

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt - 1. kvartal 1998

Kvartalsoversigten udgives af Danmarks Nationalbank og udkommer 4 gange om året.

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen.

Redaktør: Anders Møller Christensen.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank, Biblioteket, Havnegade 5, 1093 København K.

Telefon 33 63 60 40 (direkte) eller 33 63 63 63.

Kvartalsoversigt - 1. kvartal 1998

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Ny statistisk Månedsoversigt	16
Euromønternes nationale side	18
Inflationsudviklingen i USA og EU - "ny økonomi"?	
v/Tom Nordin Christensen, Økonomisk Afdeling	21
<i>Lav inflation, i USA kombineret med fortsatte fald i arbejdsløsheden til det laveste niveau i årtier, har ført til overvejelser om permanente forbedringer i inflationsprocessen. Der udtrykkes skepsis desangående, og det påpeges, at tilsvarende tanker blev udtrykt i 1960'erne.</i>	
Det danske valutamarked	
v/Henrik Smed Krabbe, Handelsafdelingen og	
Lisbeth Stausholm Pedersen, Økonomisk Afdeling	35
<i>De institutionelle forhold i det danske valutamarked gennemgås. Omsætningen varierer betydeligt over tiden og er koncentreret på få valutahandlere, men prisdannelsen må normalt anses for skarp.</i>	
Mindsterenten og 4 pct.-markedet	
v/Mads Gosvig og Jeppe Ladekarl, Kapitalmarkedsafdelingen	45
<i>Siden oktober 1996 er der udstedt obligationer for ca. 100 mia.kr. med en kuponrente på 4 pct. Faktorer på udbuds- og efterspørgselssiden gennemgås, herunder mindsterentens fastsættelse og betydning. Referencerenten bag mindsterenten må anses for uhensigtsmæssigt volatil.</i>	
Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg	
på Finansrådets årsmøde den 3. december 1997	57
Tabel- og figurafsnit	

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Oversigten vedrører perioden fra november 1997 til midten af februar 1998

Hovedvalutaerne

Dollaren er fra november 1997 og frem til midten af februar 1998 steget ca. 7 pct. over for D-mark, mens kursen over for yen er stort set uændret. Dollaren er gennem de seneste tre år blevet styrket over for de to valutaer. Den effektive dollarkurs er, når de større sydøstasiatiske valutaer indregnes, styrket 25 pct. siden foråret 1995.

Den amerikanske økonomi udviser stadig robust vækst med forsat fald i arbejdsløsheden, der nu er nede under 5 pct. På trods af dette er prisstigningstakten stadigvæk beskeden, mens der har været en vis opgang i lønstigningstakten.

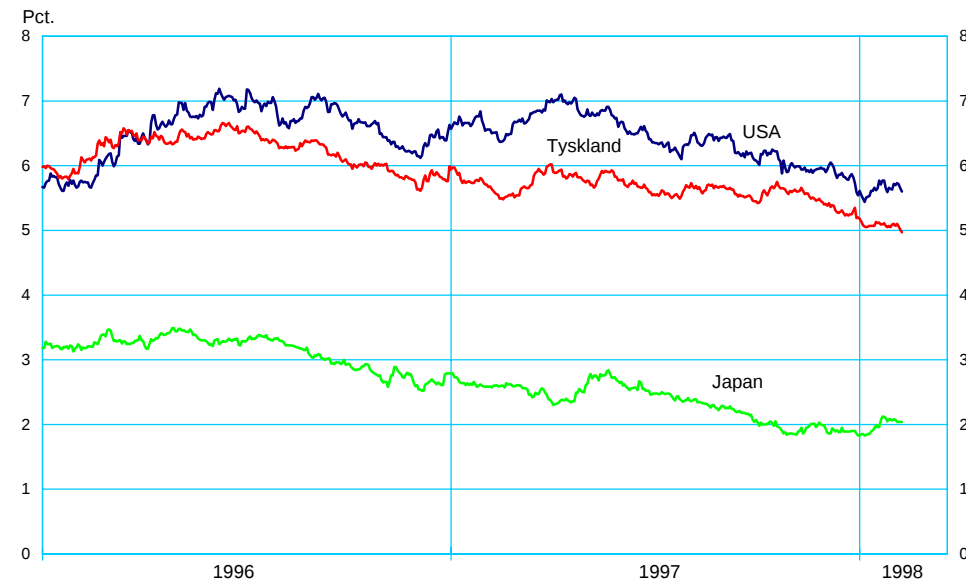
Markedernes tillid til, at inflationen i USA også fremover vil være beskeden, understreges bl.a. af udviklingen i den lange rente, der har været faldende siden foråret 1997, og i begyndelsen af indeværende år nåede ned på et historisk lavt niveau. Renten på den toneangivende 30-årige amerikanske statsobligation var i begyndelsen af januar 1998 5,8 pct., hvilket er det laveste niveau siden 1977, hvor man begyndte at udstede 30-årige statsobligationer. I anden halvdel af januar steg renten en smule igen. En del af forklaringen på det seneste fald i den amerikanske obligationsrente er sandsynligvis krisen i Sydøstasien, der på kort sigt får investorerne til at søge placeringsmuligheder uden for det sydøstasiatiske område med en vis præference for obligationer under indtryk af, at krisen ventes at dæmpe inflationen i USA og Europa.

Den lange tyske rente, der ligger under den amerikanske, jf. figur 1, er også faldet, men mindre end den amerikanske, med en indsnævring af rentespændet over for USA til følge. I den forløbne del af 1998 har der dog igen været en mindre udvidelse af rentespændet, der midt i februar var omkring 60 basispunkter.

De pengepolitisk styrede renter i USA har været uændrede siden marts 1997. 3-måneders pengemarkedsrenten steg i løbet af efteråret, men faldt markant i begyndelsen af 1998. Dette skal sandsynligvis også ses i lyset af den alvorlige krise i Sydøstasien, som har mindsket markedets forventninger til en snarlig renteforhøjelse i USA.

De pengepolitisk styrede renter i Tyskland har været uændrede siden oktober 1997, hvor genkøbsrenten blev forhøjet med 0,3 pct. Renteforhøjelsen blev fulgt af stigende korte renter, men i midten af december vendte

Figur 1

Lange obligationsrenter

Anm.: 10-årige statsobligationer.

udviklingen, og 3-måneders pengemarkedsrenten er siden faldet $\frac{1}{4}$ pct. Dette afspejler, at der ikke i markedet er stærke forventninger om en snarlig tysk renteforhøjelse. Den tyske rentestruktur er gennem det seneste halve år blevet stadigt fladere som følge af, at den lange rente er faldet mere end den korte. Udviklingen tyder på, at markederne har tillid til, at inflationen fortsat vil være moderat, når Den Europæiske Centralbank (ECB) overtager styringen af pengepolitikken i euroområdet fra den 1. januar 1999.

