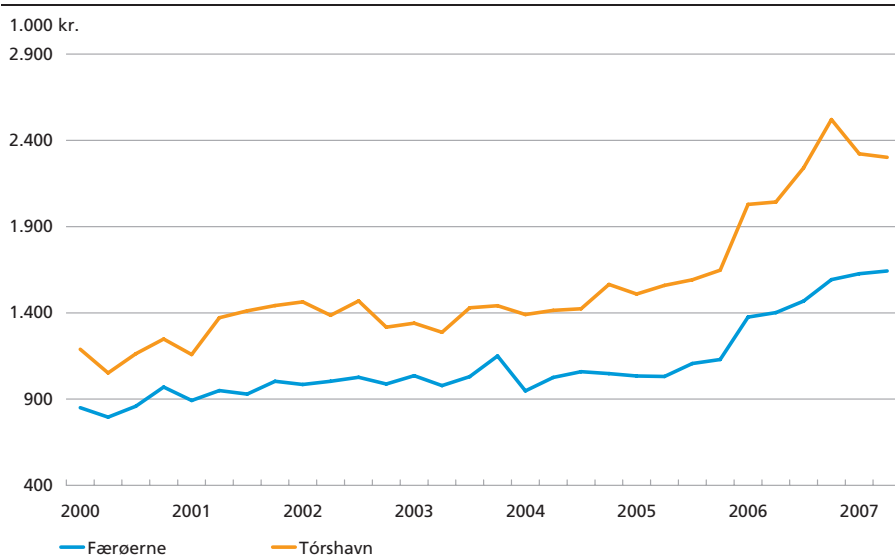
I byggeriet har der været betydelig vækst i lønudbetalinger og beskæftigelse både i 2006 og i første halvdel af 2007. Det skal dog delvist ses i lyset af et fald i beskæftigelsen i 2005 bl.a. som følge af afslutningen af et større tunnelbyggeri. Der ventes et væsentligt yderligere pres på byggesektoren i den kommende tid, efterhånden som et stort bolig- og erhvervsbyggeprojekt omkring Tórshavn, samt to planlagte nye tunnelbyggerier, Strømø-Østerø og Strømø-Sandø, realiseres.

Boligpriserne steg meget kraftigt i Tórshavn-området i 2006, men faldt lidt i begyndelsen af 2007, jf. figur 3. For Færøerne under ét er der tale om en jævn prisstigning i det seneste år efter en brat stigning i begyndelsen af 2006, efter at nye låneformer med længere løbetid og afdragsfrihed var blevet introduceret i efteråret 2005 og ledsaget af hård pris konkurrence på boliglån. Der synes at være tale om en engangstilpasning opad i prisniveauet som følge af de nye låneformer. Det øgede udbud af boliger, som vil følge af de aktuelle byggeprojekter, må forventes at lægge en yderligere dæmper på prisudviklingen.

Den offentlige beskæftigelse steg med 0,4 pct. i 2006, og de offentlige lønudbetalinger steg med 2,4 pct. Det afspejler en overenskomstaftale fra 2005 om beskedne lønstigninger. I februar 2007 blev der indgået en ny aftale, der indebærer lønstigning på 1,7 pct. i 2007 og dernæst 3 pct. i hvert af de følgende 3 år.

BOLIGPRISER

Figur 3



Anm.: Kvartalsgennemsnit, seneste observation 2. kvartal 2007. 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.

Tal for de første måneder af 2007 tyder på en tiltagende vækst i den offentlige beskæftigelse trods det meget stramme arbejdsmarked på Færøerne. En øget koordinering af landskassens og kommunernes økonomi kunne medvirke til at sikre, at beskæftigelsen i den samlede offentlige sektor ikke kommer til at virke konjunkturmedløbende.

I fiskeriet og fiskeindustrien har der været en fortsat nedgang i beskæftigelsen. For fiskeriet lå beskæftigelsen i de første 5 måneder af 2007 ca. 3 pct. under den tilsvarende periode året før. Der har været nogen nedgang i fangstmængden for de på Færøerne traditionelt meget væsentlige fiskearter torsk og kuller, og den generelt meget høje beskæftigelse har gjort det vanskeligt at skaffe mandskab til dele af fiskeriet. Priserne har imidlertid været gunstige og indtjeningen god, hvilket slår ud i lønudbetalingerne, som i 1. halvår 2007 var 14 pct. højere end i 1. halvår 2006.

Fiskefabrikkerne er i udpræget grad ramt af mangel på arbejdskraft og til dels også af nedgangen i fangstmængden for torsk. Men også for fileterede fisk har prisudviklingen været gunstig, og samlet set kom fiskefabrikkerne ud af 2006 med et overskud på 15 mio.kr. mod et underskud af samme størrelse i 2005. Resultaterne er imidlertid ret blandede for de enkelte fabrikker.

Havbrugserhvervet er for alvor ved at komme på fode efter nogle år med krise. Beskæftigelsen i denne sektor steg i 2006 med over 50 pct. Havbrugssektoren har en beskeden størrelse målt på andel af den samlede beskæftigelse og lønudbetaling (ca. 1,5 pct.), men fremgangen i 2006 bidrog alligevel betydeligt til den samlede vækst i beskæftigelsen på Færøerne.

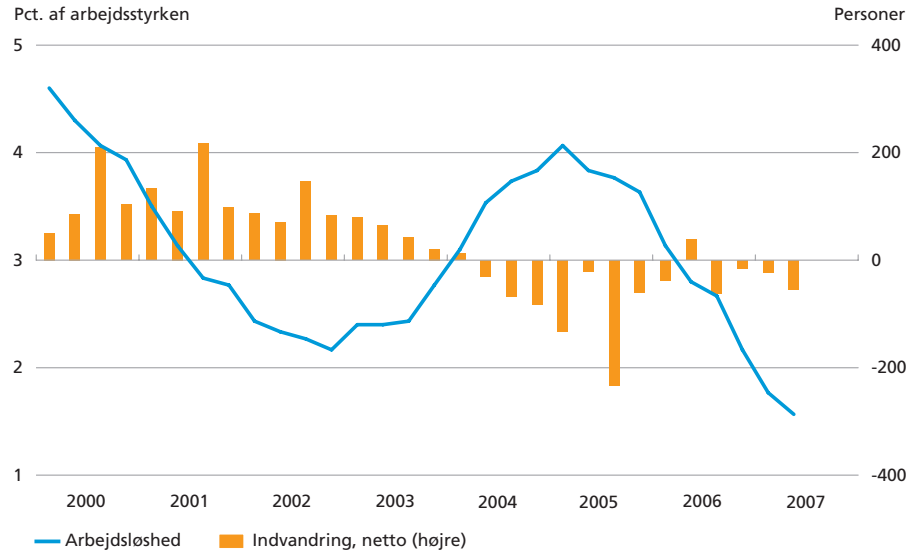
Den øgede beskæftigelse har ført til et markant fald i den i forvejen beskedne arbejdsløshed til 1,4 pct. i juli 2007. Faldet i arbejdsløsheden har ikke, som det tidligere er set, ledt til nettoindvandring, jf. figur 4. Den efterhånden meget udbredte mangel på arbejdskraft har udløst en diskussion på Færøerne om muligheden for at smidiggøre adgangen til at få udenlandsk arbejdskraft til Færøerne.

Der er ikke umiddelbart tydelige tegn på, at det stramme arbejdsmarked vil slå ud i løninflationen. I forlængelse af ovennævnte offentlige overenskomst blev der også for det private arbejdsmarked indgået overenskomster i foråret 2007, der indebærer lønstigninger i størrelsesordenen 3 pct. i de kommende år. Det udelukker dog ikke en tiltagende løninflation via lønglidning.

År-til-år stigningstakten for forbrugerprisindekset var 2,7 pct. i 2. kvartal 2007. Opgjort ekskl. energi var prisstigningstakten dog kun omkring 1 pct.

ARBEJDSLØSHED OG INDVANDRING

Figur 4



Anm.: Kvartalstal. Både arbejdsløshed og indvandring er sæsonkorrigeret.
 Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

Fiskeriet

Det nære fiskeri i farvandet tæt på Færøerne, der udgør omkring 60 pct. af det samlede fiskeri, har traditionelt været helt domineret af bundfiskeri efter torsk, kuller og sej. I de senere år er den lave torskebestand blevet et stigende problem. Fangsten af torsk i færøsk farvand er mængdemæssigt næsten halveret fra 2004 til 2006. De færøske havbiologer vurderer, at bestanden nu er på sit laveste niveau i 100 år, og det internationale råd for havudnyttelse, ICES, har anbefalet, at der slet ikke tillades direkte fiskeri efter torsk. Det færøske fiskeri reguleres primært gennem en styring af antallet af tilladte fiskedage. De færøske havbiologer foreslog antallet af fiskedage beskåret med 40 pct. i 2007/08. Landsstyret besluttede at nedsætte fiskedagene med 2 pct. samt at udvide fredningen for visse fiskeområder.

Også for kuller har der været nedgang i fangstmængden, og bestanden vurderes af havbiologerne som "middel" (mod "lav" for torsk). Faldet er dog kun moderat og opvejes af prisstigninger. Fangsten af sej har til gengæld været på et meget højt niveau i både 2005 og 2006, og der er ingen problemer med bestanden. Sejfangsten udgør nu 25 pct. af fangstværdien i færøsk farvand mod 21 og 16 pct. for henholdsvis torsk og kuller. Fladfisken havtaske har også stigende betydning og udgør nu 11 pct. af fangstværdien efter yderligere stigninger i både pris og mængde i 2006 efter en meget kraftig vækst i 2005.

Det mest lukrative fiskeri var i 2006 det såkaldte pelagiske fiskeri efter sild, makrel og blåhvilling, samt fiskeriet fra de store fabrikstrawlere, der fortrinsvis fisker i Barentshavet. Disse to dele af fiskeflåden stod for 46 pct. af den samlede fangstværdis for den færøske fiskeflåde i 2006.

En begrænsning af torskefiskeriet vanskeliggøres dels af de dybe traditioner omkring dette fiskeri, dels af den store efterspørgsel efter torsk til forarbejdning fra fiskefabrikkerne og den gunstige prisudvikling i de senere år. Afregningsprisen for torsk var 25 pct. højere i 2006 end i 2004. Diversificeringen af fiskeriet gør det lettere at klare en periode med fuldt fiskestop for fx torsk uden store samfundsøkonomiske omkostninger, men der vil naturligvis på kort sigt være dele af fiskeflåden og lokalsamfundene, som rammes.

Havbrugenes produktion af laks og ørred var i 2006 kun lidt under en tredjedel af niveauet i 2003, hvor produktionen toppede, inden sygdomsepidemier skabte en omfattende krise i erhvervet og stagnation i den samlede færøske økonomi. Havbrugene er nu blevet rekonstrueret med en bedre gardering mod sygdomsudbrud og smittespredning, herunder med større begrænsning på produktionen i de enkelte fjorde og adskillelse af årgangene. Brugene forventer en vækst i produktionen på det nye, sundere grundlag til omkring 30.000 tons i 2007 og 2008, omkring halvdelen af produktionsniveauet i 2003.

UDENRIGSHANDEL

Færøernes vareeksport, som helt er domineret af fiskeprodukter, har i årene 2004-06 ligget relativt stabilt på 3,6-3,9 mia.kr. Den markante nedgang i fangsten af torsk og havbrugenes produktion af laks er blevet opvejet af prisstigninger og øget fangst af andre fisketyper såsom sej, blåhvilling og havtaske.

De gode konjunkturer på Færøerne slår klart igennem på importen. Det samlede underskud på handelsbalancen faldt ganske vist til 810 mio.kr. i 2006 mod 900 mio.kr. i 2005, men importen var i 2005 præget af indregistreringen af en ny passagerfærge, Smyril.

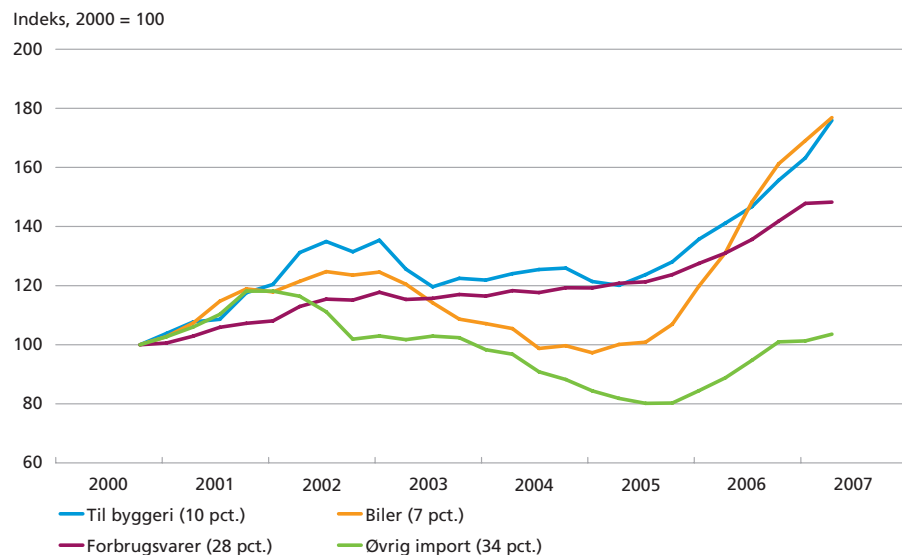
Opgjort ekskl. skibe var der i 2006 en stigning i importen på over 800 mio.kr., og handelsbalancen blev forværret med over 400 mio.kr., jf. tabel 1. Tendensen til øget import er fortsat i første halvdel af 2007. Stigningen i importen er særlig tydelig for biler og materialer til byggeriet, jf. figur 5. Bilimporten steg med 50 pct. i 2006 og er fortsat med at stige kraftigt i den forløbne del af 2007. Importen af forbrugsvarer steg også kraftigt i 2006, men er fladet ud i første halvdel af 2007.

HANDELSBALANCE			Tabel 1
Mio.kr.	2004	2005	2006
Eksport	3.689	3.586	3.869
Import	3.762	4.486	4.678
Import ekskl. skibe	3.582	3.710	4.547
Handelsbalance	-72	-900	-810
Handelsbalance ekskl. skibe	-82	-318	-754

Kilde: Hagstova Føroya.

Færøernes samlede betalingsbalance er senest opgjort for 2004. Betalingsbalancens løbende poster indeholder ud over handelsbalancen også handel med tjenester, overførsler fra udlandet m.m. og har i en del år frem til 2004 udvist betydelige overskud. Færøerne havde ved udgangen af 2004 opbygget et positivt nettotilgodehavende over for udlandet på 3,4 mia.kr. De senere par års betydelige underskud på handelsbalancen har sandsynligvis bragt saldoen på betalingsbalancens løbende poster i underskud. En simpel fremskrivning med tjenestebalance og overførsler som i 2004 giver en saldo på nul for betalingsbalancens løbende poster i 2006.

IMPORTVÆRDI PÅ UNDERKOMPONENTER Figur 5



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 2006.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

RESULTAT I PENGEINSTITUTTERNE					Tabel 2
Mio.kr.	2002	2003	2004	2005	2006
Rente- og gebyrindtægter, netto	546	574	553	550	632
Kursreguleringer mv.	73	43	95	47	49
Resultat af finansielle poster	618	617	648	597	682
Driftsomkostninger	280	281	290	313	371
Afskrivninger og hensættelser, netto	46	437	119	-15	-74
Resultat af datterselskaber mv.	0	1	13	41	123
Ordinært resultat før skat	293	-100	252	341	507
Solvensprocent	32,0	30,9	31,4	20,6	18,4

Anm.: Eik Bank Danmark er et 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

Den økonomiske opgang slår klart igennem i de færøske pengeinstitutters regnskaber og har givet et godt udgangspunkt for privatiseringen af Føroya Bank og børsnoteringen af Eik Bank medio 2007¹.

Der er kraftig vækst i udlånene. Udlån til erhverv var i 2. kvartal 2007 56 pct. højere end året før, mens udlån til husholdninger var steget med 18 pct. Dette viser sig nu også i stigende rente- og gebyrindtægter, som ellers har været på et stabilt niveau i en årrække, og som særligt i 2005 blev begrænset af en intens priskonkurrence på boliglån, jf. tabel 2. Til gengæld er driftsomkostningerne også steget som følge af det øgede aktivitetsniveau i pengeinstitutterne. Den nu vel overståede krise i havbrugene ses på udviklingen i afskrivninger og hensættelser, idet der både i 2005 og 2006 har kunnet tilbageføres hensættelser.