Den japanske økonomi har i den forløbne del af 1990'erne været præget af stagnation, hvilket har medført store problemer for specielt den finansielle sektor, der plages af nødlidende lån bl.a. som følge af et kraftigt fald i ejendoms- og jordpriserne. Omfanget af nødlidende lån i japanske banker er af det japanske finansministerium opgjort til 12 pct. af udlånene, hvilket er af samme størrelsesorden som i de nordiske lande i forbindelse med bankkrisen i Sverige, Norge og Finland i første halvdel af 1990'erne.

Krisen i resten af regionen har forværret problemerne i den japanske finansielle sektor, dels via afsmitning på de japanske aktiekurser, der midt i februar var 15 pct. under niveauet i juli sidste år, og dels via potentielle problemer med japanske bankers lån til låntagere i de andre kriseramte lande i regionen. Faldende aktiepriser udhuler japanske bankers kapitalgrund-

lag, hvilket har medført en kraftig opstramning af banksektorens udlånsaktivitet. Dette øger risikoen for, at stagnationen i resten af økonomien uddybes.

Situationen har medført en forringelse af japanske bankers internationale kreditværdighed med stigende låneomkostninger til følge. I efteråret 1997 gik to banker og et større børsrådgiverselskab konkurs. Et problem, som præger specielt Japan, er en udpræget mangel på åbenhed og gennemskelighed, hvilket vanskeliggør en afbalanceret vurdering af vanskelighedernes omfang. Dette er med til at svække tilliden generelt. I januar gik finansministeren af som følge af anklager om korruption i det japanske finanstilsyn, hvis opgave det er at kontrollere den finansielle sektor.

I februar blev en plan for omfattende offentlig støtte til den finansielle sektor vedtaget. Støtten vil blive givet gennem den japanske indskydergarantifond og skal bl.a. styrke fondens hidtidige arbejde med at sikre indskyderne i tilfælde af lukning af banker. Som noget nyt får fonden herudover adgang til at styrke kapitalgrundlaget i levedygtige finansielle institutioner gennem indskud af kapital.

En afhjælpning af Japans økonomiske problemer på lidt længere sigt vil kræve strukturreformer og deregulering af den meget regulerede økonomi. Derimod er der med en diskonto på kun 0,5 pct. og et budgetunderskud i 1997 på over 5 pct. af BNP ikke mange tilbageværende muligheder for at få gang i økonomien ved at føre ekspansiv penge- og finanspolitik.

Valutakrisen i Sydøstasien

Uro på markederne i Sydøstasien tvang i sommeren 1997 først Thailand og siden Indonesien, Malaysia, Philippinerne samt senere Singapore og Taiwan til at opgive den hidtil førte fastkurspolitik.¹⁾ Efterfølgende er de respektive valutaer blevet svækket markant over for dollar, en svækkelse som er fortsat ind i 1998, hvor især den indonesiske valuta, rupiah, er blevet ramt. I begyndelsen af februar var der dog tegn på en vis stabilisering af valutaerne i området. Udover valutaerne er også aktiemarkederne i Sydøstasien blevet ramt af store kursfald.

Krisen bredte sig sidst på året til Sydkorea med kraftige kursfald på aktie- og valutamarkederne. Værdien af den sydkoreanske valuta, won, er siden november blevet næsten halveret over for dollar, og volatiliteten i markedet er betydelig. Sydkorea er næst efter Japan og Kina den største økonomi i området.

¹⁾ Se Niels Peter Hahne og Lars Krogh Jessen "Valutakrisen i Sydøstasien", Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 1997.

I begyndelsen af december blev der opnået enighed om en international lånepakke på 55 mia.dollar til Sydkorea, hvoraf de 21 mia.dollar kommer fra Valutafonden. Der er tale om et lån på tyve gange Sydkoreas kvote og dermed langt ud over de normale lånegrænser i Valutafonden. Det må dog tages i betragtning, at Sydkoreas kvote er forholdsvis lille set i forhold til økonomiens størrelse. Udbetalinger fra lånepakken er betinget af gennemførelsen af en række tiltag, hvoraf de vigtigste er en opstraming af penge- og finanspolitikken, en styrkelse og udbygning af lovgrundlaget for den finansielle sektor samt liberalisering af de indadgående kapitalbevægelser, herunder lempelse af begrænsninger på udlandets køb af koreanske aktier. En gruppe større internationale banker har herudover givet Sydkorea henstand med servicering af sine lån.

Den indonesiske økonomi er blandt de hårdest ramte og den indonesiske rupiah er deprecieret mere end nogen anden valuta i området. Sidst i januar standsede en del af Indonesiens virksomheder med udenlandsk gæld serviceringen af denne gæld. Samtidig iværksatte myndighederne et omfattende program til restrukturerings af banksektoren. En mere varig løsning af problemerne i Indonesien vil sandsynligvis også kræve politiske reformer.

Hong Kong har formået at fastholde fastkurspolitikken over for dollaren, og det samme gælder Kina, hvis valuta, yuan, ikke er generelt omvekselig med udenlandsk valuta.

Krisen i Sydøstasien har haft en selvforstærkende effekt inden for regionen som følge af de tætte økonomiske bånd imellem landene. Hvordan verdensøkonomien generelt vil blive påvirket er derimod fortsat meget usikkert. Påvirkningen sker gennem flere forskellige kanaler. Først og fremmest bevirker svækkelsen af valutaerne i Sydøstasien umiddelbart en massiv konkurrenceevneforbedring for landene i området til ulempe for virksomheder, der eksporterer til regionen, hvorimod importvarer sandsynligvis falder i pris. Det er dog værd at understrege, at handelen mellem Nordamerika, Asien og EU trods alt er begrænset i forhold til den samlede udenrigshandel, der hovedsagelig foregår inden for de tre blokke. For Danmarks vedkommende gik ca. 10 pct. af vareeksporten til Sydøstasien samt Japan og Kina i 1996 svarende til en værdi på ca. 30 mia.kr., heraf 1/3 til Japan. Svinekød og pelsskind er vigtige danske eksportvarer til området. Hertil kommer virkningen på tjenesteeksporten, fx søfragt, som på nuværende tidspunkt ikke kan landeopdeles. Der kan imidlertid også komme en nok så vigtig afledt effekt på dansk eksport via tredjemarkeder. Faldende eksport vil afdæmpe væksten herhjemme og globalt.

Faldet i aktie- og valutakurserne afdæmper umiddelbart det private forbrug i Europa og USA, da værdien af aktiver denomineret i en sydøstasiatisk valuta falder. Dette sker både som følge af fald i valutakurs og i aktiekurs. På sigt vil faldende valutakurser dog tendere mod at styrke aktiekurserne gennem en forbedret indtjening i de sydøstasiatiske virksomheder. Ud over den direkte formueeffekt kommer der en indirekte i den udstrækning, at fald i de sydøstasiatiske aktieindeks trækker europæiske og amerikanske aktier med ned. For Danmarks vedkommende må den direkte formueeffekt skønnes at være meget lille, og det danske aktiemarked er stort set ikke blevet påvirket af faldene i Sydøstasien.

Den finansielle sektor kan blive ramt, såfremt der er givet lån, som eventuelt ikke kan serviceres, til det sydøstasiatiske område. Danske bankers eksponering i området var ved udgangen af 1996 på ca. 23 mia.kr. målt ved bankernes aktiver på konsolideret basis, hvoraf de 15 mia.kr. var aktiver i Hong Kong. Der findes ikke nyere konsoliderede tal. Der var helt overvejende tale om aktiver med en løbetid på under 2 år og denomineret i ikke-lokal valuta. I Hong Kong var debitorerne typisk private ikke-finansielle virksomheder, mens det i resten af regionen var banker. Ved vurderingen af danske bankers eksponering over for Sydøstasien skal det med, at en del af låntagerne i området må formodes at være datterselskaber af danske virksomheder.

Det sydøstasiatiske område tiltrak før krisen udenlandsk kapital i stort omfang. Investorerne vil som følge af krisen søge andre steder hen, hvilket virker mod at sænke det globale renteniveau og dermed stimulere den globale økonomi.

For Danmarks vedkommende vil en umiddelbar konsekvens af krisen i Sydøstasien, som den er forløbet hidtil, sandsynligvis være en vis yderligere forværring af betalingsbalancesalden, som i forvejen er vigende. Størrelsesordenen af forværringen afhænger i høj grad af, hvor hurtigt de sydøstasiatiske lande får arbejdet sig ud af problemerne, ligesom udviklingen på andre eksportmarkeder naturligvis kan gå den anden vej. Hertil kommer, at faldet i specielt den lange rente vil stimulere den hjemlige økonomi yderligere, herunder boligmarkedet. Overordnet må konsekvenserne af krisen i Sydøstasien på dansk økonomi vurderes at være begrænsede.

Europæiske valutaer

Uroen på de sydøstasiatiske valutamarkeder har ingen afsmittende effekt haft på ERM-valutaerne, der nu alle, bortset fra Irland, er tæt på de respektive centalkurser over for D-mark. Dette synes at være de kurser, markedsdeltagerne forventer bliver omregningskurser mellem ØMU-deltager-

nes valutaer, når deltagerlandene udvælges om nogle måneder, og omregningskurserne annonceres.

Den danske krone har det sidste år været ganske tæt på centralkursen over for D-mark, og udsvingene har været meget små. Kronen er hermed på linje med valutaer som den hollandske gylden, den belgiske franc og den østriske schilling. Også den franske franc, der tidligere har været en smule mere volatil, har siden november været stabil over for D-mark tæt på centralkursen.

De lange renter for tidligere højrente lande som Italien og Spanien er konvergeret yderligere mod tysk niveau gennem det seneste år, og for samtlige ERM-lande er der nu kun små tilbageværende lange rentespænd, under 50 basispunkter, over for Tyskland. Ingen ERM-lande vil få problemer med at opfylde Maastricht-traktatens krav på dette område.

Også for de korte renters vedkommende har der været konvergens, men rentespændet til Tyskland er stadig forholdsvis stort for et par ERM-lande. Det gælder bl.a. Italien, hvor det korte rentespænd er omkring 2½ pct.

Det irske pund er trods et betydeligt fald først på året stadig 4 pct. over centralkursen over for D-mark. Over for det engelske pund er det irske pund svækket ca. 15 pct. gennem det seneste år. Svækkelsen af det irske pund er sket samtidig med, at der er en stærk vækst i økonomien.

Det engelske pund er styrket ca. 10 pct. over for den danske krone gennem det seneste år. Den engelske økonomi udviser nu på femte år pæn vækst, hovedsageligt drevet af den indenlandske efterspørgsel. Bank of England har det seneste år gentagne gange sat reporenten op, senest i november, med henblik på at opfylde inflationsmålet på 2,5 pct. på mellem-langt sigt.

Den svenske krone er blevet svækket de seneste måneder og var midt i februar tilbage på niveauet for et år siden på omkring 0,86 danske kroner for en svensk krone.

Norge har gennem en del år ført en fastkurspolitik, hvor den norske krone stabiliseres over for ECU-kurven. Den stærke norske økonomi, der i høj grad trækkes af aktiviteterne i Nordsøen, har i perioder ført til et apprecieringspres mod den norske krone. Forsvar af fastkurspolitikken vil i en sådan situation kræve intervention i valutamarkedet i form af køb af valuta og eventuelt lavere renter, hvilket vil virke mod yderligere at stimulere økonomien, der i forvejen er tæt på kapacitetsgrænsen.

Norges Bank har på denne baggrund i sit årlige budgetbrev til Finansdepartementet argumenteret for, at der bør være adgang til større fleksibilitet i udøvelsen af pengepolitikken, idet fast valutakurs dog opretholdes som det langsigtede mål. På kort sigt vil adgang til større fleksibilitet i penge-

politikken i den øjeblikkelige situation kunne medføre styrkelse af den norske krone og højere renter med henblik på at sikre den indre balance i økonomien. Den norske regering har afvist forslaget fra Norges Bank.

Den danske effektive kronekurs er efter et fald først på efteråret atter styrket, men ligger dog stadig 2 pct. under niveauet for et år siden. Af de asiatiske valutaer indgår kun den japanske yen i kronekursindekset. Beregninger med en bredere gruppe af lande viser, at en effektiv kronekurs med alle de sydøstasiatiske lande inkluderet for perioden 1. juli 1997, hvor valutakrisen i Sydøstasien satte ind, til begyndelsen af februar 1998 blev styrket knap 2 pct. mere, end den officielle effektive kronekurs viser.

Renteudviklingen i Danmark

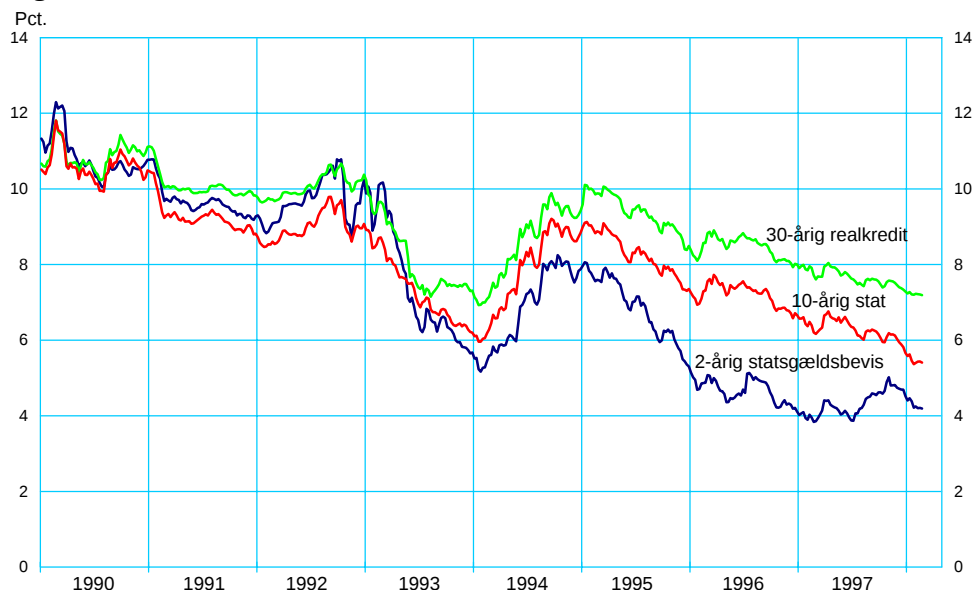
Diskontoen og renten på pengeinstitutternes indestående på folio i Nationalbanken har været uændret 3,50 pct. siden oktober 1997. Renten på genkøbsforretninger og indskudsbevisrenten har i perioden været 3,75 pct. 3-måneders pengemarkedsrenten steg svarende til renteforhøjelsen i oktober og var herefter uændret på ca. 3,90 pct. frem til begyndelsen af 1998, hvor et mindre fald satte ind.