Resultatet før skat blev 500 mio.kr. i 2006 og dermed næsten 50 pct. højere end i 2005. Regnskaberne for 1. halvår 2007 peger i retning af endnu bedre resultater i 2007.

OFFENTLIGE FINANSER

Også landskassen nyder godt af den økonomiske fremgang, som indebærer øgede indtægter fra skatter og afgifter, herunder importtold. Indtægterne steg i 2006 med 13 pct., mens udgifterne steg med knap 3

¹ Føroya Banki er en fusion fra 1994 af de to tidligere storbanker på Færøerne, Føroya Banki og Sjóvinnubankin og har hidtil været ejet af Finansieringsfonden af 1992. Siden "banksagsforliget" mellem den danske regering og landsstyret i 1998 har Finansieringsfonden været kontrolleret af landsstyret, som nu har valgt at privatisere banken gennem frasalgs af i første omgang 66 pct. af aktiekapitalen. Eik Bank er fra starten af 2007 nyt navn for Føroya Sparikassi. (Kilde: Jørn Astrup Hansen, *Færøske Banker 1906-2006*, Handelshøjskolens Forlag, 2007, samt Rigsombudsmanden på Færøerne, *Beretning* 2007).

LANDSKASSENS FINANSER

Tabel 3

Mio.kr.	2003	2004	2005	2006	Budget 2007
Skatter og afgifter mv.	2.936	2.840	2.897	3.349	3.426
Bloktilskud	632	633	631	632	635
Indtægter i alt	3.568	3.472	3.528	3.981	4.061
Driftsudgifter	3.194	3.323	3.467	3.578	3.736
Anlægsudgifter	262	228	201	268	261
Renteudgifter, netto	90	72	71	-7	12
Udgifter i alt	3.545	3.624	3.739	3.839	4.009
Saldo	23	-152	-211	142	52
Landskassens nettogæld, ultimo	2.124	2.075	2.305	1.691	...

Anm.: Indtægter og saldo i 2006 er ekskl. ekstraordinær indtægt på 535 mio.kr. fra udlodning af ekstraordinært udbytte fra Føroya Banki. Landskassens nettogæld er bruttogæld med fradrag for landskassens indestående i Landsbanken (men ikke for værdien af landsstyrejede virksomheder).

Kilde: Figgjarmálaráðið, Landsbanki Føroya og Rigsombudsmanden på Færøerne, *Beretning* 2007.

pct. Det resulterede i et overskud på 142 mio.kr., jf. tabel 3, svarende til ca. 1,3 pct. af BNP.

Finansloven for 2007 budgetterer med et lille overskud. I lyset af den fortsatte økonomiske vækst og stigende import i den forløbne del af 2007 er indtægtssiden givetvis sat for lavt, så overskuddet bliver større. På udgiftssiden budgetteres med en stigning på godt 4 pct., hvilket er højt i lyset af højkonjunkturen og manglen på arbejdskraft.

Landskassens udestående gæld blev nedbragt betydeligt i 2006 som følge af overskuddet samt en ekstraordinær udbyttebetaling fra Føroya Banki op til privatiseringen.

For kommunerne viser en foreløbig opgørelse fra Hagstova Føroya, at der i 2006 var et mindre fald i de samlede drifts- og anlægsudgifter efter nogle år med stigninger.

Kommunernes bruttogæld vurderedes at udgøre ca. 0,7 mia.kr. ved udgangen af 2006.¹

ØKONOMISKE UDSIGTER

Den færøske økonomi er inde i en periode med høj vækst, gode fiskepriser og meget lav arbejdsløshed. Privatiseringen af Føroya Banki markerer et markant skridt ud af skyggen fra bankkriseårene i begyndelsen af 1990'erne og den subsidiestyrede økonomi i årene forinden hen mod etableringen af en moderne, markedsbaseret økonomi med et sundt og ganske diversificeret grundlag.

¹ Kilde: Rigsombudsmanden på Færøerne, *Beretning* 2007.

Fiskeriet har naturligvis fortsat en helt afgørende betydning som kilde til eksportindtægter, men fiskeriet har vigende betydning som andel af beskæftigelsen og den samlede økonomiske aktivitet. Alligevel er en vigtig risikofaktor for den aktuelle gunstige situation, at fiskepriserne næppe stiger i det uendelige, og at fx en global afmatning kan sende priserne i modsat retning og udløse en kraftig forøgelse af det i forvejen store handelsbalanceunderskud.

Til gengæld betyder retableringen af havbrugene på et sundere grundlag en vigtig diversificering af eksportindtjeningen og mindsket afhængighed af enkelte fiskearter såsom torsk, hvor bestanden er i bund. Den lave torskebestand har i øvrigt udløst forsøg med opdræt af torsk, men det er endnu uklart, om der er et forretningsmæssigt potentiale.

Det stigende handelsbalanceunderskud og den meget lave arbejdsløshed er klare signaler om, at økonomien kører i højeste gear. Med den store mangel på arbejdskraft ville det give god mening, at kommunerne og landskassen holder igen med yderligere udgiftsvækst i de kommende år.

Prøveboringerne efter olie i Færøernes undergrund har fortsat ikke vist resultater, som giver grundlag for at påbegynde en produktion. Der planlægges en tredje udbudsrunde for prøveboringer, antagelig i 2008.

Effektiv kronekurs og handel med serviceydelser

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSIONER

Nationalbanken beregner og offentliggør den effektive kronekurs, der er et indeks over kronens styrke over for en kurv af valutaer. Vægtgrundlaget til beregning af den effektive kronekurs baserer sig på industrivarehandel og opdateres med mellemrum på baggrund af et internationalt datasæt, en såkaldt handelsmatrix. I denne artikel benyttes på danske tal en metode til en nem og hurtig approksimativ opdatering af vægtgrundlaget alene med handelstal fra Danmarks Statistik. Herudover vurderes betydningen af at inkludere handel med serviceydelser i vægtberegningen.

Konklusionen er, at den effektive kronekurs er retvisende og ganske robust over for valg af basisår for vægtberegningen samt over for udeldelse af handel med serviceydelser. Servicehandlen er geografisk mere spredt end handel med industrivarer. Inkluderes servicehandel, bliver indekset en smule mere følsomt over for udsving i dollarkursen end det traditionelle kronekursindeks.

BEREGNING AF EFFEKTIV KRONEKURS – TRADITIONELLE METODE

Kronens værdi over for en anden valuta måles ved den bilaterale valutakurs, fx danske kroner pr. euro. I et nominelt effektivt kronekursindeks måles kronens styrke over for en kurv af valutaer. For at beregne et sådant indeks skal man kende den vægt, hvormed hver enkelt valuta skal indgå i indekset, og i praksis også begrænse antallet af valutaer, der indgår.

Formålet med vægtberegningen afhænger af, hvad kronekursindekset skal anvendes til. Sædvanligvis søger man at måle effekten af ændringer i valutakursen på udenrigshandlen, dvs. et konkurrenceevnemål. Vægte skal således afspejle Danmarks handelspartners relative betydning for vores samhandel. Jo mere konkurrenceudsat danske producenter er over for et lands produkter, des større vægt til det pågældende lands valuta.

Der indgår i dag 27 lande i vægtsættet til beregning af den nominelle effektive kronekurs. Vægtene er beregnet ud fra industrivarehandel i 2002. Den endelige vægt fremkommer ved at sammenveje et sæt bilaterale importvægte med et sæt dobbeltvejede eksportvægte. Danske virksomheder konkurrerer med fx tyske producenter på det danske marked, hvilket fanges af importvægten, men også på det tyske marked og på tredjemarkeder, hvilket sammenfattes i den dobbeltvejede eksportvægt. En sådan beregning kræver et internationalt datasæt og kan ikke laves udelukkende med tal fra Danmarks Statistik. Beregningen af den nominelle effektive kronekurs er dokumenteret hos Ølgaard (1992) samt Pedersen (1998) og (2004).

Ved måling af konkurrenceevne er ikke bare den bilaterale valutakurs af betydning, men også forskelle i lønudvikling mellem Danmark og vore konkurrenter. Dette sammenfattes i et reelt effektivt kronekursindeks, som måler udviklingen i relativ løn målt i samme valuta, jf. Pedersen (1996). Den reale effektive kronekurs måler udviklingen over tid i Danmarks konkurrenceevne over for vore største samhandelspartnere. Vægtene i beregningen af en real effektiv kurs er de samme som ved beregning af en nominal effektiv kurs.

ALTERNATIV BEREKNING AF VÆGTE TIL EFFEKTIV KRONEKURS

I appendiks beskrives der en alternativ metode til beregning af vægtene i kronekursindekset. Metoden er lidt anderledes end den traditionelle beregningsmetode, men forskellen er ikke stor. I den skitserede alternative metode er fastlæggelsen af importvægtene den samme som hidtil, mens eksportvægten eksplicit opsplittes i en bilateral eksportvægt, fx konkurrencen med tyske producenter på det tyske hjemmemarked, og en vægt, der angiver konkurrencen med Tyskland på markeder uden for Tyskland, dvs. på tredjemarkeder, jf. boks 1. I den traditionelle beregning er eksportvægten, som nævnt, samlet i én, den dobbeltvejede eksportvægt.

Selve den metodemæssige ændring ændrer kun beskedent ved vægtene. Den væsentligste forskel mellem den nye metode skitseret i appendiks og den traditionelle beregning er, at det er valgt at vægte eksportsiden højere, jf. appendiks.

Et attraktivt kendetegn ved den skitserede alternative vægtberegning er, at hvis det antages, at selve handelsstrukturen i verdenshandlen er relativt stabil, så kan vægtsættet opdateres med udelukkende nationale tal modsat den traditionelle beregning, hvor en vægtrevision kræver et internationalt datasæt. Det kan anvendes til at vurdere, hvor robust kronekursindekset er over for de løbende ændringer i handelsstrømmene.

ALTERNATIV BEREKNING AF VÆGTE TIL EFFEKTIV KRONEKURS	Boks 1
I appendiks skitseres en vægtberegning, hvor vægtene til land j i kronekursindekset fremkommer som et vejte gennemsnit af bilaterale importvægte, bilaterale eksportvægte og en vægt, der fanger konkurrencen med land j på tredjemarkeder. $w_j = \lambda^M MW_j + \lambda^{BX} \gamma_j BXS_j + \lambda^{TX} TXW_j$ "w_j" er vægten til land "j" i det effektive kronekursindeks, mens MW_j er den bilaterale importvægt over for land "j", fx import fra Tyskland som andel af samlet dansk import. Denne vægt fanger danske producenters konkurrence med tyske producenter på det danske hjemmemarked. $\gamma_j BXS_j$ angiver konkurrencen med tyske virksomheder på det tyske hjemmemarked. Udtrykket består dels af den bilaterale eksportvægt, BXS_j, dvs. dansk eksport til Tyskland som andel af den samlede danske eksport til de 27 lande i kronekursindekset, dels af størrelsen γ_j, der er større, jo mere åben den tyske økonomi er. Jo mere åben, des mindre del af konkurrencen over for Tyskland på eksportmarkederne sker direkte på det tyske hjemmemarked, men derimod på tredjemarkeder. TXW_j måler, hvor stor konkurrence de danske virksomheder møder fra tyske virksomheder på markeder uden for Tyskland og Danmark, dvs. på tredjemarkeder. De tre vægtsæt sammenvejes med vægtene $\lambda^M, \lambda^{BX}, \lambda^{TX}$, der viser henholdsvis andelen af produktionen, som går til hjemmemarkedet, til Tyskland og til tredjemarkeder, jf. formlerne i appendiks.	

Den approksimative tilgang med at antage, at nogle delkomponenter i vægtberegningen er uændrede, kan også anvendes til at skønne over betydningen af at inddrage servicehandel i beregningerne. Den internationale statistik på servicehandelsområdet er stadig meget mangelfuld, og det er svært at opstille den fulde internationale handelsmatrice med både industrivare- og servicehandel. Ved at anvende de bilaterale eksport- og importvægte beregnet ud fra nationale data kan der opnås et skøn på servicehandlens betydning, en handel der er stadig stigende og i dag udgør op mod 25 pct. af verdenshandlen. Der er dog særlige metodemæssige problemer ved inddragelse af servicehandel, jf. senere.

BEREGNINGER PÅ DANSKE TAL

I tabel 1 er der foretaget en beregning af den effektive kronekurs med 2002-vægte efter beregningsmetoden skitseret i appendiks kaldet TCW-vægte (Total Country Weights). Det muliggør en sammenligning med den traditionelle beregningsmetode, da handelsstrømme i 2002 også danner grundlag for vægtberegningen i den effektive kronekurs, der er vist i sidste kolonne i tabellen.

Vægtene til eksportsiden i TCW-beregningen er, som beskrevet i appendiks, højere end i den traditionelle metode. Konsekvensen er en lidt

højere vægt til euroområdet. Det afspejler sig først og fremmest i en højere vægt til Tyskland, hvis virksomheder er en meget stor konkurrent til danske virksomheder, specielt på tredjemarkeder, og de vejer tungere i den alternative vægtberegning. Omvendt falder vægten til flere af de andre eurolande.

Modstykket til den højere vægt til euroområdet er en mindre vægt til "dollarområdet", dvs. USA, Kina og Hongkong. Overordnet er det væsentligt at understrege, at Danmark helt overvejende konkurrerer med landene i vort nærområde. Den samlede handel med landene i Asien,

ALTERNATIV VÆGTBEREGNING

Tabel 1

	Bilateral import- vægt	Åben- hedsindi- kator	Bilateral eksport- vægt	Tredje- lande- vægt	TCW- vægt	Krone- kursvægt
Pct. 2002-tal	30,7	33,5		35,8	100	
Tyskland (DEM)	26,2	0,91	22,2	26,9	24,4	21,0
Storbritannien (GBP)	11,2	1,19	10,5	9,9	11,2	10,4
Sverige (SEK)	13,0	0,71	12,3	10,6	10,7	9,0
USA (USD)	3,8	1,65	8,5	4,3	7,4	8,6
Frankrig (FRF)	5,9	1,02	5,4	6,2	5,9	6,4
Holland (NLG)	7,1	0,56	5,0	7,5	5,8	5,3
Italien (ITL)	5,0	1,19	2,6	2,5	3,5	5,1
Belgien (BEF)	4,4	0,25	2,0	3,6	2,8	4,1
Japan (JPY)	1,8	1,77	2,2	2,0	2,6	3,9
Norge (NOK)	2,8	1,16	8,0	2,7	4,9	3,7
Finland (FIM)	3,1	0,86	2,8	3,4	3,0	2,5
Spanien (ESP)	1,7	1,12	3,4	3,3	3,0	2,5
Schweiz (CHF)	1,5	0,88	1,7	2,0	1,7	1,9
Østrig (ATS)	1,5	0,83	1,2	1,4	1,3	1,7
Irland (IEP)	1,5	0,55	2,2	3,2	2,0	1,7
Portugal (PTE)	0,8	1,00	0,5	0,5	0,6	0,7
Canada (CAD)	0,2	0,90	1,0	1,2	0,8	0,7
Australien (AUD)	0,1	1,10	1,0	0,7	0,6	0,5
Grækenland (GRD)	0,3	1,00	0,6	0,5	0,5	0,3
Island (ISK)	0,1	1,17	0,6	0,3	0,4	0,2
New Zealand (NZD)	0,1	1,00	0,2	0,1	0,1	0,1
Polen (PLN)	1,8	1,14	2,2	2,1	2,1	1,9
Korea (KRW)	0,7	1,13	0,8	0,8	0,8	1,4
Tjekkiet (CZK)	0,6	0,67	0,6	1,4	0,8	0,8
Ungarn (HUF)	0,4	0,80	0,5	0,6	0,5	0,8
Kina (CNY)	3,9	0,92	1,3	1,2	2,0	3,6
Hongkong (HKD)	0,6	0,29	0,7	1,1	0,6	1,2
Euroområdet (EUR)	...	...	...	...	52,8	51,3

Anm.: TCW-vægtsættet fremkommer som $0,307 \cdot \text{Bilateral importvægt} + 0,335 \cdot (\text{Åbenhedsindikator} \cdot \text{bilateral eksportvægt}) + 0,358 \cdot \text{Tredjelandsvægt}$, jf. boks 1. Vægtene er beregnet med udgangspunkt i 2002-handelstal, da dette er basissår i det effektive kronkursindeks. Forskellen mellem vægtsættene i de to sidste kolonner i tabellen afspejler således alene forskelle i beregningsmetode.

"Åbenhedsindikatoren" er et mål for, hvor åben økonomien er, dvs. hvor stor andel udenrigshandlen udgør af den samlede økonomi. Jo lavere tal, des større åbenhed. Island fremstår som en meget lukket økonomi. Det skyldes, at der her anvendes industrivarehandel (SITC 5-9). Hovedparten af Islands eksport, fisk og aluminium, falder uden for denne kategori.

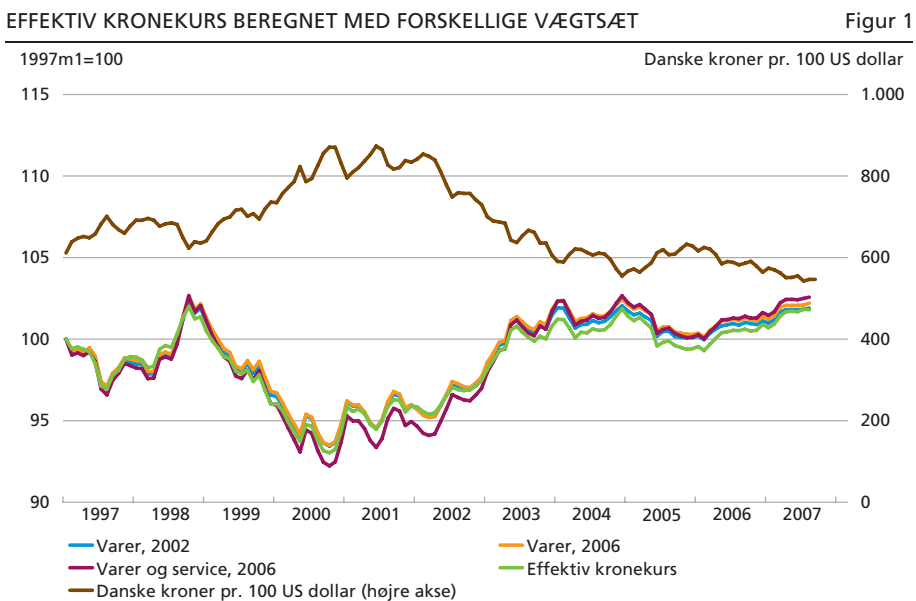
Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

inkl. Kina og Japan, samt hele Østeuropa er stadig mindre end samhandlen med Sverige.

Ændringen af vægtsættet beregnet efter metoden skitseret i appendiks er ikke større, end at den overordnede udvikling i kronekursindekset siden 1997 er omtrent den samme, uanset hvilken af de to vægtberegningsmetoder der anvendes, jf. figur 1. Den alternative metode til beregning af kronekursvægte synes derfor anvendelig som approksimation til den traditionelle beregningsmetode. Det udnyttes nedenfor dels til at vurdere, hvor gode 2002-vægtene er i forhold til et mere aktuelt vægtsæt, dels til at vurdere betydningen af at inddrage servicehandel i vægtberegningen.

I tabel 2 er vist vægtsæt beregnet med den alternative metode på grundlag af handel med industrivarer i henholdsvis 2002 og 2006 med henblik på at vurdere robustheden af kronkursindekset med hensyn til basisår. Siden 2002 er vægten til specielt Tyskland og Storbritannien faldet, mens den er steget for Sverige og Kina. Kinas vægt er steget med over 50 pct., men alt i alt er ændringerne så små, at den effektive kronekurs med 2002-vægte må vurderes at give et retvisende billede af udviklingen, jf. figur 1.

I sidste kolonne i tabel 2 er vist et vægtsæt beregnet med metoden skitseret i appendiks, men nu med servicehandel inkluderet. Her er ændringerne i forhold til det traditionelle indeks lidt større.



Anm.: Kronekursindeks beregnet med de fire vægtsæt i tabel 2.

Kilde: Egne beregninger.

KRONEKURSVÆGTE MED FORSKELLIGT VÆGTGRUNDLAG

Tabel 2

	Effektiv kronekurs	Alternativ vægtberegningsmetode		
		2002-vægte Industrivarer	2006-vægte Industrivarer	2006-vægte Industrivarer samt serviceydelser
Tyskland (DEM)	21,0	24,4	23,1	21,4
Storbritannien (GBP)	10,4	11,2	9,4	9,7
Sverige (SEK)	9,0	10,7	11,8	11,4
USA (USD)	8,6	7,4	7,8	10,7
Frankrig (FRF)	6,4	5,9	5,8	5,4
Holland (NLG)	5,3	5,8	5,6	5,3
Italien (ITL)	5,1	3,5	3,7	3,4
Belgien (BEF)	4,1	2,8	2,7	2,5
Japan (JPY)	3,9	2,6	2,2	2,7
Norge (NOK)	3,7	4,9	4,6	5,1
Finland (FIM)	2,5	3,0	3,0	2,9
Spanien (ESP)	2,5	3,0	3,2	3,2
Schweiz (CHF)	1,9	1,7	1,6	2,2
Østrig (ATS)	1,7	1,3	1,3	1,1
Irland (IEP)	1,7	2,0	1,9	1,9
Portugal (PTE)	0,7	0,6	0,6	0,5
Canada (CAD)	0,7	0,8	0,8	0,9
Australien (AUD)	0,5	0,6	0,7	0,8
Grækenland (GRD)	0,3	0,5	0,5	0,7
Island (ISK)	0,2	0,4	0,4	0,4
New Zealand (NZD)	0,1	0,1	0,1	0,2
Polen (PLN)	1,9	2,1	2,4	2,1
Korea (KRW)	1,4	0,8	1,0	0,8
Tjekkiet (CZK)	0,8	0,8	1,2	1,0
Ungarn (HUF)	0,8	0,5	0,6	0,6
Kina (CNY)	3,6	2,0	3,1	2,9
Hongkong (HKD)	1,2	0,6	0,7	0,8
Euroområdet (EUR)	51,3	52,8	51,4	48,3

Anm.: De til vægtene hørende indeks er vist i figur 1. I beregningen af vægtene i sidste kolonne er den landefordelte andel med serviceydelser i 2005 lagt til den landefordelte varehandel i 2006. Det skyldes, at den fulde landefordeling for servicehandlen først offentliggøres med forsinkelse.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den danske handel med serviceydelser er geografisk mere spredt end industrivarehandlen. Hvor de 27 lande i kronekursindekset dækker ca. 90 pct. af den samlede danske handel med industrivarer, er det samme tal for servicehandel kun 75 pct. Den mere spredte handel afspejler sig også i, at vægten til euroområdet falder, mens den stiger for "dollarområdet", dvs. USA, Kina og Hongkong – fra 11,6 pct. til 14,4 pct. Den større følsomhed over for dollarkursen ses af figur 1, hvor kronekursindekset med servicehandel inkluderet falder kraftigere under dollarstyrkelsen fra 1998 til 2001, og omvendt stiger mere med svækkelsen af dollaren siden 2001, end det traditionelle indeks, jf. også dekomponeringen i tabel 3. Samlet set er forskellene over til det traditionelle kronekursindeks dog ikke stor. Inkludering af servicehandel i kronekursindekset

**DEKOMPONERING AF ÆNDRING I EFFEKTIV KRONEKURS FRA OKTOBER
2000 TIL AUGUST 2007**

Tabel 3

Indekspoint	Effektiv kronekurs	2006-vægte Varer	2006-vægte Varer og service- ydelser
Euro (EUR)	0,04	0,04	0,02
Svensk krone (SEK)	0,84	1,04	1,03
Norsk krone (NOK)	-0,02	-0,01	-0,02
Britisk pund (GBP)	1,14	1,29	1,32
Amerikansk dollar (USD)	3,56	3,56	4,85
Japansk yen (JPY)	2,85	1,16	1,42
Kinesisk yuan ¹ (CNY)	...	1,14	1,06
Andre valutaer	0,36	0,48	0,67
Ændring i alt over perioden	8,77	8,70	10,35

Anm.: Et positivt tal betyder, at den danske krone er styrket over for den pågældende valuta. Dekomponeringen viser, hvor stort et bidrag målt i indekspoint det enkelte lands valuta bidrager med. Jo større et lands vægt er, des større bidrag til ændringen i det samlede indeks for en given ændring i den bilaterale valutakurs. De enkelte landes bidrag summerer til den samlede ændring i indekset over den betragtede periode.

Kilde: Egne beregninger.

¹ Den kinesiske valuta indgår først i det officielle kronekursindeks fra og med oktober 2004.

ændrer ikke afgørende den overordnede udvikling i indekset over tid og dermed vurderingen af konkurrencesituationen.

METODEMÆSSIGE PROBLEMER VED INDDRAGELSE AF SERVICEHANDEL

Anvendelse af industrivarer til beregning af vægte betyder, at Danmarks store landbrugseksport ikke er med. Grunden til, at landbrugsvarer traditionelt udelades, er, at de mange støtteordninger og handelsrestriktioner på dette område gør, at prisdannelsen ikke sker på rent markeds-mæssige vilkår. For en væsentlig del af den danske eksport, fx svinekød, betyder dette forhold sandsynligvis mindre, men det er valgt at følge den beregningsmetode, der oftest anvendes internationalt.

Den stigende internationale handel med serviceydelser, der nu udgør op mod en fjerdedel af verdenshandlen, udelades typisk også¹. Det skyldes hovedsagelig dataproblemer, idet den internationale statistik over servicehandel er langt mindre udbygget end udenrigshandelsstatistikken for varehandlen. Samtidig er der nogle mere principielle metodeproblemer.

I vægtberegningen søger man at fastslå, hvor den økonomiske aktivitet bag handlen har fundet sted. Det er således ikke afgørende, i hvilken valuta transaktionen er faktureret. Det, vi søger, er konkurrencen for danske virksomheder fra virksomheder placeret i et givet land. Derfor skal eksport fra fx Sverige til Danmark faktureret i dollar ikke påvirke

¹ Bank of England inkluderer serviceydelser i beregningen af et effektivt pundindeks, jf. Lynch og Whitaker (2004).

vægten for USA. Det er de lokale omkostningsforhold i Sverige, der på lidt længere sigt bestemmer graden af konkurrence fra den side. Det er ikke et spørgsmål om faktureringsvaluta.

Kronekursindeksets forsøg på at fange, hvor den økonomiske aktivitet bag en transaktion er foregået, giver nogle særlige problemer for serviceydelser, fx søfragt. Hvis et svensk selskab benytter et dansk rederi til at sejle en vare fra Kina til USA, registreres det som danske eksport af en tjenesteydelse til Sverige, selv om aktiviteten, dvs. selve tjenesten, sker mellem Kina og USA. I virkeligheden er konkurrencen snarere over for andre søfartsnationer, fx Grækenland. Hertil kommer, at der typisk er meget lidt dansk produktion og danske omkostninger i serviceydelser, da de fleste input som bunkring, mandskab m.m. ofte er udenlandsk. Det afspejler således i højere grad dansk ejerskab til udenlandsk produktion. I vægtberegningen søger vi alene handel på baggrund af dansk produktion, så aktiviteten bør ikke indgå med fuld vægt.

Et andet konkret eksempel er et schweizisk firma, der sidder på rettighederne til nogle af verdens mest solgte populærforfattere. Når en af disse udgiver en ny bog, stiger den schweiziske tjenesteeksport til Danmark, selv om "produktionen" typisk ikke har fundet sted i Schweiz.

Disse eksempler illustrerer nogle principielle problemer ved at inkludere tjenesteydelser i et effektivt kronekursindeks og taler isoleret set for fortsat at udelade tjenesteydelser af beregningerne. Det er da også det typiske i de fleste landes beregninger af effektive valutakurser, herunder de indeks, der beregnes af ECB. Det er ikke planen at ændre på den traditionelle beregningsmetode, når vægtgrundlaget til den effektive kronekurs om nogle år igen skal opdateres, ligesom det ikke er hensigten at inkludere tjenesteydelser.

LITTERATUR

Alsterlind, Jan (2006), "Effektiva växelkurser – I teori och praktik", Riksbanken, *Penning och valutakurspolitik*, 2006:1.

Bayoumi, Tamim, Jaewoo Lee og Sarma Jayanthi (2005), "New Rates from New Weights", IMF, *Working Paper* no. 99.

Lynch, Birone og Simon Whitaker (2004), "The new sterling ERI", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Winter.

Pedersen, Erik Haller (1996), "Reale effektive valutakurser", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Pedersen, Erik Haller (1998), "Revision af vægtgrundlaget til beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Pedersen, Erik Haller (2004), "Revision af vægtgrundlaget til beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Zanello, Alessandro og Dominique Desruelle (1997), "A Primer on the IMF's Information Notice System", IMF, *Working Paper* no. 71.

Ølgaard, Christian (1992), "Effektiv kronekurs og konkurrenceevne", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar.

APPENDIKS

Den alternative vægtberegningsmetode, der præsenteres i denne artikel, er beskrevet i Zanello og Desruelle (1997) og anvendt af bl.a. Lynch og Whitaker (2004) og Bayoumi et al. (2005). Se også Alsterlind (2006).

Udgangspunktet er en matrix, dvs. en tabel, som beskriver produktion og handelsstrømme mellem i vort tilfælde 28 lande: Danmark og 27 eksportmarkeder. Hvis første land i matricen er Danmark, så vil vi i øverste række, første celle have dansk produktion solgt på hjemmemarkedet og derefter følger dansk eksport fordelt på vore 27 eksportmarkeder. Andet land kunne være Tyskland, så vi i næstøverste række, første celle har tysk eksport til Danmark, hvilket svarer til dansk import fra Tyskland. I celle to står tysk produktion til det tyske hjemmemarked, og i resten af rækken står tysk eksport til andre lande end Danmark. De øvrige lande har tilsvarende hver en række med hjemmemarkedsproduktion og eksport fordelt på aftagerlande.

I matricens første kolonne står øverst dansk hjemmemarkedsproduktion og nedenunder følger dansk import fordelt på lande, så første kolonne angiver det danske marked fordelt på leverandørlande. Tilsvarende for Tyskland i kolonne to osv. for de øvrige lande

En sådan værditilvækst- og handelsmatrix bruges som udgangspunkt for beregning af vægte til effektive valutakursindeks. Matricen kan normeres enten vandret eller lodret for at få andele, jf. de to andelsmatricer nedenfor. Normeringen på import og indenlandsk efterspørgsel efter indenlandsk produktion kaldes "s" (tilgangsmatricen), og normeringen på eksport og produktion rettet mod hjemmemarkedet kaldes "w" (anvendelsesmatricen). Da normeringen sker med forskellig basis, vil diagonalelementerne i de to matricer normalt være forskellige.

$$w = \begin{pmatrix} w_1^1 & w_1^2 & \dots & w_1^{28} \\ w_2^1 & w_2^2 & & \\ \vdots & & \ddots & \\ w_{28}^1 & & & w_{28}^{28} \end{pmatrix} \begin{matrix} \sum 1 \\ \vdots \\ \vdots \\ \sum 1 \end{matrix}$$

$$s = \begin{pmatrix} s_1^1 & s_1^2 & \dots & s_1^{28} \\ s_2^1 & s_2^2 & & \\ \vdots & & \ddots & \\ s_{28}^1 & & & s_{28}^{28} \end{pmatrix} \begin{matrix} \sum 1 & \dots & \dots & \sum 1 \end{matrix}$$

Til beregning af vægte til en effektiv kronekurs skal vi bruge den danske række med w'er, dvs. første række i w-matricen, og alle s'erne. Ganges første række i w-matricen på hver række i s-matricen, og stilles resultatet op i en ny matrix, v1, har vi en total landefordeling af den konkurrence, som danske eksportører møder, jf. Zanello og Desruelle (1997).