Den 10-årige statsobligationsrente bevægede sig hen over efteråret på et niveau omkring 6 pct., men i begyndelsen af november begyndte renten på linje med udviklingen i Tyskland og USA at falde, jf. figur 2. Faldet i den danske statsobligationsrente, der midt i januar nåede ned på 5,3 pct., har dog været stærkere end i Tyskland med en indsnævring af det lange rentespænd til følge - fra 70 basispunkter for et år siden til 40 basispunkter i februar. Det lange danske rentespænd over for Tyskland er hermed på niveau med flere af de lande, der forventes at deltage i ØMUen fra dens start 1. januar 1999.

Også den lange byggeobligationsrente er faldet siden efteråret 1997 og nåede i begyndelsen af 1998 ned på samme niveau som i slutningen af 1993 og begyndelsen af 1994. Det kan nu i mange tilfælde betale sig også at konvertere 8 pct. byggeobligationer for almindelige boligejere. Der er ekstraordinært opsagt for knap 80 mia.kr. til næste termin. Fra midten af 1993 frem til midten af 1994 blev der omlagt lån for knap 300 mia.kr. Besparelsen for den enkelte boligejer i dag vil dog i mange tilfælde være mindre end i 1993/94, da rentefaldet dengang var større. I dag konverteres typisk fra 8 pct. obligationer eller højere til 6 pct., hvor det i 1993/94 var fra 11 eller 12 pct. obligationer til 6 eller 7 pct. Samtidig er der ikke det samme potentiale for løbetidsforlængelse.

Ifølge figuren er byggeobligationsrenten faldet mindre end renten på statsobligationer. Den afbildede byggeobligationsrente er imidlertid base-

Figur 2

Danske renter

ret på konverterbare 7 pct. obligationer, der nu handles tæt på pari, hvilket begrænser rentefaldet på denne obligation.

Det er ikke muligt præcist at opgøre, hvor meget den ikke-finansielle selskabssektor sparer ved et rentefald på fx 1 pct. En ide om størrelsesordenen kan dog fås ved at tage udgangspunkt i nationalregnskabets opgørelse over sektorens nettorenteudgifter, der i det seneste opgørelsesår, 1995, var ca. 10 mia.kr. Da der de seneste år uden tvivl har været et opsparingsoverskud, er den ikke-finansielle selskabssektors nettorenteudgifter i 1997 sandsynligvis noget mindre. Et fald i renteniveauet på et procentpoint kan herudfra skønnes at medføre en besparelse på godt 1 mia.kr., når faldet er slået fuldt igennem.

Aktivitetudviklingen og betalingbalancen

Dansk økonomi udvikler sig fortsat positivt, selv om der er faresignaler, som bl.a. kommer til udtryk i udviklingen i saldoen på betalingsbalancens løbende poster.

Der var et lille fald i bruttonationalproduktet i faste priser fra 2. til 3. kvartal 1997 primært som følge af nedgang i det private forbrug. Dette skal dog ses i sammenhæng med, at privatforbruget var ekstraordinært højt i 2. kvartal først og fremmest som følge af et øget bilsalg op til afgiftsomlægningen i juni sidste år. År-over-år væksten i privatforbruget var 2,2 pct. i 3. kvartal. Væksten i importen af varer og tjenester var i 3. kvartal fortsat markant højere end væksten i eksporten.

Nationalregnskabstallene for 3. kvartal viste en forholdsvis stærk stigning i det offentlige forbrug, hovedsageligt som følge af flere offentligt ansatte i amter og kommuner. Dette tyder på, at finanspolitikken i 1997 endte op med at være mindre stram, end det oprindeligt var tilsigtet.

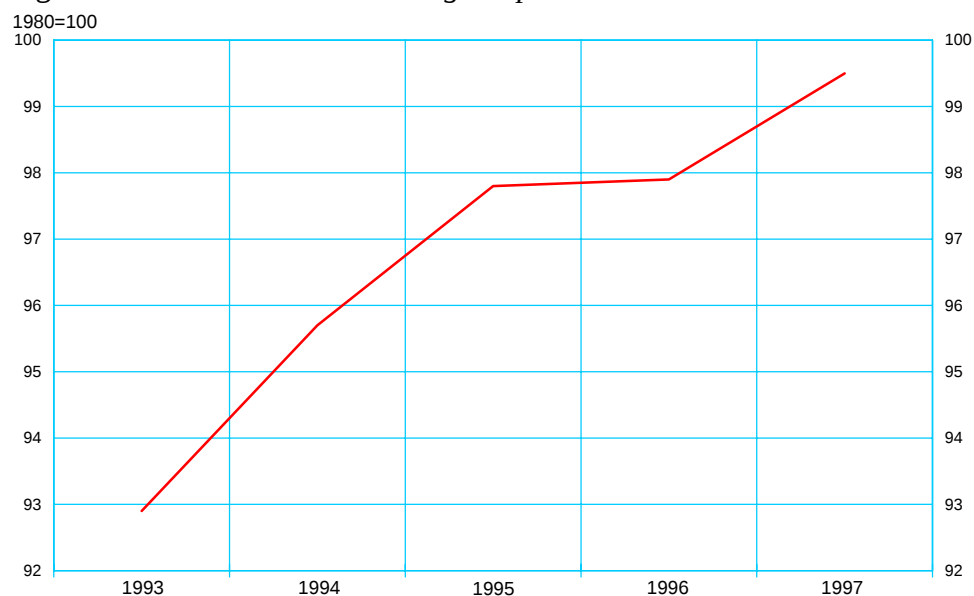
Indikatorer over kapacitetsudnyttelsen viser entydigt stigning. At grænsen for størrelsen af den indenlandske produktion er ved at være nået med det aktuelle kapitalapparat er i figur 3 illustreret ved importkvoten, der udviser stigning, svarende til at den største del af den stigende indenlandske efterspørgsel dækkes via øget import snarere end via øget indenlandsk produktion.

En række indikatorer som bilsalg, detailomsætning og forbrugerforventninger tyder på fortsat pæn vækst i sidste del af 1997 og sandsynligvis ind i 1998. Det største risikomoment i øjeblikket er en for stærk stigning i den indenlandske efterspørgsel, hvilket i den nuværende situation med økonomien tæt på kapacitetgrænsen risikerer at slå ud i et stigende pris- og lønpres samt en yderligere forværring af saldoen på betalingsbalancens løbende poster.