Den nye matrix er et produkt af s-matricen og en matrix med w-matricens første række som diagonal og nuller uden om.

$$v_1 = \begin{pmatrix} w_1^1 s_1^1 & w_1^2 s_1^2 & w_1^3 s_1^3 & \dots & w_1^{28} s_1^{28} \\ w_1^1 s_2^1 & w_1^2 s_2^2 & w_1^3 s_2^3 & \dots & w_1^{28} s_2^{28} \\ w_1^1 s_3^1 & w_1^2 s_3^2 & w_1^3 s_3^3 & \dots & w_1^{28} s_3^{28} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ w_1^1 s_{28}^1 & w_1^2 s_{28}^2 & w_1^3 s_{28}^3 & \dots & w_1^{28} s_{28}^{28} \end{pmatrix}$$

Summen af matrixens elementer er 1, men første række i den ny matrix angiver, hvad dansk produktion selv fylder, så første rækkes elementer skal ikke med i et effektivt kronekursindeks. Resten af elementerne skal med i kronekursindekset. Således beskriver elementet i række j kolonne k , hvad land k fylder på markedet i land j . Disse vægtbidrag til kronekursen må reskaleres for at summe til 1.

$$v_{ij}^k = \frac{w_1^k s_j^k}{\sum_k \sum_{j \neq 1} w_1^k s_j^k} = \frac{w_1^k s_j^k}{\sum_k w_1^k (1 - s_1^k)}$$

I ovenstående udtryk for, hvad land k fylder i land j , bruges k og j også i sumtegnene, hvor k tæller over alle 28 lande, mens j tæller over de 27 eksportmarkeder: de 28 lande ekskl. Danmark.

Vi har hermed fået beskrevet vægtene til det effektive kronekursindeks. De 27 rækkesummer i v_1 -matricen angiver de 27 landevægte. Fx er den samlede vægt til Tyskland rækkesummen i række 2.

Opstillingen i v_1 -matricen kan også inspirere til en dekomponering af indekset på tværs af lande, jf. Lynch og Whitaker (2004). I matrixens røde første kolonne, står importsidens bidrag. I den blå diagonal står det bilaterale bidrag fra eksportsiden, dvs. bidraget fra den tyske konkurrence på det tyske marked, bidraget fra engelsk konkurrence på det engelske marked osv. I resten, som er markeret med grønt, står tredje-landebidraget fra eksportsiden, dvs. bidraget fra tysk konkurrence på det engelske marked, bidraget fra engelsk konkurrence på det tyske marked osv. Mens der kun er 27 bilaterale importbidrag og 27 bilaterale eksportbidrag, er der mange tredjelandebidrag, jf. mængden af grønne elementer i v_1 -matricen.

Det samlede vægtbidrag fra importsiden, de røde felters andel, kan skrives:

$$\lambda_1^M = \frac{w_1^1 (1 - s_1^1)}{\sum_k w_1^k (1 - s_1^k)}$$

Formlerne skrives her op med 1 for Danmark. Hvis 1 erstattes med i , er der fuld overensstemmelse med notationen i referencerne, som viser beregning af effektive valutakurser for alle lande i matricen.

Det samlede bidrag fra bilateral eksport, de blå felters andel, er:

$$\lambda_1^{BX} = \frac{\sum_{k \neq 1} w_1^k s_k^k}{\sum_k w_1^k (1 - s_1^k)}$$

Det samlede vægtbidrag fra tredjelands eksport, de grønne felters andel, er:

$$\lambda_1^{TX} = \frac{\sum_{k \neq 1} w_1^k (1 - s_1^k - s_k^k)}{\sum_k w_1^k (1 - s_1^k)}$$

De tre λ 'er summer til 1.

Land j 's andel af dansk import, hvad det røde felt for land j fylder i de røde felters sum, angiver den simple importandel:

$$MW_{1j} = \frac{w_1^1 s_j^1}{\sum_{k \neq 1} w_1^1 s_k^1} = \frac{s_j^1}{\sum_{k \neq 1} s_k^1}$$

Bidraget fra land j via bilateral eksport, hvad det blå felt for land j fylder i de blå felters sum, kan skrives:

$$BXW_{1j} = \frac{w_1^j s_j^j}{\sum_{k \neq 1} w_1^k s_k^k} = \frac{s_j^j \sum_{k \neq 1} w_1^k}{\sum_{k \neq 1} w_1^k s_k^k} \frac{w_1^j}{\sum_{k \neq 1} w_1^k} = \gamma_j BXS_{1j}$$

hvor det vises, at BXW_{1j} -udtrykket kan deles op i $\gamma_j = \frac{s_j^j \sum_{k \neq 1} w_1^k}{\sum_{k \neq 1} w_1^k s_k^k}$ og den

simple bilaterale eksportandel $\frac{w_1^j}{\sum_{k \neq 1} w_1^k}$, kaldet BXS_{1j} . Denne kan be-

regnes udelukkende med tal fra Danmarks Statistik. γ_j kan fortolkes som en "åbenhedsindikator" for land j , jf. Lynch og Whitaker (2004).

Bidraget fra land j til eksportvægten via tredjelands eksport viser, hvad de grønne felter i rækken for land j fylder i de grønne felters sum, kan skrives:

$$TXW_{1j} = \frac{\sum_{k \neq 1, j} w_1^k s_j^k}{\sum_{k \neq 1} w_1^k (1 - s_1^k - s_k^k)}$$

Vægten i alt til land j i det samlede kronekursindeks kan nu skrives som en sum af tre komponenter: Importens, den bilaterale eksports og tredjelandeeksportens bidrag:

$$w_{1j} = \lambda_1^M MW_{1j} + \lambda_1^{BX} \gamma_j BXS_{1j} + \lambda_1^{TX} TXW_{1j}$$

Denne formel er benyttet til opstilling af tabel 1 i teksten. Formlen er desuden anvendt til beregningerne i tabel 2 med alle størrelser holdt fast undtagen den bilaterale import og eksport, dvs. MW_{1j} og BXS_{1j} , der kan beregnes udelukkende med tal fra Danmarks Statistik. Det svarer til opdateringsteknikken i Bank of Englands beregning af effektiv pundkurs, jf. Lynch og Whitaker (2004), hvor der dog også opdateres på tredjelandebidraget ud fra seneste oplysninger om landenes samlede handel. Betydningen af at undlade opdatering af tredjelandebidrag kan på kortere sigt vurderes at være minimal og er derfor udeladt her. Det gør samtidig opdateringen mere operationel.

Den beregningsteknik, der er skitseret i dette appendiks, afviger en smule fra beregningen bag den traditionelle effektive kronekurs. Forskellen kan anskueliggøres ud fra de tidligere opstillede matricer. Den alternative metode sætter nuller i række 1 i v_1 -matricen og reskalerer resten af elementerne i matricen med samme faktor, så de summer til 1. Den traditionelle metode sætter i stedet række 1 i s -matricen til 0 og skalerer resten af elementerne i s -matricens søjler, så hver kolonne summer til 1. Med en sådan omdannet s -matrix bliver v_1 -matricen født med nuller i første række, og dens elementer rummer vægtbidragene til den traditionelle opgørelse af landevægtene til kronekursindekset. Der er ikke stor forskel på de resulterende landevægte mellem de to metoder. Den væsentligste forskel er, at vi i den alternative beregning samtidig vælger at ændre w_1^1 i w -matricen, der i beregningerne her tager udgangspunkt i værditilvækst frem for som hidtil produktionsværdi, jf. metodebeskrivelsen i Pedersen (1998). Konsekvensen er, at eksportsiden i den alternative beregningsmetode vægtes højere end i vor traditionelle metode – 69,3 pct. mod 54,4 pct. Hos andre vægtes import- og eksportsiden ofte blot sammen med en vægt på hver 0,5. Det er fx tilfældet i Den Europæiske Centralbanks, ECBs, effektive valutakursindeks.

Betalingstjenestedirektivet

Anders Mølgaard Pedersen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING

EUs økonomi- og finansministre, Ecofin-Rådet, og Europa-Parlamentet nåede i foråret 2007 til enighed om et direktiv for betalingstjenester. Det såkaldte betalingstjenestedirektiv fastlægger regler for borgeres og virksomheders elektroniske betalinger, dvs. betalinger med andre midler end kontanter og checks. Desuden regulerer direktivet adgangen til at udføre betalingstjenester og indfører en ny type finansielle virksomheder i EU-lovgivningen, kaldet betalingsinstitutter.

EU-landenes love for betalingstjenester er i dag forskellige på en række områder.¹ Det primære formål med direktivet er at fjerne disse forskelle og dermed skabe basis for et indre marked for betalinger. Herudover udgør direktivet det juridiske grundlag for det kommende fælles betalingsområde i euro, betegnet Single Euro Payments Area, SEPA.² Direktivet rækker dog videre end SEPA, da det også dækker betalinger i andre valutaer end euro, herunder danske kroner.

Direktivet skal være gennemført i EU-landene senest 1. november 2009. I Danmark vil det kræve en række ændringer af lovgivningen for betalinger. Der skal bl.a. indføres ny lovgivning på områder, som ikke er reguleret i dag, fx valørdage i forbindelse med betalinger.³ Desuden skal den eksisterende lovgivning tilpasses, så den kommer i overensstemmelse med direktivet. For de danske myndigheder udestår et betydeligt arbejde med gennemførelsen af direktivet.

Danske borgere og virksomheder vil blive berørt af direktivet i forbindelse med både nationale og grænseoverskridende betalinger. Direktivet kræver ændringer af praktisk talt alle pengeinstitutternes kundefakter, som giver mulighed for betalinger, og i de fleste tilfælde vil der være tale om forbedringer af kundernes rettigheder. Det gælder fx kra-

¹ Se fx Europa-Kommissionens sammenligning af EU-landenes regler på betalingsområdet, *Comparative tables on national rules*, 25. september 2003, der findes på http://ec.europa.eu/internal_market/payments/framework_index_en.htm.

² For en gennemgang af SEPA-projektet, se Elin Amundsen, SEPA – Single Euro Payments Area, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007.

³ Dys. hvornår betalers bank og modtagers bank ophører henholdsvis begynder med at beregne rente, når der gennemføres en betaling.

vet til gennemførelsestid for såkaldte kreditoverførsler mellem to EU-lande, som reduceres fra i dag seks dage til blot én dag i 2012.¹

Direktivet vil herudover skabe rammerne for en styrkelse af konkurrencen blandt udbydere af betalingstjenester. Det skal opnås ved at gøre det lettere for borgere og virksomheder at sammenligne de tilbudte tjenester og skifte mellem forskellige udbydere. Endvidere vil direktivet forbedre adgangsvilkårene for udbydere af betalingstjenester fra andre EU-lande. Den øgede konkurrence ventes at føre til lavere omkostninger for brugerne af betalingstjenester, dvs. borgere og virksomheder.

I forberedelserne af direktivet blev det fra dansk side tillagt betydelig vægt, at en række nuværende regler i Danmark kunne opretholdes, samt at der i direktivet blev taget hensyn til lande, som ikke deltager i eurosamarbejdet. Der var især fokus på direktivets regler vedrørende gebyrer, hæftelse for misbrug af betalingsinstrumenter og betalingers gennemførelsestid. Den endelige direktivtekst vurderes på disse områder ikke at rejse særskilte problemer i Danmark.

BAGGRUND

I de senere år er der på europæisk plan kommet øget fokus på betydningen af en velfungerende gennemførelse af borgeres og virksomheders betalinger. En stor del af opmærksomheden har været rettet mod omkostningerne ved grænseoverskridende betalinger, som bl.a. Europa-Kommissionen i flere studier har vist er meget høje.² De høje omkostninger kan i nogle situationer være en hæmsko for vare- og tjenestehandlen mellem EU-landene.

Andre studier har vist, at der ligeledes er store forskelle på borgeres og virksomheders gennemsnitlige omkostninger ved betalingstjenester i EU-landene. Disse omkostninger kan være helt op til 8 gange større i ét EU-land end i et andet og i enkelte lande udgøre op til 2-3 pct. af BNP.³ Det udtrykker, at der langt fra er tale om et indre marked for betalinger i EU, samt at der i nogle lande er potentiale for store samfundsmæssige besparelser.

De hidtidige politiske initiativer på området omfatter bl.a. et direktiv fra 1997 om grænseoverskridende kreditoverførsler i EU.⁴ Formålet med

¹ Se boks 1 for en definition af kreditoverførsler. Gennemførelsestiden for disse overførsler fra ét EU-land til et andet er i dag reguleret i lov om grænseoverskridende pengeoverførsler af 15. april 1999. For grænseoverskridende betalinger gælder direktivets bestemmelser om gennemførelsestid kun overførsler i euro, jf. nærmere om disse bestemmelser i boks 3.

² Se fx Europa-Kommissionens pressemeddelelse af 20. september 2001, *Cross-border payments: New Commission study confirms high charges*, og den tilhørende rapport fra Retail Banking Research.

³ Se Europa-Kommissionen, *Working Document to the Proposal for a Directive on Payment Services in the Internal Market, Impact Assessment*, SEC(2005)1535, December 2005.

⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/5/EF af 27. januar 1997 om grænseoverskridende pengeoverførsler.

direktivet var at bidrage til, at disse betalinger fremover kom til at foregå billigere, hurtigere og mere sikkert. Samme år offentliggjorde Kommissionen en henstilling om transaktioner med elektroniske betalingsmidler.¹ Hensigten var primært at sikre indehaverne af disse betalingsmidler visse rettigheder.

I 2001 blev disse retsakter ledsaget af en forordning om grænseoverskridende betalinger i euro.² Forordningen forbyder bankerne at tage et højere gebyr for en grænseoverskridende betaling i euro end for en tilsvarende national betaling. Formålet var at nedbringe kundernes omkostninger ved grænseoverskridende betalinger. Forordningen har ifølge en nylig undersøgelse haft den ønskede effekt, idet disse omkostninger er faldet markant.³

Forordningen fra 2001 var medvirkende til, at de europæiske banker indledte arbejdet med at etablere SEPA, som er det kommende fælles betalingsområde i Europa for borgeres og virksomheders betalinger i euro. Med SEPA vil der blive indført nogle nye betalingsinstrumenter, der kan bruges til eurobetalinger i hele Europa. De europæiske banker, herunder bankerne i Danmark, vil gradvist begynde at tilbyde deres kunder de nye instrumenter fra begyndelsen af 2008.

SEPA forudsatte, at der skete en harmonisering af EU-landenes lovgivning for betalinger. I december 2005 fremlagde Kommissionen et forslag til et direktiv for betalingstjenester. Forslaget blev herefter behandlet i en arbejdsgruppe under Rådet og Europa-Parlamentets økonomiske udvalg. I foråret 2007 blev der opnået enighed i Ecofin-Rådet og Europa-Parlamentet om en samlet tekst. Direktivet ventes formelt vedtaget senere i år og er ved at blive oversat til de forskellige sprog i EU.

INDHOLD

Betalingstjenestedirektivet er opdelt i afsnit om (I) anvendelsesområdet, (II) adgangen til at udføre betalingstjenester som betalingsinstitut, (III) oplysningskrav, (IV) de generelle aftalevilkår, dvs. betalingsformidlernes⁴ og kundernes rettigheder og pligter, samt (V) andre bestemmelser.⁵

¹ Europa-Kommissionens henstilling 97/489/EF af 30. juli 1997 om transaktioner med elektroniske betalingsmidler, især forholdet mellem udsteder og indehaver. En henstilling fra Kommissionen er til forskel fra et direktiv eller en forordning ikke bindende for EU-landene.

² Europa-Parlamentets og Rådets forordning 2560/2001/EF af 19. december 2001 om grænseoverskridende betalinger i euro.

³ Se Europa-Kommissionens pressemeddelelse af 11. januar 2007, *Cross-border payments now significantly cheaper*, og rapport, *Staff Working Document on the Impact of Regulation (EC) No 2560/2001 on bank charges for national payments*, SEC(1783)2006, af 18. december 2006.

⁴ "Betalingsformidlere" benyttes i det følgende som samlebetegnelse for alle udbydere af betalingstjenester.

⁵ Direktivteksten kan findes via Europa-Kommissionens websted, http://ec.europa.eu/internal_market/payments/framework_indeks_en.htm, Amendments by the European Parliament.

(I) Anvendelsesområdet

Direktivet er et såkaldt totalharmoniseringsdirektiv. Det indebærer, at EU-landene skal gennemføre direktivets bestemmelser, præcis som de fremtræder. På flere områder tillader direktivet dog landene at træffe egne beslutninger i forbindelse med den nationale gennemførelse. Det gælder imidlertid kun forhold, der vedrører nationale betalingsformidlere og deres udførelse af betalingstjenester i eget land.

Direktivet fastlægger regler for betalingstjenester mellem betalingsformidlere og deres kunder. Endvidere regulerer direktivet, hvilke virksomheder der må udbyde betalingstjenester. Disse er i al væsentlighed begrænset til kreditinstitutter og udstedere af elektroniske penge, kaldet e-pengeinstitutter, som defineret i e-pengedirektivet¹, samt de nye betalingsinstitutter. Ingen andre virksomheder må ifølge betalingstjenestedirektivet udføre betalingstjenester i EU.²

I boks 1 er kort beskrevet, hvad der i direktivet forstås ved betalings-tjenester. Derudover opregner direktivet en række aktiviteter, som af forskellige årsager falder uden for anvendelsesområdet. Det drejer sig bl.a. om betalinger med kontanter og checks, pengetransport, veksling af valuta i kontanter, pengeindsamling til velgørende formål og såkaldte cash-back-transaktioner³. Undtaget fra direktivet er også betalinger mellem betalingsformidlere, fx transaktioner på pengemarkedet.

En væsentlig undtagelse fra direktivet er betalinger med instrumenter, som har en forholdsvis begrænset anvendelse. Herved forstås betalingsinstrumenter, som alene kan bruges hos udsteder eller en relativt afgrænset kreds af forretningssteder. Denne bestemmelse formodes at betyde, at mange betalingskort, som eksisterer i dag, fx benzinkort, kontokort til varehuse og butikskæder samt trafikelskabers betalingskort, ikke vil være omfattet af direktivet.

En anden central undtagelse er mobil- og internetbetalinger for digitale tjenester, hvor udbyderen ikke blot optræder som formidler af betalingen. Det kan fx være betalinger for køb af ringetoner eller nyheder, der leveres til en mobiltelefon. Denne type betalinger er kendetegnet ved, at udbyderen, ud over at gennemføre betalingen, tilfører værdi til den tjeneste, der leveres, ved at stille det underliggende medium til rådighed, dvs. der ikke er tale om en ren betalingstjeneste.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/46/EF af 18. september 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge og tilsyn med en sådan virksomhed. Direktivet indførte en ny type institutter i EU-lovgivningen, kaldet udstedere af elektroniske penge. Sidstnævnte kan kort defineres som forudbetalte midler, der er lagret på et elektronisk medium, og som anerkendes som betalingsmiddel af andre end udsteder.

² Bortset fra centralbanker og såkaldte postgiroinstitutter, der ikke findes i Danmark.

³ En cash-back-transaktion er en forretnings udbetaling af kontanter til en kunde, som ved en betaling med fx et betalingskort "hæver over beløbet". Den oprindelige kortbetaling vil normalt være dækket af direktivets regler.

BETALINGSTJENESTER IFØLGE DIREKTIVET	Boks 1
Begrebet "en betalingstjeneste" defineres i et bilag til betalingstjenestedirektivet som én af følgende syv aktiviteter: 1. Indskud af kontanter. En tjeneste, hvor et kontantbeløb placeres på en betalingskonto, inkl. alle relaterede operationer, der er nødvendige for at administrere en sådan konto. En betalingskonto defineres i direktivet som en konto, der er oprettet med henblik på at udføre betalinger. 2. Hævning af kontanter. En tjeneste som under pkt. 1, hvor et kontantbeløb i stedet hæves fra en betalingskonto. 3. Gennemførelse af kontooverførsel. En tjeneste, hvor midler overføres fra én betalingskonto til en anden. Det kan fx være i form af en kreditoverførsel, dvs. en betaling indledt af betaler, en kortbetaling eller en direkte debitering, dvs. en betaling indledt af modtager på baggrund af et mandat fra betaler. 4. Gennemførelse af kontooverførsel med en kreditmulighed. En tjeneste som under pkt. 3, men med en tilknyttet kreditmulighed for betaler. Det kan fx være en overførsel af midler i forbindelse med en betaling med et kreditkort. 5. Udstedelse og/eller indløsning af betalingsinstrumenter. En tjeneste, hvor en kunde overdrages et instrument, der kan bruges til at udføre en betaling (udstedelse), eller hvor modtager af en betaling, der er udført via et betalingsinstrument, får indsat midlerne på en betalingskonto (indløsning). 6. Pengeoverførsel. En tjeneste, hvor der på en betalers foranledning overføres et kontantbeløb til en modtager, uden at der oprettes en betalingskonto. 7. Gennemførelse af mobilbetalinger, internetbetalinger mv. En tjeneste, hvor midler overføres fra betaler til modtager på baggrund af en betalingsordre, der er afgivet ved hjælp af et telekommunikations- eller it-udstyr, hvor udbyderen af udstyret alene optræder som en ren formidler af betalingen.	

Direktivet regulerer kun betalinger, hvor både betalers og modtagers betalingsformidler er hjemmehørende i EU. Der skal desuden være tale om en betaling i euro eller en anden EU-valuta, fx danske kroner. Bestemmelserne i direktivet er ufravigelige for betalingstjenester over for borgere, som betegnes forbrugere i direktivet. Andre kunder, dvs. virksomheder og offentlige myndigheder, kan indgå aftaler med deres betalingsformidler, som afviger fra direktivet.¹

(II) Betalingsinstitutter

Direktivet indfører som nævnt en ny type finansielle virksomheder i EU-lovgivningen, kaldet betalingsinstitutter. Disse institutter får ret til at udføre alle betalingstjenester, der er beskrevet i boks 1, men vil være underlagt større begrænsninger på deres øvrige aktiviteter end fx kreditinstitutter. Betalingsinstitutter får "det europæiske pas", dvs. de må

¹ Den bagvedliggende formodning er, at virksomheder mv. i højere grad end borgere er i stand til at forhandle aftaler med deres betalingsformidler, som stiller dem gunstigere end direktivets regler.

udøve grænseoverskridende aktivitet i andre EU-lande på baggrund af en godkendelse fra deres hjemlands tilsynsmyndighed.

Betalingsinstitutter må ikke modtage indlån eller udstede elektroniske penge. Desuden må de kun yde kredit, såfremt det er relateret til udførelse af en betaling, fx i forbindelse med en betaling med et kreditkort. De nye institutter vil i praksis komme til at omfatte en blandet kreds af virksomheder, herunder udstedere og indlødere af betalingskort med bred anvendelse, pengeoverførselsvirksomheder¹ og teleselskaber, der tilbyder mobilbetalinger.

Betalingsinstitutter skal ligesom kredit- og e-pengeinstitutter leve op til en række krav til deres kapitalgrundlag. Direktivet indeholder således både krav til betalingsinstituttets startkapital og løbende kapitalkrav, der afhænger af instituttets forretningsomfang, jf. boks 2. Kapitalkravene til betalingsinstitutter er grundlæggende forholdsvis beskedne sammenlignet med de tilsvarende krav til kredit- og e-pengeinstitutter, hvilket afspejler forskelle i kundernes risici.²

Ud over kapitalkravene skal betalingsinstitutter have iværksat visse foranstaltninger, så kunderne kan være sikre på at få deres midler tilbage, hvis instituttet går konkurs. Det kan være i form af en formel adskillelse af midler, der er modtaget fra kunderne, på særlige bankkonti eller en bankgaranti, som dækker kundernes tilgodehavender. Dette krav om såkaldt *ringfencing* af kundernes midler gælder kun for institutter, der ligeledes udfører andre aktiviteter end betalingstjenester.³

Direktivet giver EU-landene mulighed for at undtage mindre betalingsformidlere fra ovennævnte krav. Det forudsætter, at de på månedsbasis gennemfører betalinger for under 3 mio.euro. En undtaget betalingsformidler må ikke udbyde betalingstjenester i andre EU-lande. Denne bestemmelse skal sikre, at mindre betalingsformidlere vælger at lade sig registrere hos den nationale tilsynsmyndighed. Dette er bl.a. vigtigt som led i bekæmpelse af hvidvask og terrorfinansiering.

(III) Oplysningskrav

Direktivet indeholder også regler for de oplysninger, som betalingsformidlere skal give deres kunder om betalingstjenesterne. Et væsentligt formål er at gøre det lettere for kunderne at sammenligne de udbudte tjenester og dermed styrke konkurrencen blandt betalingsformidlere. Oplysningskravene gælder for alle typer betalingsformidlere, dvs. ud over betalingsinstitutter også kredit- og e-pengeinstitutter.

¹ Eksempler på virksomheder, der udfører pengeoverførsel, er Western Union og Moneygram.

² Fx skal e-pengeinstitutter have en startkapital på mindst 1 mio.euro. Institutternes egenkapital skal desuden løbende overstige det største beløb af 1 mio.euro og 2 pct. af deres udestående e-penge.

³ EU-landene kan desuden beslutte, at kravet ikke skal gælde for individuelle tilgodehavender under 600 euro.

KAPITALKRAV FOR BETALINGSINSTITUTTER

Boks 2

Betalingstjenestedirektivet pålægger betalingsinstitutter kapitalkrav. Direktivet skelner mellem krav til startkapital og løbende kapitalkrav, der afhænger af omfanget af instituttets forretninger. Instituttets egenkapital må ikke på noget tidspunkt falde under det største af de to beløb.

Kravet til *startkapital* afhænger af, hvilke aktiviteter et betalingsinstitut påtænker at udføre. Hvis det kun vil udbyde pengeoverførsel, skal det have en startkapital på mindst 20.000 euro. Såfremt instituttet planlægger at udføre mobilbetalinger, skal det have en startkapital på mindst 50.000 euro. Hvis betalingsinstituttet vil udbyde en eller flere af de øvrige betalingstjenester, skal startkapitalen være mindst 125.000 euro.

Ved opgørelsen af *det løbende kapitalkrav* kan den nationale tilsynsmyndighed vælge mellem én af tre metoder:

- *Metode A.* Betalingsinstituttets egenkapital skal være mindst 10 pct. af dets faste omkostninger det foregående år. Kravet kan justeres, hvis det vurderes, at der siden er sket en stor ændring i instituttets forretningsomfang. Hvis instituttet ikke har eksisteret et år, benyttes de budgetterede faste omkostninger.
- *Metode B.* Kravet til betalingsinstituttets egenkapital opgøres som en procentsats af det månedlige gennemsnit af værdien af dets udførte betalinger det foregående år efter en aftagende skala, jf. tabel 1. Derudover skal der ganges med en faktor, *k*, der afhænger af, hvilke betalingstjenester instituttet udfører (pengeoverførsel: $k=0,5$; mobilbetalinger: $k=0,8$; andre betalingstjenester: $k=1$).

PROCENTSATSEN UNDER METODE B

Tabel 1

Værdi af foregående års betalinger, gennemsnit pr. måned	Pct./interval
Op til 5 mio.euro	4,0
Over 5 mio.euro – op til 10 mio.euro	2,5
Over 10 mio.euro – op til 100 mio.euro	1,0
Over 100 mio.euro – op til 250 mio.euro	0,5
Over 250 mio.euro	0,25

Eksempel: Et betalingsinstitut, der kun udfører pengeoverførsel ($k=0,5$), har det foregående år udført betalinger for i gennemsnit 10 mio.euro om måneden. Kravet til instituttets løbende kapital kan opgøres til $0,5 \cdot ((5 \cdot 0,04) + (5 \cdot 0,025)) = 162.500$ euro.

- *Metode C.* Kravet til instituttets egenkapital beregnes som summen af dets renteindtægter, renteudgifter (negativt fortegn), gebyrindtægter og andre driftsindtægter for det seneste regnskabsår ganget med en multiplikationsfaktor, der aftager med denne sum, jf. tabel 2, ganget med faktoren *k* fra metode B.

MULTIPLIKATIONSFAKTOREN UNDER METODE C

Tabel 2

Sum af renteindtægter mv.	Faktor/interval
Op til 2,5 mio.euro	0,10
Over 2,5 mio.euro – op til 5 mio.euro	0,08
Over 5 mio.euro – op til 25 mio.euro	0,06
Over 25 mio.euro – op til 50 mio.euro	0,03
Over 50 mio.euro	0,015

Eksempel: Et betalingsinstitut, der udsteder betalingskort ($k=1$), har det seneste år haft renteindtægter og -udgifter på henholdsvis 20 mio.euro og 15 mio.euro, gebyrindtægter på 2 mio.euro og andre driftsindtægter på 3 mio.euro. Summen af renteindtægter mv. udgør $20 - 15 + 2 + 3 = 10$ mio.euro, og kravet til instituttets løbende kapital kan opgøres til $1,0 \cdot ((2,5 \cdot 0,1) + (2,5 \cdot 0,08) + (5 \cdot 0,06)) = 750.000$ euro.

Direktivet skelner mellem oplysninger ved aftaler om en enkeltstående betaling, fx en pengeoverførsel, og rammeaftaler for en serie af betalinger. Hvis en kunde betaler via en konto eller benytter et betalingsinstrument, vil der som regel være indgået en rammeaftale. Direktivet sonderer desuden mellem oplysninger før indgåelse af en aftale og efter udførelse af en betaling. Oplysningerne om de enkelte betalinger kan eventuelt gives til kunden samlet en gang om måneden.

For betalingsinstrumenter, der bruges til mindre betalinger, gælder en række forholdsvis lempelige oplysningskrav.¹ Disse regler er især møntet på nyere betalingsinstrumenter, fx visse e-pengeprodukter. For udbyderne af disse instrumenter vil det ofte være forbundet med relativt høje omkostninger at leve op til de generelle oplysningskrav. Dertil kommer, at brug af de pågældende instrumenter som regel kun indebærer en begrænset risiko for kunderne.

(IV) De generelle aftalevilkår

Direktivets væsentligste bestemmelser vedrører de generelle aftalevilkår mellem betalingsformidler og kunde. Boks 3 gennemgår en række bestemmelser, der fra dansk side har haft særlig stor bevågenhed. Det drejer sig om direktivets gebyr- og hæftelsesregler samt regler for betalingsgennemførelsestid. Det endelige direktiv skønnes at give mulighed for at fastholde de eksisterende danske regler for gebyrer på Dankort-betalinger og hæftelse ved misbrug af fx betalingskort.

Direktivet indeholder desuden regler om valørdage. Ifølge disse regler må betalers betalingsformidler tidligst ophøre med at give rente den dag, hvor betalingen hæves på kundens konto, og modtagers betalingsformidler skal beregne rente fra den dag, betalingsformidler selv modtager beløbet. Det vil sammen med reglerne om gennemførelsestid begrænse betalingsformidlernes mulige renteindtjening på betalinger. Formålet er at få betalingsformidlerne til i stedet at gøre øget brug af andre indtægter, fx gebyrer, der er mere synlige for kunderne.

Valørdage er som nævnt ikke reguleret i den nuværende danske lovgivning, men i stedet overladt til fri aftale mellem betalingsformidlerne, dvs. pengeinstitutterne, og deres kunder. Direktivets valørregler er på enkelte områder mere gunstige for kunderne, end hvad der er markedspraksis i Danmark i dag. Det gælder fx for indskud af kontanter fra borgere samt betalinger fra udlandet, som fremover skal forrentes fra den dag, hvor et pengeinstitut modtager midlerne.

¹ Disse instrumenter må ikke kunne bruges til enkeltbetalinger, der overstiger 30 euro, eller indeholde en lagret værdi over 150 euro. For rent nationale betalinger kan EU-landene vælge at reducere disse grænser eller forhøje dem op til henholdsvis 60 euro og 500 euro.

GENERELLE AFTALEVILKÅR I BETALINGSTJENESTEDIREKTIVET

Boks 3

Gebyrer

Reglerne i betalingstjenestedirektivet om gebyrer skal opfylde forskellige formål. En bestemmelse fastslår, at betaler og modtager hver for sig skal betale de gebyrer, der opkræves af deres egen betalingsformidler. Formålet er at sikre, at det såkaldte share-princip, dvs. princippet om, at betaler og modtager afholder egne omkostninger, bliver gældende i hele EU.¹ Erfaringer har vist, at dette princip er det mest effektive, da det bedst understøtter en fuldt automatiseret håndtering af betalingerne.