Ledigheden har gennem 1997 fortsat sit fald og er nu godt 7 pct., men inden for flere centrale løndannende områder er ledigheden langt lavere. Hidtil har der dog ikke kunnet konstateres en generel opgang i lønstigningstakten. Udfaldet af forårets overenskomstforhandlinger bl.a. inden

Figur 3

Udvikling i importkvoten



Anm.: Importkvoten angiver importen i forhold til et sammenvejet efterspørgselsudtryk.

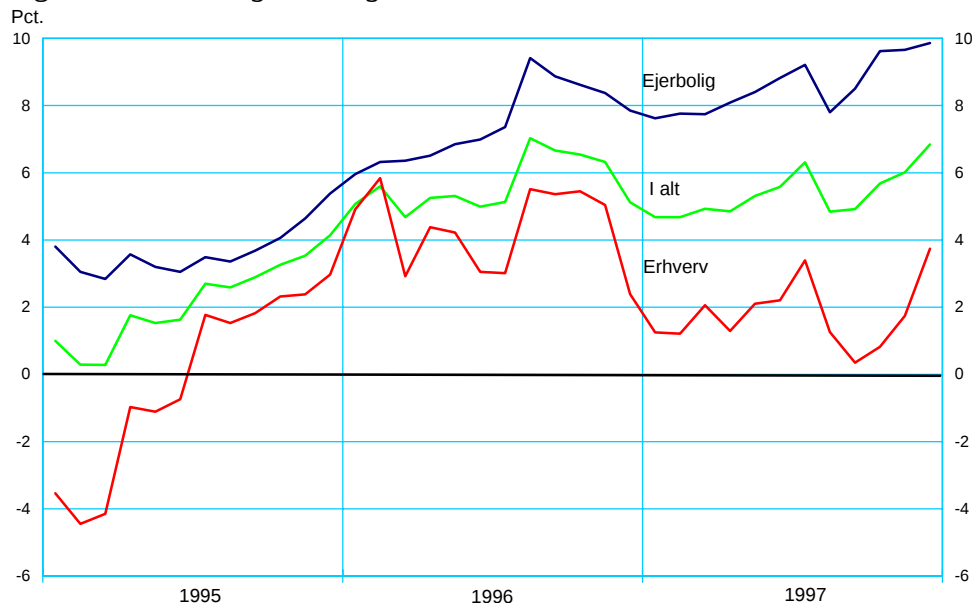
for industrien er afgørende for, om denne udvikling kan fastholdes fremover.

Fortsat stærk stigning i kontantpriserne på ejerboliger er en af de faktorer, der kan få privatforbruget til at stige for kraftigt fx gennem belåning af friværdi. Der er endnu ikke entydige tegn på en afdæmpning i stigningstakten i kontantpriserne, og det seneste rentefald vil virke yderligere stimulerende på boligpriserne. Værdien af den danske ejerboligmasse var ved udgangen af 1997 ca. 1.100 mia.kr. svarende til, at der maksimalt kan ydes lån for ca. 850 mia.kr. i realkreditinstitutterne. Kontantværdien af den faktiske udestående gæld til realkreditinstitutterne var knap 500 mia.kr.

Væksten i penge- og realkreditinstitutternes udlån var ved udgangen af 1997 stadig høj med år-over-år vækstrater på henholdsvis 10 pct. og 7 pct. For realkreditinstitutterne er udlån til husholdningerne de hurtigst voksende, og der kan endnu ikke spores nogen væsentlig nedgang i vækstraten trods efterårets forhøjelse af stempelafgiften på tillægslån, bortset fra tillægslån til ny-, om- eller tilbygninger og i forbindelse med ejerskifte, jf. figur 4. Lånekonverteringer kan dog på kort sigt sløre billedet.

Vurderet ud fra sæsonkorrigerede tal har overskuddet på handelsbalancen været vigende gennem 1997 som følge af en kraftigere stigning i importen end i eksporten. Det faktiske overskud var i de første elleve måneder af 1997 knap 26 mia.kr. mod godt 32 mia.kr. i samme periode året før.

Figur 4 Årlig ændring i realkreditinstitutternes udlån



Industrien ser ud til at tabe markedsandele i 1997, hvilket ligger i forlængelse af en relativt svag udvikling også i de forudgående år. Der er dog ikke tale om, at industrieksporten er stagneret. Niveauet for den sæsonkorrigerede industrieksport lå i efteråret 1997 over niveauet først på året samt i de foregående år. Markedsvæksten i udlandet har blot været endnu kraftigere. Denne udvikling har fundet sted trods et fald i den reale effektive valutakurs siden 1995. En del af forklaringen på dette er antagelig, at høj kapacitetsudnyttelse samt stærk vækst i efterspørgslen på hjemmemarkedet i nogle tilfælde har fået virksomhederne til at satse mindre på eksport, end de ellers ville have gjort.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster var i de første elleve måneder af 1997 på knap 7 mia.kr. mod godt 18 mia.kr. i samme periode året før. Forringelsen skyldes ud over faldet i handelsbalanceoverskuddet, at overskuddet på handel med tjenester gennem 1997 er faldet kraftigt.

Ny beregningsmetode for det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)

Danmarks Statistik reviderede i efteråret beregningsmetoden for det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, så opgørelsen er blevet bragt i overensstemmelse med Eurostats krav. Der er i al væsentlighed ændret fire ting i beregningsmåden.

For det første ændres beregningsformlen på detaljeret niveau, så der fremover anvendes såkaldt geometrisk sammenvejning. Dette har især betydning for varer med store sæsonudsving som fx beklædning. Anvendelse af geometrisk sammenvejning vil give et mere retvisende billede af prisudviklingen på disse varer.¹⁾

For det andet vil der fremover på detaljeret niveau blive anvendt vægte, der ikke som hidtil for visse varer giver de store varehuse for stor en vægt i forhold til andre handlende ved sammenvejningen.

For det tredje udelades fremover enhver form for forhåndsmæssig sæsonkorrektur ved beregning af HICP-indekset. Hidtil er nogle få varer med stærk sæson i priserne, fx grøntsager og fisk, blevet sæsonkorrigeret før beregningen af indekset. Den nye metode giver et mere "rent" billede af den faktiske udvikling i priserne, men øger naturligvis samtidig sæsonen i det samlede indeks. Denne kan så renses ud efterfølgende.

For det fjerde vil der blive foretaget hyppigere indsamling af nogle prisserialer, hvorved prisændringer vil blive registreret løbende i stedet for trinvis.

¹⁾ Se Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar 1997 s. 10-13.

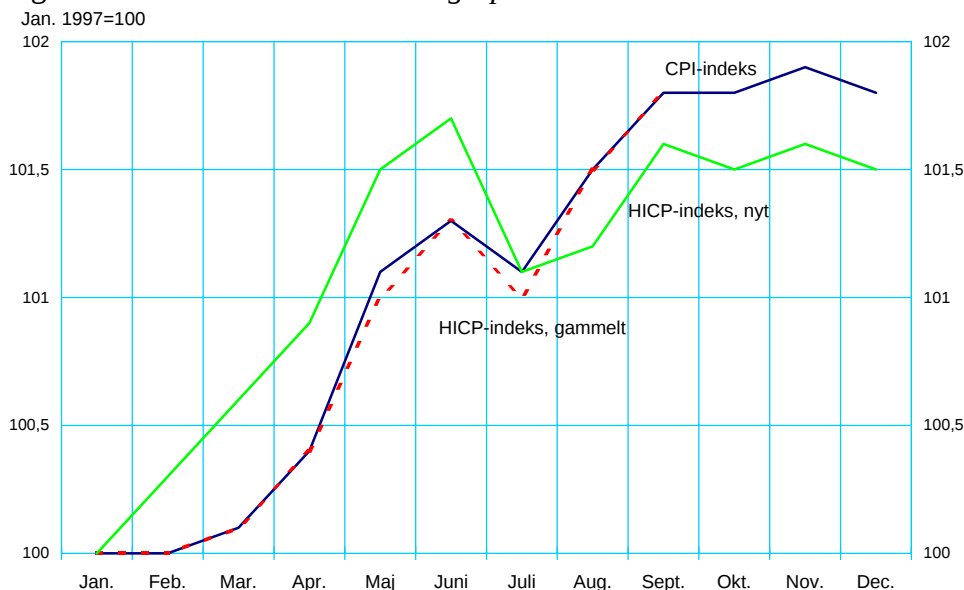
Alt i alt er der med ændringerne tale om en forbedring i metoden til beregning af HICP-indekset. Det er ikke på forhånd muligt at afgøre, om de foretagne ændringer betyder en lavere eller højere prisstigningstakt.

Danmarks Statistik har ført det genberegnete HICP-indeks tilbage til januar 1997. Ændringerne har overgangsvist givet nogle problemer med tolkningen af år-over-år stigningstakterne, da sæsonmønstret er forskelligt i det gamle og det nye indeks. Dette problem vil forsvinde i 1998, men naturligvis ikke for de historiske tal.

I forhold til det danske forbrugerprisindeks (CPI) er ejerboliger og visse ydelser inden for sundhed, uddannelse og daginstitutioner ikke medtaget i HICP-indekset, der til gengæld indeholder visse forsikringsydelser, charterrejser samt udgifter til bl.a. pas og kørekort, der ikke indgår i det danske forbrugerprisindeks. Det er ikke muligt på forhånd at afgøre, om den gennemsnitlige forskel mellem HICP-inflationen og CPI-inflationen bliver anderledes end hidtil efter revisionen af HICP-indekset, jf. figur 5.

Danmarks Statistik forventer i løbet af 1998 at foretage ændringer i beregningen af CPI-indekset svarende til dem, der er gennemført for HICP-indekset, men uden at genberegne indekset bagud i tid eller fortsætte med det gamle. Dette kan i en periode efter omlægningen give problemer med tolkningen af år-over-år stigningstakter baseret på CPI-indekset på samme måde, som det i efteråret 1997 har været tilfældet med stigningstakter baseret på HICP-indekset.

Figur 5

Forbrugerprisindeks

Tabel 1 *Forbrugerprisstigning i 1997 målt ved
hhv. HICP- og CPI-indeks*

	CPI	HICP
	Pct.	
Tyskland	1,8	1,5
Frankrig	1,2	1,3
Holland	2,2	1,9
Belgien	1,6	1,5
Østrig	1,4	1,2
Italien	2,0	1,9
Spanien	2,0	1,9
Portugal	2,1	1,9
Finland	1,2	1,2
Irland	1,4	1,2
UK ¹⁾	3,1	1,9
Sverige ¹⁾	0,9	1,9
Grækenland	5,5	5,4
Danmark	2,2	2,0

¹⁾ Renteudgifter indgår ved beregning af CPI-indekset.

Pris- og lønudviklingen

Stigningstakten år-over-år i forbrugerprisindekset aftog sidst i 1997 efter en mindre opgang hen over efteråret. Den danske prisstigningstakt er i dag blandt de højeste i EU, jf. tabel 1.

Dekomponeringen af nettoprisindekset, dvs. forbrugerprisindekset fraregnet indirekte skatter og afgifter og tillagt tilskud til almindelig nedsættelse af priserne, viser, at prisstigningstakten holdes oppe af bl.a. fødevarer- og huslejeposterne, jf. tabel 2. Specielt fødevarerposten udviser en høj stigningstakt år-over-år. Der kan dog konstateres en udfladning af prisindekset de seneste måneder, en udvikling der på baggrund af de faldende priser på svinekød må forventes at fortsætte ind i indeværende år. Den relativ stærke stigning i fødevarerpriserne det seneste år er et specielt dansk fænomen, som ikke genfindes i de fleste andre EU-lande.

Posten "andre faktorer" viser udviklingen i nettoprisindekset ekskl. poster som offentlige ydelser, fødevarer og husleje, hvor priserne ikke er fuldt markeds-mæssigt bestemte, samt importvarer. Væksten i størrelsen "andre faktorer" er således et udtryk for den indenlandske markedsbestemte prisstigningstakt, der igen på længere sigt er bestemt af udviklingen i lønningerne korrigeret for produktivitetstigningen. På det korte og mellemlemlange sigt vil bevægelser i avancerne imidlertid gøre sig gældende. Pressede avancer forekommer at være den mest sandsynlige forklaring på faldet i år-over-år stigningstakten i posten "andre faktorer" gennem det se-

Tabel 2 *Udviklingen i forbruger- og nettopriserne*

	Forbrugerprisindeks	Nettoprisindeks	Energi	Import	Indenlandske priser				
					I alt	Fødevarer	Husleje	Offentlige ydelser	Andre faktorer
		Vægte							
1,000	0,085	0,142	0,773	0,160	0,233	0,046	0,334		
Vækst i forhold til året før, procent									
1991	2,4	2,6	1,6	2,7	2,7	0,5	3,4	4,4	3,1
1992	2,1	2,1	- 3,8	2,5	2,5	1,8	2,0	2,9	3,2
1993	1,3	1,4	- 0,9	0,0	1,9	- 0,2	2,1	1,7	2,7
1994	2,0	1,6	-3,1	2,1	2,0	3,0	1,6	2,4	1,6
1995	2,1	1,9	- 2,5	2,5	2,2	3,1	1,8	2,5	2,0
1996	2,1	2,0	6,6	0,1	1,9	1,7	1,6	1,1	2,4
1997	2,2	2,2	2,7	0,9	2,4	3,6	2,8	2,2	1,8
1996 1. kv. . .	1,8	1,7	4,1	0,8	1,6	1,1	1,4	1,9	1,8
2. - ..	2,0	1,8	5,9	0,1	1,8	1,2	1,4	1,5	2,4
3. - ..	2,3	2,1	7,0	- 0,2	2,1	2,1	1,4	0,4	3,0
4. - ..	2,4	2,2	9,5	- 0,2	2,1	2,3	2,0	0,5	2,5
1997 1. kv. . .	2,2	2,3	5,8	0,3	2,3	2,0	2,6	1,7	2,6
2. - ..	2,1	2,1	1,6	0,6	2,4	3,5	2,8	2,2	1,8
3. - ..	2,4	2,5	3,4	1,1	2,6	4,4	2,9	3,4	1,6
4. - ..	2,1	2,1	0,1	1,7	2,3	4,3	2,7	1,7	1,3

Anm.: Vægtgrundlag pr. september 1996. Ved beregningen af importpriserne indgår et lag.