En anden gebyrbestemmelse fastlægger, at betalingsformidler ikke må forhindre, at modtager, dvs. en forretning, opkræver et gebyr fra betaler for brug af et bestemt instrument. Denne bestemmelse indebærer, at kortselskaber ikke må forbyde forretninger at overvælte gebyrer for indløsning af kortbetalinger, de såkaldte no surcharge-regler. EU-landene må dog forbyde overvæltning i visse situationer, herunder hvis det skønnes at hæmme brugen af effektive instrumenter.

Hensigten med den anden gebyrbestemmelse er at øge gennemskuelligheden af kortselskabernes indløsningsgebyrer. Europa-Kommissionen har ved flere lejligheder udtalt, at den finder bankernes indløsningsgebyrer ved visse typer kortbetalinger for høje.² Ved at gøre det muligt for forretningerne at overvælte disse gebyrer på kunderne, vil det få kunderne til at vælge betalingskortene med de laveste gebyrer og dermed give et pres nedad på disse gebyrer.

Disse bestemmelser skønnes at være forenelige med den danske model for finansieringen af Dankortet, der blev aftalt i 2005.³ Ifølge direktivets indledende betragtninger kan afregningen mellem modtagerne og betalingsformidlerne være i form af en fast abonnementsbetaling, som det er tilfældet i ordningen for Dankortet. Derudover vurderes Dankortet at kunne betragtes som et effektivt instrument. Det vil gøre det muligt at opretholde forbuddet mod overvæltning af gebyrer på Dankortbetalinger i såkaldt fysisk handel⁴.

Hæftelse ved misbrug

Misbrug af et betalingsinstrument kan fx være en uretmæssig persons brug af et tabt eller stjålet betalingskort. Med direktivets regler for hæftelse ved misbrug er det tilstræbt at finde en balance mellem at beskytte kunderne mod tab og få dem til at udvise forsigtighed i omgangen med deres instrument samt give betalingsformidlerne et incitament til at udvikle sikre betalingsmidler.

Direktivets hæftelsesregler kan opstilles som følger:

1. En kunde bærer et tab op til 150 euro som en form for selvrisiko, hvis misbruget kan henføres til et tabt eller stjålet betalingsinstrument, eller skyldes, at kunden ikke har udvist tilstrækkelig forsigtighed i forbindelse med brug af instrumentet.
2. En kunde bærer hele tabet ved misbrug, hvis denne har svindlet eller bevidst eller med grov uagtsomhed har forsømt at opfylde sin pligt til at sikre betalingsinstrumentet mod misbrug.
3. EU-landene kan vælge at reducere kundens hæftelse i pkt. 1 og 2. Det gælder dog kun, såfremt kunden ikke har svindlet eller bevidst har undladt at opfylde sin pligt til at sikre instrumentet mod misbrug.
4. Så snart en kunde har meddelt sin betalingsformidler, at et betalingsinstrument er mistet, stjålet eller misbrugt, skal kunden ikke bære et yderligere tab ved misbrug, medmindre denne har svindlet.
5. Hvis en betalingsformidler ikke har sikret, at en kunde til hver en tid kan anmelde et mistet, stjålet eller misbrugt instrument, hæfter kunden ikke for tabet ved misbrug, medmindre denne har svindlet.

FORTSAT

Boks 3

I arbejdet med direktivet var der fra dansk side betydelig fokus på disse regler. En overgang var der bekymring for, at de kunne indebære en forringelse af danske kunders beskyttelse i forhold til i dag. Ifølge de danske regler i lov om visse betalingsmidler afholder en kunde kun selvrisikoen ved misbrug, hvis der er brugt en personlig kode. Desuden indeholder den danske lovgivning en øvre grænse for kundens tab på 8.000 kr. Pkt. 3 ovenfor skønnes at give mulighed for at opretholde disse regler.

Gennemførelsestid

Med direktivets bestemmelser om gennemførelsestid er det formålet at nedbringe den tid, det i dag tager at foretage en grænseoverskridende betaling. Ifølge direktiv 97/5/EF om grænseoverskridende pengeoverførsler må det højst tage seks dage, inden en kreditoverførsel når frem til modtager i et andet EU-land. Undersøgelser viser, at den gennemsnitlige gennemførelsestid for en sådan overførsel er knap tre dage. Fra politisk side har der været bred enighed om, at dette er for lang tid.

Direktivets regler for gennemførelsestid gælder for rene betalinger i euro samt nationale betalinger i andre EU-valutaer, fx kronebetalinger i Danmark. Desuden dækker de betalinger med én valutaomveksling mellem euro og en anden EU-valuta, hvis omvekslingen sker i det respektive ikke-euroland. En kreditoverførsel i euro fra en kronekonto i Danmark til en eurokonto i Tyskland vil således være omfattet af reglerne, men ikke en tilsvarende overførsel i danske kroner.

Ifølge direktivet skal en kreditoverførsel af ovennævnte type være gennemført senest ved udgangen af den følgende dag.⁵ Frem til 1. januar 2012 kan en betalingsformidler og kunde aftale, at tidsfristen i stedet skal være tre dage. For papirbaserede betalinger, fx betalinger med giroindbetalingskort, kan parterne desuden aftale, at gennemførelsestiden må være én dag længere.⁶

Direktivet fastlægger også regler for bogføringsdagen for såkaldte rene kontantindskud. Herved forstås indskud af kontanter på en konto i samme valuta som kontoens denomineringsvaluta og hos den betalingsformidler, hvor kontoen føres. Denne type indskud fra borgere skal bogføres på kundernes konti samme dag, som kontanterne indsættes, mens indskud fra virksomheder mv. skal være bogført senest den følgende dag.

Reglerne om gennemførelsestid har ligeledes haft en vis opmærksomhed fra dansk side. I Kommissionens oprindelige direktivforslag blev der lagt op til, at reglerne skulle gælde for betalinger i alle EU-valutaer. Det ville dog indebære meget høje omkostninger for betalingsformidlerne at leve op til et sådant krav for grænseoverskridende overførsler i andre EU-valutaer end euro uden en infrastruktur som i SEPA. Reglerne om gennemførelsestid blev derfor begrænset til ovennævnte betalinger.

¹ Alternativet hertil er enten det såkaldte our-princip, hvor betaler afholder alle omkostninger, eller ben-principet, hvor disse i stedet betales af modtager.

² Se fx Europa-Kommissionen, *Communication From the Commission, Sector Inquiry under Art 17 of Regulation 1/2003 on retail banking (Final Report)*, January 2007.

³ Den aftalte model for finansieringen af Dankortet er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Betalingsformidling i Danmark*, 2005, kapitel 7.

⁴ Dvs. handel, hvor både køber og sælger er fysisk til stede i forbindelse med transaktionen, modsat fx internethandel.

⁵ I regelsættet for de kommende kreditoverførsler i SEPA er gennemførelsestiden fastsat til tre dage. Som en konsekvens af direktivet skal dette ændres til én dag.

⁶ For debetbetalinger, dvs. kortbetalinger og direkte debitering, indebærer direktivets bestemmelser, at betalingsmidler og kunde selv kan aftale den maksimale gennemførelsestid.

Af andre generelle aftalevilkår fastlægger direktivet bl.a. regler for ændringer og ophør af en rammeaftale og en betalingsformidlers muligheder for at indstille brugen af et betalingsinstrument. Desuden indeholder det regler for en betalers ret til at få tilbageført en betaling og annullere en betalingsordre samt ansvaret for at udføre en betaling korrekt. På flere af disse områder er en harmoniseret lovgivning især nødvendig af hensyn til betalingsinstrumenterne i SEPA.

(V) Andre bestemmelser

Direktivet giver Europa-Kommissionen mulighed for at justere en række forhold i direktivet for at holde det ajour med den teknologiske udvikling og sikre en ensartet anvendelse af direktivet. Kommissionen kan bl.a. tilpasse definitionen af aktiviteter, som er betalingstjenester, jf. boks 1. I den forbindelse skal Kommissionen konsultere et nedsat betalingsudvalg med repræsentanter fra EU-landene.

Betalingstjenestedirektivet skal være gennemført i national lovgivning senest 1. november 2009. Det vil erstatte direktivet om grænseoverskridende pengeoverførsler fra 1997 og henstillingen fra samme år om elektroniske betalingsmidler. Forordningen fra 2001 om grænseoverskridende betalinger i euro vil fortsat være gældende.

GENNEMFØRELSE I DANMARK

Betalingstjenestedirektivet vil kræve en række ændringer af dansk lovgivning for betalinger. Den centrale lov på området er lov om visse betalingsmidler, betalingsmiddeloven, men direktivet vil også berøre andre danske love. For myndighederne i Danmark udestår et betydeligt arbejde med gennemførelsen af direktivet, og det følgende skal kun opfattes som foreløbige betragtninger herom.

En række betalingsmidler, der i dag reguleres i den danske betalingsmiddellov, er ikke omfattet af direktivet. Det drejer sig bl.a. om betalingsmidler, som kun kan anvendes hos udsteder. Et åbent spørgsmål er, hvilke regler der fremover skal gælde for disse betalingsmidler. Hvis det bliver betalingsmiddeloven, eventuelt med få ændringer, vil der med direktivet blive indført to sæt love for betalingsmidler i Danmark.

Direktivet indeholder omvendt også regler for betalingstjenester, der normalt udføres uden et betalingsmiddel. Et eksempel på en sådan betaling kan være en enkeltstående betaling, fx en pengeoverførsel, jf. boks 1. I Danmark er denne type betalingstjenester ikke reguleret i betalingsmiddeloven og kun i mindre omfang i anden lovgivning. Gennemførelsen af direktivet vil her kræve lovgivning på et nyt område.

Der skal også indføres ny lovgivning i Danmark for adgangen til at udbyde betalingstjenester som betalingsinstitut. Den tilsvarende lovgivning for andre instituttyper er samlet i lov om finansiel virksomhed. Ifølge foreløbige analyser er der i dag kun ganske få virksomheder i Danmark, der skal søge godkendelse som betalingsinstitut. Dette afhænger dog af den præcise udlægning af bestemmelserne, der fastlægger direktivets anvendelsesområde, jf. ovenfor.

Direktivet indeholder også regler for en del andre forhold, der ikke er reguleret i Danmark i dag. Det gælder ud over valørdage bl.a. betalers ret til at få tilbageført en betaling og annullere en betalingsordre samt betalingsformidlers mulighed for at indstille brugen af et betalingsmiddel. Et yderligere eksempel er gennemførelsestiden for nationale betalinger. Her bliver der ligeledes behov for at indføre ny lovgivning.

På en række andre områder skal den eksisterende lovgivning tilpasses, så den kommer i overensstemmelse med direktivet. Det gælder bl.a. reglerne om oplysningskrav, som i direktivet er beskrevet væsentlig mere detaljeret end i betalingsmiddeloven. I praksis skønnes der dog ikke at være stor forskel mellem de oplysninger, som fx danske pengeinstitutter normalt giver deres kunder, og direktivets oplysningskrav.

Som nævnt har EU-landene på flere områder mulighed for at træffe egne beslutninger, når de gennemfører direktivet. Det gælder for en række bestemmelser om adgangen til at udbyde betalingstjenester samt de generelle aftalevilkår. Disse beslutninger indebærer typisk forskellige afvejninger og vil i mange tilfælde kræve en politisk stillingtagen.

Pressemeddelelser

DEN 6. JUNI 2007: RENTEFORHØJELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 pct. til 4,25 pct. Diskontoen og foliorenten forhøjes med 0,25 pct. til 4,00 pct. Forhøjelsen har virkning fra 7. juni 2007.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet minimumsbudrenten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 pct. til 4,00 pct.

DEN 20. AUGUST 2007: NY SKIBSMØNT MED FREGATTEN JYLLAND SOM MOTIV

10. september 2007 udsender Nationalbanken en ny 20-kronemønt med Fregatten Jylland som motiv. Det er den anden temamønt i en serie med skibe som motiv.

Mønten præsenteres i dag på Fregatten Jylland i Ebeltoft Havn. Fregatten Jylland er verdens længste træskib og repræsenterer det ypperste inden for træskibsbygningskunst. Det viser samtidig overgangen til nye tider inden for skibsfart, idet fregatten som noget nyt kunne anvende både sejl og motorkraft. Fregatten blev bygget til den danske flåde og deltog bl.a. i søslaget ved Helgoland i 1864, hvor den opnåede status som nationalt symbol. Senere blev Fregatten anvendt som kongeskib for Christian IX. I dag er Fregatten Jylland en velbesøgt turistattraktion i Ebeltoft.

Motivet på mønten er udarbejdet af billedhuggeren Hans Pauli Olsen, som også har stået for motiverne til tårnmønterne Christiansborg Slot og Nólsoy Fyr samt eventyrmønten Den grimme ælling.

Mønten med Fregatten Jylland udsendes som 20-krone i 1,2 mio. eksemplarer og bliver del af de almindelige cirkulerende mønter. På møntens forside vises Dronningens portræt i profil. Portrættet er udformet af billedhugger, professor Mogens Møller.

Den nye temamønt med Fregatten Jylland kan fra 10. september 2007 købes i pengeinstitutter, i Nationalbankens Hovedkasse og på Den Kgl. Mønts hjemmeside www.kgl-moent.dk. På Den Kgl. Mønts hjemmeside findes også billeder af mønten. Den næste skibsmønt forventes udsendt i foråret 2008.

DEN 6. SEPTEMBER 2007: SIDSTE EVENTYRMØNT FÅR NATTERGALEN SOM MOTIV

Den femte og sidste mønt i serien af eventyrmønter udkommer 25. oktober 2007 med Nattergalen som motiv. Samtidig udsendes et møntsæt med de fem eventyrmønter samlet.

Mønten Nattergalen præsenteres i dag på H.C. Andersens Hus i Odense, som samtidig får overdraget modeller af de fem eventyrmønter.

Motivet på mønten er udarbejdet af billedhugger, professor Torben Ebbesen. Da historien om Nattergalen foregår i Kina, har han på mønten udformet de to kinesiske skrifttegn for nattergal.

"Motivet viser nattergalen siddende på en udsprunget kirsebærgren, som både er inde i og ude af et gyldent bur. Kirsebærgrenen er naturalistisk modelleret, og nattergalen gengivet flad som et kinesisk papirklip – men den bliver levende, når den som mønt flyver ind og ud af et andet gyldent bur, nemlig lommen", siger Torben Ebbesen.

10-kronemønten med Nattergalen udsendes i tre forskellige udgaver: som guldmønt i maksimalt 3.000 eksemplarer, som sølvmønt i maksimalt 30.000 eksemplarer og som almindelig 10-krone. Guldmønten koster 2.000 kroner, og sølvmønten koster 200 kroner. Den almindelige 10-krone præges i 1,2 mio. eksemplarer og bliver del af de cirkulerende mønter. På møntens forside vises Dronningens portræt i profil. Portrættet er udformet af billedhugger, professor Mogens Møller.

Mønterne i eventyrmøntsættet er fremstillet i en særlig fin kvalitet og præget med to slag mod normalt et slag. Eventyrmøntsættet udkommer i maksimalt 30.000 eksemplarer og koster 250 kroner. Det kan ligesom de nye eventyrmønter fra 25. oktober 2007 købes i pengeinstitutter, i Nationalbankens Hovedkasse og på Den Kgl. Mønts hjemmeside www.kgl-moent.dk. På Den Kgl. Mønts hjemmeside findes også billeder af mønten og en udtalelse fra Torben Ebbesen.

Tabelafsnit

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

Kilde- og signaturforklaring

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

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

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 14. september 2007.