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korregeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til alm. ned-sættelse af priserne.

"Andre faktorer" er et udtryk for den indenlandske, markedsbestemte inflation. "Andre faktorer" stiger normalt hurtigere end nettoprisindekset som følge af et større indhold af tjenesteydelser, der typisk har en kraftigere prisudvikling end andre varer bl.a. på baggrund af en traditionelt lavere produktivitetsudvikling i servicesektoren end i andre sektorer. Samtidig stiger efterspørgslen efter serviceydelser set i et længere perspektiv typisk hurtigere end efterspørgslen efter andre produkter.

neste år. Vurderet ud fra nationalregnskabets opgørelse over løn- og restindkomstkvote er faldet i avancerne dog sket fra et relativt højt niveau. Samtidig har virksomhedernes og de selvstændiges finansieringsomkostninger været faldende som følge af faldet i renteniveauet, og kapacitetsudnyttelsen er høj, så indtjeningen må fortsat generelt anses for god.

Engrosprisindekset faldt de to sidste måneder af 1997 bl.a. som følge af en udfladning af råvareprisindekset. Den afdæmpede prisudvikling på råvarer skal sandsynligvis ses i lyset af krisen i Sydøstasien, der har ført til en forventning om en mindre vækst i råvareefterspørgslen på verdensplan i den nærmeste fremtid. Olieprisen er fx faldet 20 pct. siden efteråret.

Lønstigningstakten målt år-over-år har siden 1994 været omkring 4 pct., hvilket også var niveauet for det seneste tal fra 4. kvartal 1997. Det er positivt, at lønningerne hidtil ikke har reageret kraftigere på højkonjunktoren.

Problemet er imidlertid, at den danske lønstigningstakt nu gennem en periode har ligget over lønstigningstakten hos de fleste af vore samhandelspartnere og her specielt de såkaldte kernelande, dvs. Tyskland, Frankrig, Holland, Belgien og Østrig.

Fastkurspolitikken har været en væsentlig forudsætning for den lave prisstigningstakt op gennem 1990'erne og dermed for den stadige forbedring i reallønnen, men fastkurspolitikken stiller samtidig krav til arbejdsmarkedets parter om at sørge for, at lønudviklingen herhjemme ikke over et længere tidsrum kommer ud af trit med lønudviklingen hos vore konkurrenter. Det er i denne sammenhæng vigtigt at understrege, at alle lønstigninger vægter lige meget på en virksomheds omkostninger og dermed dens konkurrenceevne, uanset om formen er en stigning i den udbetalte løn eller fx et øget arbejdsgiverbetalt pensionsbidrag. En stigning i virksomhedernes reale lønomkostninger behøver således ikke betyde en øget købekraft for lønmodtagerne nu og her.

Ny statistisk Månedsoversigt

Danmarks Nationalbank vil fra maj måned 1998 udsende en revideret statistisk Månedsoversigt, som i forhold til den hidtidige Finansielle Månedssstatistik vil være væsentligt udbygget. Den nye Månedsoversigt vil indgå i Nationalbankens nye statistiske publikationspraksis sammen med serien "Nyt", som Nationalbanken har udsendt siden årsskiftet¹⁾. Som følge af denne nye statistiske publikationspraksis er tabelafsnittet i nærværende publikation blevet væsentligt reduceret og alle hovedtal har tidligere været offentliggjort andetsteds.

Den nye Månedsoversigt dækker 8 hovedgrupper af måneds- og kvartalsdata, hvor Nationalbanken er primær statistikproducent eller har dataansvaret i relation til IMF's datapubliceringsstandard, SDDS²⁾. Disse 8 grupper er:

- Renter og kurser
- Balancestatistik for Danmarks Nationalbank
- Balancestatistik for pengeinstitutter
- Balancestatistik for realkreditinstitutter
- Penge- og kapitalmarkedsstatistik
- Statsfinanser og statsgæld
- Betalinger fra og til udlandet
- Direkte investeringer

Den nye Månedsoversigt vil være et egentligt statistisk opslagsværk, som i modsætning til serien "Nyt" ikke indeholder kommenterende tekstafsnit. I stedet er der lagt vægt på at præsentere relativt lange tidsserier, således at man har mulighed for at danne sig et indtryk af de senere års udvikling i tallene. Oplysningerne bringes så vidt muligt i form af årstal for de seneste 10 år, samt månedstal for de seneste 30-36 måneder eller kvartalstal for de seneste 16-20 kvartaler. Endvidere er der i forhold til serien "Nyt" som hovedregel foretaget en større disaggregering for så vidt angår eksempelvis sektor-, lande- og branchefordelinger.

Månedsoversigten vil være tosproget, idet al tekst inkl. tabeltekster og metodeafsnit vil være på såvel dansk som engelsk. Publikationen vil udkomme den sidste bankdag i hver måned.

¹⁾ Se artiklen "Fremtidige statistikpublikationer", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1997.

²⁾ Se artiklen "IMF's datapubliceringsstandard", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1996.

Med udsendelsen af Månedsoversigten ophører udarbejdelsen og udsendelsen af publikationen "Registrerede betalinger fra og til udlandet (3a og 3b)", idet oplysningerne heri i vidt omfang vil være indeholdt i den nye Månedsoversigt.

Pris

Et årsabonnement på Månedsoversigten koster på nuværende tidspunkt 240 kr., hvilket svarer til forsendelsesomkostningerne mv.

Tilmelding - gratis prøvenummer

Første nummer af den nye publikation kan fås gratis ved at indsende den vedlagte tilmelding til Nationalbanken eller ved henvendelse til Nationalbankens Informationssektion, tlf. nr. 33 63 70 00 eller fax nr. 33 63 71 03. Ved udsendelsen af det gratis prøvenummer vedlægges en opkrævning for resten af 1998 lydende på 140 kr. (7 numre). Såfremt abonnementet ikke ønskes, undlader man blot at betale denne opkrævning, hvorefter man automatisk ikke vil få tilsendt flere numre.

Eventuelle spørgsmål om den nye Månedsoversigt kan rettes til Jesper Wormstrup, Statistisk Kontor, tlf. nr. 33 63 68 15.

Her sættes mønter fra Belgien, Finland, Frankrig og Tyskland.

Schultz har fra prøvetryk!

Her sættes mønter fra Østrig.

Schultz har fra prøvetryk!