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

RENTER OG AKTIEKURSIDEKSE

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente		Penge- markeds- rente, 3 mæne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100	
2002	2,75	2,95	2,75	2002	3,00	4,45	5,47	199,49
2003	2,00	2,15	2,00	2003	2,16	4,46	5,45	244,35
2004	2,00	2,15	2,00	2004	2,16	3,87	5,07	286,66
2005	2,25	2,40	2,25	2005	2,46	3,30	4,39	393,52
2006	3,50	3,75	3,50	2006	3,81	3,95	5,24	441,48
2006 6. okt ..	3,25	3,50	3,25	feb 07	3,98	3,96	5,23	455,44
8. dec ..	3,50	3,75	3,50	mar 07	4,06	4,05	5,23	466,59
2007 9. mar..	3,75	4,00	3,75	apr 07	4,16	4,23	5,33	485,46
7. jun ..	4,00	4,25	4,00	maj 07	4,28	4,49	5,48	500,57
				jun 07	4,31	4,61	5,63	483,69
				jul 07	4,37	4,42	5,59	499,66
14. sep ..	4,00	4,25	4,00	aug 07	4,60	4,37	5,54	496,30

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
2002	193,2	47,7	50,3	160,7	10,1	81,2	89,6
2003	224,2	49,7	44,0	157,3	12,9	48,0	122,2
2004	217,6	52,0	60,8	160,4	6,9	72,6	94,6
2005	212,3	56,2	56,4	207,6	12,8	135,3	85,1
2006	171,7	59,8	73,8	163,2	8,8	153,7	18,2
mar 07	181,3	58,2	68,4	160,9	7,0	129,7	38,2
apr 07	170,6	58,7	53,7	151,5	19,8	129,9	41,4
maj 07	171,7	59,8	59,1	126,4	19,1	109,7	35,8
jun 07	178,2	60,0	59,4	143,6	6,9	109,2	41,3
jul 07	184,3	59,7	35,3	153,4	21,0	103,0	71,5
aug 07	194,1	59,1	61,8	197,1	4,7	147,7	54,1

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			National- bankens netto- valuta- køb	National- bankens netto- obliga- tionskøb	Andre faktorer	Penge- og real- kreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Inden- landsk brutto- finansie- rings- behov	Salg af inden- landske stats- papirer	Likvi- ditets- påvirk- ning				Ændring	Ultimo
Mia.kr.								
2002	115,5	121,9	-6,4	45,4	-0,9	-2,4	35,7	89,6
2003	99,7	94,1	5,6	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
2004	75,5	92,6	-17,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005	39,5	30,9	8,6	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
2006	-14,5	16,2	-30,6	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	18,2
mar 07	-2,4	1,9	-4,3	1,0	0,0	1,9	-1,4	38,2
apr 07	5,6	1,4	4,2	-0,2	-0,1	-0,6	3,3	41,4
maj 07	-5,6	-0,9	-4,6	0,4	-0,1	-1,3	-5,6	35,8
jun 07	5,1	5,1	0,0	5,4	-0,5	0,5	5,5	41,3
jul 07	27,6	3,5	24,1	6,2	0,1	-0,1	30,2	71,5
aug 07	-30,8	-4,3	-26,5	9,8	-0,1	-0,5	-17,4	54,1

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

Ultimo	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Mia.kr.								
2002	3.198,5	79,9	1.944,6	142,8	36,5	723,3	1.125,9	-66,8
2003	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
2004	3.684,5	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-65,7
2005	4.227,5	107,8	2.584,2	75,3	53,4	971,3	1.321,3	-172,9
2006	4.681,8	116,8	2.953,9	51,1	60,2	1.076,8	1.437,4	-223,1
feb 07	4.806,6	116,9	3.010,2	47,5	62,3	1.097,1	1.444,5	-254,5
mar 07	4.879,1	115,7	3.056,8	42,0	65,9	1.130,9	1.456,8	-261,6
apr 07	4.930,0	114,9	3.068,0	41,8	65,4	1.114,5	1.465,6	-264,1
maj 07	5.007,8	115,1	3.091,4	46,9	66,3	1.129,3	1.451,1	-284,7
jun 07	5.077,6	118,2	3.143,0	43,2	63,7	1.140,5	1.451,9	-260,5
jul 07	5.081,2	117,1	3.142,9	44,9	62,4	1.154,2	1.472,6	-245,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
2002	...	6,6	5,1	7,3	-1,4	5,4	7,4	...
2003	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
2004	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
2005	...	10,6	15,0	-25,3	15,3	14,4	8,1	...
2006	...	8,3	14,3	-32,1	12,6	10,9	8,8	...
feb 07	...	9,0	14,6	-26,6	15,3	12,9	9,3	...
mar 07	...	6,5	13,9	-3,4	21,4	14,1	9,6	...
apr 07	...	3,2	13,3	-15,0	18,8	10,5	11,1	...
maj 07	...	3,8	13,0	-12,2	21,2	11,5	9,0	...
jun 07	...	2,5	13,1	-21,6	15,7	11,5	8,4	...
jul 07	...	2,7	12,7	-29,3	14,0	11,7	8,6	...

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

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid ≤ 2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel ≤ 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid ≤ 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
2002	39,0	399,1	438,1	102,7	18,5	559,3	6,6	45,2	611,2
2003	41,0	428,1	469,1	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,5
2004	43,7	492,8	536,5	119,2	21,0	676,7	2,0	20,2	699,0
2005	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,4	798,7
2006	50,8	648,5	699,3	143,0	17,9	860,1	8,0	21,3	889,5
feb 07	49,1	648,4	697,5	169,2	16,4	883,0	11,2	25,4	919,8
mar 07	49,9	669,8	719,7	174,1	16,5	910,3	9,9	28,9	949,2
apr 07	50,2	679,6	729,8	164,2	16,7	910,7	7,7	25,5	944,1
maj 07	50,5	677,6	728,2	174,2	16,7	919,0	11,1	25,0	955,3
jun 07	51,1	696,5	747,6	168,4	16,6	932,6	7,0	27,1	966,9
jul 07	50,6	715,1	765,7	187,3	16,3	969,4	8,1	28,0	1.005,7
Ændring i forhold til året før, pct.									
2002	...	...	3,9	...	...	4,6	...	...	11,8
2003	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	11,3
2004	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
2005	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,3
2006	...	...	8,7	...	...	10,8	...	...	11,4
feb 07	...	...	9,8	...	...	10,3	...	...	13,4
mar 07	...	...	10,4	...	...	11,7	...	...	12,6
apr 07	...	...	8,9	...	...	10,4	...	...	10,9
maj 07	...	...	7,3	...	...	9,9	...	...	10,9
jun 07	...	...	8,8	...	...	11,1	...	...	12,3
jul 07	...	...	10,8	...	...	13,2	...	...	14,5

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
2002	2.040,1	419,8	599,2	253,5	231,3	620,9	685,6	764,7
2003	2.204,4	468,7	662,9	271,5	285,7	764,4	823,8	795,1
2004	2.418,3	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
2005	2.862,9	651,6	920,1	396,6	370,0	858,3	972,0	1.065,6
2006	3.244,4	715,0	1.124,0	474,9	457,8	889,6	1.133,6	1.148,2
feb 07	3.380,8	704,5	1.155,0	475,1	469,9	1.019,4	1.224,1	1.150,5
mar 07	3.447,7	758,6	1.181,5	487,7	487,1	976,7	1.222,0	1.191,9
apr 07	3.470,9	764,8	1.178,7	489,0	488,4	965,5	1.171,5	1.198,0
maj 07	3.522,4	804,3	1.187,7	492,5	489,4	945,2	1.205,8	1.205,8
jun 07	3.587,8	825,3	1.222,1	507,9	511,5	943,1	1.187,5	1.264,4
jul 07	3.567,0	822,9	1.204,1	509,0	496,4	940,0	1.118,3	1.306,7
Ændring i forhold til året før, pct.								
2002	...	18,9	1,9	0,1	1,1	7,2	9,3	6,5
2003	...	10,7	2,5	7,1	3,1	21,8	18,8	3,9
2004	...	5,6	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
2005	...	31,6	21,9	22,1	19,5	10,0	18,1	17,3
2006	...	9,7	22,2	19,8	23,7	3,6	16,6	7,8
feb 07	...	19,7	23,4	20,7	23,6	14,5	28,3	10,1
mar 07	...	23,3	21,4	19,4	24,0	9,4	26,3	10,7
apr 07	...	26,2	19,5	19,1	22,1	7,4	19,1	11,9
maj 07	...	26,1	19,2	18,7	20,1	3,1	17,1	10,7
jun 07	...	30,5	18,3	18,4	21,7	4,4	13,6	14,7
jul 07	...	26,7	18,0	18,2	19,4	5,8	7,6	18,5

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

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
2002	1.721,8	77,3	1.285,1	988,0	259,2	338,5	58,9	1.584,2
2003	1.863,8	100,9	1.394,6	1.072,1	284,4	342,6	32,6	1.729,0
2004	2.097,4	91,2	1.489,9	1.141,3	307,9	481,2	26,1	1.952,5
2005	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
2006	2.699,9	245,1	1.834,8	1.407,7	370,8	574,1	226,5	2.297,9
feb 07	2.236,3	189,5	1.859,6	1.427,0	376,5	145,3	178,8	1.905,5
mar 07	2.281,5	227,6	1.875,1	1.436,8	381,0	148,1	191,0	1.929,9
apr 07	2.283,8	208,4	1.888,8	1.446,7	384,9	146,8	191,5	1.921,7
maj 07	2.322,3	219,8	1.904,0	1.458,3	388,9	152,3	201,1	1.921,5
jun 07	2.370,0	248,9	1.920,9	1.469,8	392,5	163,0	209,5	1.933,6
jul 07	2.378,4	237,1	1.937,9	1.482,0	397,4	160,1	214,2	1.945,8
Ændring i forhold til året før, pct.								
2002	...	-12,5	7,8	8,9	5,0	20,6	6,7	11,5
2003	...	30,6	8,5	8,5	9,7	1,2	-44,8	9,1
2004	...	-9,6	6,8	6,5	8,3	40,4	-19,9	12,9
2005	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6
2006	...	141,7	10,2	9,9	10,9	-11,0	49,3	2,7
feb 07	...	53,5	10,0	9,7	10,9	3,3	77,0	7,5
mar 07	...	44,2	9,7	9,3	9,8	-4,2	65,8	7,6
apr 07	...	65,6	9,6	9,1	10,1	4,3	78,8	8,9
maj 07	...	82,4	9,4	8,9	10,8	4,4	76,2	7,9
jun 07	...	54,1	9,5	8,9	10,9	2,1	73,4	7,6
jul 07	...	80,0	9,4	8,8	10,4	3,2	76,9	7,0

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia.kr.								
Ultimo									
2002	1.917,0	1.241,6	619,2	631,8	253,5	353,0	1.285,1	988,0	266,2
2003	2.087,7	1.343,6	683,1	693,2	271,5	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
2004	2.276,0	1.466,1	741,0	786,0	324,8	426,8	1.489,9	1.141,3	314,2
2005	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
2006	3.000,4	1.882,6	1.014,9	1.165,7	474,9	636,6	1.834,8	1.407,7	378,3
feb 07	3.050,8	1.902,1	1.042,7	1.191,2	475,1	658,6	1.859,6	1.427,0	384,2
mar 07	3.092,7	1.924,5	1.065,6	1.217,6	487,7	676,6	1.875,1	1.436,8	389,0
apr 07	3.102,2	1.935,6	1.065,1	1.213,4	489,0	672,2	1.888,8	1.446,7	392,9
maj 07	3.126,4	1.950,7	1.074,2	1.222,5	492,5	677,6	1.904,0	1.458,3	396,7
jun 07	3.177,7	1.977,6	1.095,6	1.256,8	507,9	695,3	1.920,9	1.469,8	400,3
jul 07	3.176,8	1.991,0	1.082,3	1.238,9	509,0	676,4	1.937,9	1.482,0	405,9
Ændring i forhold til året før, pct.									
2002	5,7	6,9	4,1	1,5	0,1	3,1	7,8	8,9	5,5
2003	6,1	8,2	2,7	1,5	7,1	-1,7	8,5	8,5	9,3
2004	9,0	9,1	8,5	13,4	19,6	8,8	6,8	6,5	8,0
2005	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8
2006	14,8	12,2	19,1	22,7	19,8	24,7	10,2	9,9	10,7
feb 07	14,9	12,3	19,2	23,4	20,7	24,8	10,0	9,7	10,7
mar 07	14,0	11,7	17,8	21,4	19,4	23,0	9,7	9,3	9,7
apr 07	13,1	11,4	16,2	19,2	19,1	20,1	9,6	9,1	10,0
maj 07	12,9	11,2	16,1	18,9	18,7	19,6	9,4	8,9	10,5
jun 07	12,8	11,2	16,0	18,1	18,4	19,2	9,5	8,9	10,7
jul 07	12,4	11,1	15,1	17,5	18,2	18,1	9,4	8,8	10,4

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

	Indeks-lån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo	Mia.kr.							
2002	103,6	816,0	365,0	200,4	1.284,6	82,5	...	
2003	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4	
2004	94,6	737,6	656,1	378,4	1.488,4	84,9	170,5	
2005	88,6	760,1	814,1	576,2	1.662,8	80,5	315,5	
2006	83,5	878,4	870,7	639,5	1.832,7	85,7	432,2	
feb 07	83,9	895,6	878,0	648,8	1.857,5	88,2	446,6	
mar 07	84,2	905,1	883,6	652,7	1.872,9	90,8	456,7	
apr 07	84,4	939,5	862,7	632,4	1.886,6	92,4	464,6	
maj 07	84,1	920,3	898,0	665,9	1.902,4	93,9	474,2	
jun 07	81,7	934,1	902,8	669,2	1.918,6	96,8	486,4	
jul 07	81,6	1.006,3	847,3	612,5	1.935,2	99,8	498,2	

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
2. kv. 05	4,9	6,5	4,6	2,7	1,7	1,3	1,7	2,1
3. kv. 05	4,8	6,3	4,5	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
4. kv. 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
1. kv. 06	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
2. kv. 06	5,0	6,4	4,7	3,1	2,1	1,8	2,3	2,6
3. kv. 06	5,2	6,6	5,0	3,3	2,4	2,1	2,5	2,8
4. kv. 06	5,4	6,8	5,2	3,5	2,7	2,4	2,9	3,2
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
feb 07	5,7	7,2	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
mar 07	5,7	7,1	5,5	3,8	3,3	3,0	3,3	3,6
apr 07	5,9	7,2	5,6	4,0	3,3	3,0	3,3	3,7
maj 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,3	3,0	3,3	3,7
jun 07	6,0	7,3	5,8	4,1	3,5	3,2	3,6	3,9
jul 07	6,1	7,4	5,9	4,2	3,6	3,3	3,6	3,9

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæ- dinge	Udland
		Mia.kr.					
Ultimo							
2002	288,9	180,8	89,5	153,6	68,9	52,7	8,9
2003	367,1	237,2	108,7	188,2	103,2	60,4	12,3
2004	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
2005	794,7	412,1	286,4	265,7	236,5	263,0	24,4
2006	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
2. kv. 06	835,0	404,0	327,8	269,6	259,1	277,0	24,6
3. kv. 06	879,0	424,7	351,6	282,4	272,6	292,6	25,9
4. kv. 06	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
1. kv. 07	952,2	437,2	393,6	297,2	302,6	312,0	29,6
2. kv. 07	980,2	429,8	426,7	299,4	319,8	321,0	30,0
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
2. kv. 06	...	5,0	14,6	3,4	11,7	4,7	-1,8
3. kv. 06	...	9,7	5,8	4,6	1,0	3,8	0,2
4. kv. 06	...	9,2	5,3	1,7	3,3	0,0	1,2
1. kv. 07	...	7,5	1,3	-0,1	9,9	5,5	0,5
2. kv. 07	...	5,5	9,2	2,6	12,8	6,8	-3,4

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.							
2002	1.999,8	414,7	479,8	222,9	1.411,6	189,6	384,3	162,3
2003	2.124,2	419,6	488,2	210,0	1.523,9	207,9	488,1	208,6
2004	2.393,0	429,7	493,1	228,3	1.785,9	198,6	592,1	244,5
2005	2.560,1	461,2	435,2	205,1	2.002,9	252,5	827,1	298,2
2006	2.555,2	457,9	387,6	172,2	2.041,2	279,5	950,9	352,5
feb 07	2.103,2	450,5	367,6	170,5	1.614,1	272,6	968,5	361,9
mar 07	2.108,3	467,5	353,2	181,1	1.633,5	278,9	989,3	379,1
apr 07	2.103,8	451,3	347,2	171,2	1.631,1	272,3	1.032,3	407,7
maj 07	2.092,7	452,4	336,2	173,1	1.632,1	270,2	1.072,1	432,3
jun 07	2.098,2	461,5	332,7	176,4	1.640,0	275,8	1.037,2	427,7
jul 07	2.193,4	473,8	342,2	170,8	1.726,0	292,9	1.072,3	417,7

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
	Mia.kr.							
Ultimo								
2002	583	188	320	1.171	2.262	1.431	830	2.261
2003	620	166	399	1.262	2.449	1.509	940	2.449
2004	668	175	472	1.397	2.712	1.644	1.068	2.712
2005	753	173	612	1.608	3.145	1.834	1.311	3.145
2006	805	181	711	1.673	3.369	2.033	1.336	3.370
1. kv. 06	764	166	645	1.595	3.170	1.879	1.291	3.170
2. kv. 06	786	169	628	1.551	3.134	1.924	1.210	3.134
3. kv. 06	789	175	670	1.635	3.269	1.982	1.287	3.269
4. kv. 06	805	181	711	1.673	3.369	2.033	1.336	3.370
1. kv. 07	821	178	719	1.690	3.407	2.077	1.331	3.408

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiel netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo									
2002	533	117	639	1.290	1.130	96	937	-872	1.290
2003	661	121	643	1.425	1.152	109	1.124	-960	1.426
2004	642	163	738	1.542	1.209	144	1.239	-1.050	1.542
2005	722	164	966	1.852	1.340	148	1.488	-1.125	1.852
2006	714	148	1.113	1.976	1.551	140	1.598	-1.314	1.976
1. kv. 06	762	150	1.046	1.959	1.462	131	1.516	-1.151	1.958
2. kv. 06	767	144	1.000	1.910	1.472	149	1.443	-1.154	1.909
3. kv. 06	747	150	1.060	1.958	1.516	145	1.518	-1.222	1.958
4. kv. 06	714	148	1.113	1.976	1.551	140	1.598	-1.314	1.976
1. kv. 07	808	144	1.129	2.081	1.626	139	1.657	-1.340	2.082

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 15

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
2002	64,3	17,8	82,1	-24,7	-23,3	34,1
2003	65,9	23,2	89,2	-16,8	-24,0	48,3
2004	54,5	19,8	74,4	-2,4	-27,7	44,2
2005	44,7	38,5	83,2	0,7	-24,7	59,1
2006	20,1	39,7	59,7	8,3	-26,9	41,2
aug 05 - jul 06	31,7	40,5	72,2	7,0	-25,8	53,4
aug 06 - jul 07	5,1	35,6	40,6	12,9	-26,7	26,8
feb 07	-3,1	1,7	-1,4	-0,2	-3,3	-5,0
mar 07	0,9	2,8	3,8	-2,2	-2,7	-1,2
apr 07	-1,1	3,5	2,4	2,0	-2,1	2,3
maj 07	-1,1	2,5	1,5	4,0	-1,6	3,9
jun 07	1,6	3,5	5,1	1,8	-1,5	5,4
jul 07	0,3	3,0	3,3	1,8	-1,6	3,5

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

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Forderings- erhver- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ²	National- bankens transakti- oner med udlandet ³
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
	Mia.kr.						
2002	35,3	-44,9	52,3	1,2	21,3	-19,8	45,4
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	59,5	-6,2
2005	60,8	-90,1	78,6	-66,9	23,9	-18,1	-11,8
2006	40,9	-48,6	41,8	-104,2	78,5	-46,3	-37,9
aug 05 - jul 06	52,7	-104,2	84,2	-70,6	57,1	-64,3	-45,1
aug 06 - jul 07	26,5	-64,7	18,1	39,0	-25,9	10,2	3,2
feb 07	-5,0	-36,0	6,3	-36,4	75,8	-0,6	4,1
mar 07	-1,2	-16,9	6,1	81,9	-59,8	-6,2	3,9
apr 07	2,3	-11,8	4,2	-0,9	-25,2	21,0	-10,4
maj 07	3,9	-4,1	13,7	-5,8	4,7	-11,0	1,4
jun 07	5,4	-2,4	-1,4	40,6	-31,4	-4,2	6,6
jul 07	3,6	-4,8	-8,9	-11,7	16,0	11,9	6,1

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

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2002	8,5	24,0	4,9	-34,8	-1,4	1,2
2003	-30,3	66,3	9,1	-121,5	-21,9	-98,3
2004	-6,2	56,9	9,7	-104,4	-43,0	-87,1
2005	20,9	123,4	-19,5	-108,2	-83,5	-66,9
2006	10,6	66,4	-28,1	-21,2	-131,9	-104,2
feb 07	-0,2	5,1	7,5	-20,3	-28,5	-36,4
mar 07	13,1	31,2	-1,1	46,5	-7,8	81,9
apr 07	-2,9	9,2	7,8	-7,0	-8,1	-0,9
maj 07	7,1	0,9	2,7	-12,8	-3,8	-5,8
jun 07	15,5	2,4	0,3	-5,1	27,6	40,6
jul 07	8,6	-20,4	6,5	-1,6	-4,7	-11,7

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

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
Aktiver										
2002	465	148	253	359	14	57	451	34	199	1.979
2003	413	198	309	446	17	57	518	31	230	2.220
2004	459	214	369	548	48	31	584	20	223	2.495
2005	560	244	555	684	70	34	720	19	217	3.103
2006	620	230	738	671	57	37	827	28	178	3.385
1. kv. 06	578	256	674	633	62	36	730	24	186	3.178
2. kv. 06	577	264	639	607	42	39	743	26	186	3.122
3. kv. 06	607	283	677	643	68	36	811	27	185	3.336
4. kv. 06	620	230	738	671	57	37	827	28	178	3.385
1. kv. 07	645	239	801	654	28	41	883	30	185	3.507
Passiver										
2002	393	194	146	756	•	30	669	13	4	2.206
2003	434	162	186	762	•	28	801	13	4	2.391
2004	427	202	238	857	•	17	819	27	2	2.589
2005	506	225	307	1.020	•	23	970	29	3	3.083
2006	518	265	360	1.063	•	27	1.140	42	4	3.420
1. kv. 06	535	240	289	1.008	•	24	1.036	33	1	3.166
2. kv. 06	537	242	269	1.010	•	25	1.066	34	1	3.186
3. kv. 06	546	273	292	1.056	•	26	1.111	42	2	3.349
4. kv. 06	518	265	360	1.063	•	27	1.140	42	4	3.420
1. kv. 07	523	272	388	1.130	•	28	1.222	43	1	3.607
Nettoaktiver										
2002	73	-45	106	-397	14	27	-218	20	195	-225
2003	-21	36	123	-315	17	29	-283	19	226	-170
2004	32	12	131	-309	48	14	-234	-7	221	-93
2005	54	19	249	-336	70	11	-250	-10	214	20
2006	101	-35	378	-392	57	9	-312	-14	174	-34
1. kv. 06	43	17	385	-376	62	12	-306	-9	185	12
2. kv. 06	39	22	369	-404	42	14	-323	-7	185	-64
3. kv. 06	61	10	385	-414	68	10	-301	-15	182	-13
4. kv. 06	101	-35	378	-392	57	9	-312	-14	174	-34
1. kv. 07	123	-33	414	-476	28	13	-339	-13	184	-100

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

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
	Mia.kr.							
2002	1.372,7	652,3	360,2	270,8	9,3	1.292,6	648,3	568,2
2003	1.400,7	666,9	371,2	271,8	3,2	1.313,1	635,1	547,6
2004	1.459,4	708,5	388,5	285,5	4,9	1.387,4	666,8	594,8
2005	1.552,0	754,1	401,4	319,2	3,9	1.478,6	757,1	683,8
2006	1.642,2	793,5	419,6	370,8	9,6	1.593,6	853,1	804,5
2. kv. 06	415,5	199,6	104,4	94,1	3,2	401,2	213,0	198,8
3. kv. 06	410,2	193,8	104,8	91,4	3,7	393,6	217,3	200,7
4. kv. 06	426,6	207,7	108,8	102,7	0,6	419,8	222,4	215,6
1. kv. 07	408,3	199,8	106,1	95,7	4,8	406,4	212,1	210,2
2. kv. 07	423,6	204,6	108,6	100,2	3,0	416,4	215,3	208,1

Realvækst i forhold til året før, pct.

2002	0,5	1,5	2,1	0,1	...	1,7	4,1	7,5
2003	0,4	1,0	0,7	-0,2	...	0,0	-1,0	-1,6
2004	2,1	4,7	1,6	5,6	...	4,1	2,2	7,0
2005	3,1	4,2	1,1	9,6	...	4,4	7,3	10,8
2006	3,5	3,1	1,5	13,0	...	5,3	10,1	14,4
2. kv. 06	2,5	3,2	1,1	12,4	...	4,6	8,4	13,4
3. kv. 06	3,0	1,5	1,3	13,0	...	5,5	7,9	13,3
4. kv. 06	3,5	2,6	1,9	12,1	...	5,1	9,6	13,2
1. kv. 07	2,7	1,9	1,8	12,5	...	5,1	5,4	9,9
2. kv. 07	0,6	0,8	1,8	2,6	...	1,4	1,1	2,8

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

2. kv. 06	1,6	1,4	0,2	6,2	...	2,2	2,8	4,5
3. kv. 06	0,2	-1,0	0,6	1,1	...	-0,1	0,1	0,8
4. kv. 06	0,5	0,6	0,8	2,2	...	1,1	1,9	3,4
1. kv. 07	0,3	0,9	0,2	2,4	...	1,1	0,4	0,8
2. kv. 07	-0,4	0,2	0,3	-2,9	...	-0,6	-1,3	-2,2

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

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
		Vægtfordeling i pct.								
	100	10,8	19,6	69,6	7,7	4,5	57,4	50,7	16,2	34,5
Vækst i forhold til året før, pct.										
2002	2,4	2,1	1,8	2,6	2,6	5,0	2,5	2,5	0,1	3,6
2003	2,0	0,9	0,7	2,6	2,7	8,1	2,1	1,9	0,4	2,6
2004	0,9	2,6	-2,1	1,5	2,8	4,8	1,1	0,8	1,1	0,6
2005	1,7	7,6	1,0	1,0	2,4	3,2	0,6	0,7	3,4	-0,6
2006	1,9	5,3	2,2	1,2	2,1	0,9	1,1	1,3	3,1	0,4
1. kv. 05	1,1	4,6	0,3	0,7	2,4	4,0	0,2	0,3	2,8	-0,9
2. kv. 05	1,6	6,7	0,6	1,0	2,3	3,2	0,7	0,7	3,5	-0,6
3. kv. 05	2,2	10,1	1,5	1,1	2,3	3,0	0,8	0,8	3,9	-0,6
4. kv. 05	2,0	8,9	1,5	1,0	2,3	2,6	0,7	0,9	3,3	-0,2
1. kv. 06	2,0	8,9	0,9	1,2	2,2	2,6	1,0	1,1	3,7	-0,1
2. kv. 06	2,0	8,3	1,9	1,0	2,0	0,4	1,0	1,1	3,8	-0,2
3. kv. 06	1,8	3,9	2,6	1,3	2,0	0,2	1,2	1,6	3,2	0,8
4. kv. 06	1,6	0,4	3,5	1,3	2,0	0,4	1,3	1,3	1,9	1,0
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

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2006.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 57,4 pct. af HICP's vægtgrundlag og 51,7 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartaloversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri ¹	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
Pct. af arbejds- styrken	2000=100	2000=100	Stk.	Nettotal					
2002	5,2	102,9	103,6	3.041	111.598	1	-4	-14	5
2003	6,2	102,5	107,8	3.039	96.501	1	-6	-18	-2
2004	6,4	102,1	113,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
2005	5,7	103,8	120,1	1.874	148.578	9	1	7	20
2006	4,5	108,0	124,0	1.231	156.716	10	9	21	24
Sæsonkorrigeret									
mar 07	3,8	115,5	128,2	81	13.342	10	8	11	23
apr 07	3,7	112,2	125,3	106	12.225	8	3	7	20
maj 07	3,6	109,3	124,2	111	12.715	8	5	4	19
jun 07	3,5	111,3	126,7	147	12.614	10	-1	6	20
jul 07	3,3	113,8	127,6	120	13.451	9	1	7	15
aug 07	...	...	...	125	...	4	3	8	18

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2002	2.784	1.932	128,5	128,5	120,4	168,0
2003	2.748	1.909	133,3	133,8	124,1	173,2
2004	2.748	1.908	137,4	138,0	127,5	188,6
2005	2.767	1.930	141,4	141,8	130,7	221,9
2006	2.822	1.987	145,8	146,2	134,0	268,7
Sæsonkorrigeret						
2. kv. 06	2.809	1.974	144,9	145,5	133,5	270,3
3. kv. 06	2.828	1.993	146,5	146,7	134,3	276,3
4. kv. 06	2.855	2.020	147,4	147,9	135,1	273,5
1. kv. 07	2.884	2.049	148,9	149,3	136,0	273,6
2. kv. 07	2.884	2.048	150,2	151,0	136,5	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2002	-0,1	-0,4	3,9	4,0	2,9	3,7
2003	-1,3	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,1
2004	0,0	0,0	3,1	3,1	2,7	8,9
2005	0,7	1,2	2,9	2,7	2,5	17,6
2006	2,0	2,9	3,1	3,1	2,5	21,1
2. kv. 06	1,8	2,7	3,2	3,2	2,8	25,4
3. kv. 06	2,0	2,9	3,1	3,2	2,6	21,2
4. kv. 06	2,5	3,5	3,1	3,2	2,6	13,8
1. kv. 07	3,2	4,6	3,3	3,4	2,2	7,4
2. kv. 07	2,7	3,7	3,7	3,8	2,2	...

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	GBP	SEK	NOK	USD	JPY	CHF
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2002	743,04	1.182,10	81,12	99,03	788,12	6,2969	506,47
2003	743,07	1.074,99	81,45	93,03	658,99	5,6840	488,88
2004	743,98	1.096,69	81,54	88,90	598,93	5,5366	481,96
2005	745,19	1.090,02	80,29	93,11	600,34	5,4473	481,30
2006	745,91	1.094,32	80,62	92,71	594,70	5,1123	474,22
mar 07	744,94	1.095,18	80,11	91,59	562,59	4,7992	462,01
apr 07	745,29	1.097,13	80,70	91,80	551,11	4,6359	455,05
maj 07	745,18	1.093,81	80,95	91,55	551,24	4,5669	451,53
jun 07	744,51	1.102,19	79,81	92,40	555,08	4,5245	449,98
jul 07	744,10	1.103,37	81,02	93,74	542,54	4,4627	449,15
aug 07	744,29	1.098,33	79,84	93,35	546,40	4,6817	454,32

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
2002	97,7	229,9	216,5	103,8	103,5	93,8
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	107,6	109,4	100,0
2006	101,6	246,2	232,7	107,7	110,2	102,2
mar 07	102,8	250,2	236,1	108,9	111,7	103,5
apr 07	103,1	250,6	237,1	108,8	...	104,2
maj 07	103,1	251,1	237,6	108,8	...	104,4
jun 07	103,1	250,8	237,9	108,7	113,2	104,5
jul 07	103,2	249,7	...	...	...	104,3
aug 07	103,2	249,3	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
2002	0,9	2,4	1,7	1,6	2,0	2,2
2003	3,6	2,1	1,7	3,9	4,7	2,1
2004	1,0	1,2	1,7	0,4	1,3	2,2
2005	-0,6	1,8	1,9	-0,6	-0,3	2,2
2006	0,0	1,9	2,0	0,0	0,7	2,2
mar 07	1,7	2,0	2,2	1,3	2,4	1,9
apr 07	1,6	1,7	2,1	1,0	...	1,9
maj 07	1,3	1,8	2,0	1,0	...	1,9
jun 07	1,2	1,4	2,0	0,5	2,8	1,9
jul 07	1,3	1,2	...	...	...	1,8
aug 07	1,3	1,1	...	...	...	...

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

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

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

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

- **Nyt-publikation** med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt 1-2 sider med oversigtstabeller.
- **Tabeltillæg** indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

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

Statistikbank

Ovennævnte statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der indgår i publikationerne. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data tilbage i tid så langt som muligt. Fra 1. oktober 2007 har Danmarks Statistik og Nationalbanken indledt et samarbejde, hvorefter Nationalbankens statistik offentliggøres via Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via www.nationalbanken.statistikbank.dk.

Særlige opgørelser

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

Udgivelseskalender

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