Euromønternes nationale side

Når tredje og sidste fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, starter 1. januar 1999 bliver deltagerlandenes valutaer erstattet af den nye fælles valuta, euro. Eurosedlerne og -mønterne vil som følge af produktionstiden dog ikke være klar til udstedelse før 1. januar 2002, så i en overgangsperiode skal man fortsat anvende de nationale valutaer, selv om de principielt ophører med at være selvstændige valutaer. Euroen indføres ikke i Danmark, da Danmark - som fastlagt i Edinburgh-aftalen - ikke vil deltage i tredje fase af ØMU.

Forberedelsen af produktionen af eurosedlerne og -mønterne er fremskreden, og udseendet er i vid udstrækning allerede fastlagt¹⁾. Mens eurosedlerne vil få et ensartet udseende, uanset hvor i euroområdet de fremstilles, vil kun den ene side af euromønterne blive fælles. Det er op til deltagerlandene hver især at fastlægge udseendet på møntens "nationale" side. Dog skal det nationale kendetegn være omgivet af EUs tolv stjerner, møntmærket (kendetegnet for møntfabrikken) og produktionsår.

En række af de lande, der forventes at deltage i ØMUen fra start har allerede offentliggjort udseendet af deres nationale møntsider. Belgien, Fin-

¹⁾ For en nærmere gennemgang heraf henvises til Winnie Jakobsen "Sedler og mønter i ØMUens tredje fase", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1997.

land, Frankrig, Tyskland og Østrig har afholdt designkonkurrencer og offentliggjort de nationale vinderdesigns, der gengives nedenfor i de forskellige møntmaterialer. Belgien har valgt samme nationale symbol for hele møntrækken, Finland, Frankrig og Tyskland har valgt forskellige symboler for hver af de tre møntsekvenser, og Østrig har forskellige symboler for samtlige otte mønter. Irland har ikke afholdt designkonkurrence, men har tilkendegivet at ville anvende det nationale symbol, harpen, på euromønterne.

I de kommende måneder vil flere lande offentliggøre deres nationale euromøntdesigns. Da euroen ikke indføres i Danmark, er ikke afholdt en dansk designkonkurrence.

Inflationsudviklingen i USA og EU - "ny økonomi" ?

v/ Tom Nordin Christensen, Økonomisk Afdeling

Indledning

I løbet af 1990'erne er inflationen i USA og Europa nået ned på et meget lavt niveau, jf. figur 1. I USA er inflationsfaldet sket samtidig med, at økonomien er inde i et langvarigt økonomisk opsving, nu på 7. år. Udviklingen har fået flere iagttagere - med den amerikanske centralbankchef Alan Greenspan som en central figur¹⁾ - til at overveje, om der er sket et vedvarende skifte i sammenhængen mellem vækst og inflation. Et sådant fald i inflationstilbøjeligheden er det centrale indhold i tesen om en "ny økonomi" ("new economics"). Det er dog ikke specielt entydigt, hvad der lægges i begrebet. Eksempelvis nævnes det af nogle, at ny økonomi også betyder mere afdæmpede konjunktursvingninger fremover²⁾. De kraftige stigninger i aktiekurserne igennem 1997 og i begyndelsen af 1998 ses ligeledes som del af hypotesen om ny økonomi. Argumentet er mere stabile indtjeningsforhold og dermed et mindsket behovet for en risikopræmie ved investering i aktier i forhold til obligationer.

I begyndelsen af 1998 har debatten om ny økonomi i USA desuden fået en drejning i retning af overvejelser om, hvorvidt prisniveauet er på vej til at ville falde³⁾. Baggrunden er det markante fald i de lange markedsrenter omkring årsskiftet 1997/98, der tolkes som et yderligere fald i inflationsforventningerne. Diskussionen om ny økonomi har hurtigt bredt sig fra USA til Europa på baggrund af den parallelle inflationsudvikling.

Er inflationsprocessen ændret, vil det være af væsentlig betydning for den pengepolitik, den amerikanske og den kommende europæiske centralbank skal føre. Pengepolitikken tilrettelægges normalt, direkte eller indirekte, med udgangspunkt i en målsætning om stabile priser.

I det følgende vurderes baggrunden for inflationsfaldet i Europa og USA. Indholdet af tesen om ny økonomi indkredses, herunder hvilke fænomener i den økonomiske udvikling, der kan (og ikke kan) forklares ved traditionel økonomisk analyse. Afslutningsvis ses på den aktuelle deflationsdebat.

¹⁾ Se eksempelvis "Monetary Policy Testimony and Report to the Congress", Testimony of Alan Greenspan, Chairman, Federal Reserve Board, July 22, 1997 (Humphrey-Hawkins Testimony).

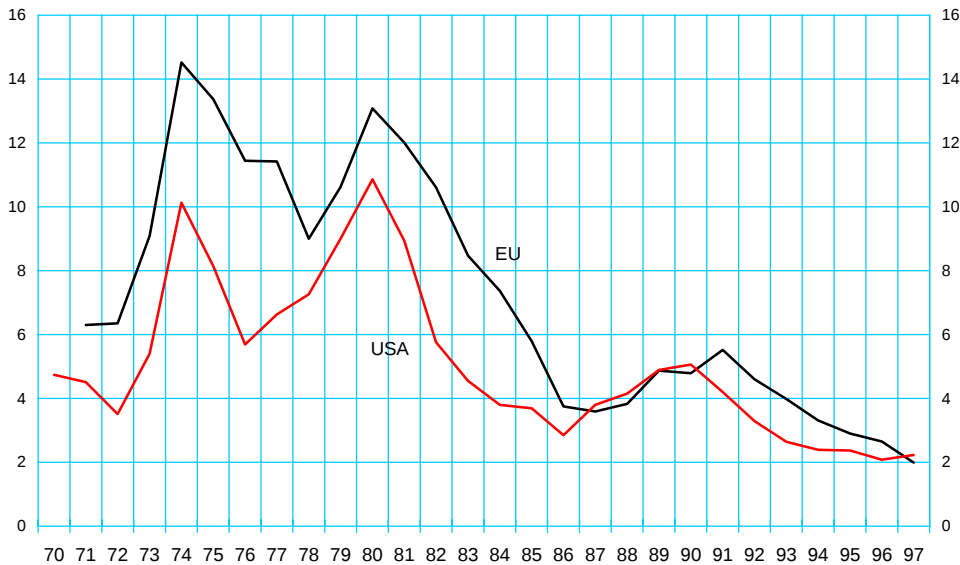
²⁾ Jf. eksempelvis Steven Weber, "The End of the Business Cycle ?", *Foreign Affairs*, Volume 76 No.4, 1997.

³⁾ Jf. "Remarks by Chairman Alan Greenspan", At the Annual Meeting of the American Economic Association and the American Finance Association, Chicago, Illinois, January 3, 1998.

Figur 1

Inflation i USA og EU

Pct. år-år



Note: Vækst i forbrugsdeflator. 1997 er OECD-skøn.

Det konkluderes, at udviklingen i amerikansk økonomi i løbet af 1990'erne er bemærkelsesværdig, men stort set kan forklares ud fra traditionelle økonomiske årsagssammenhænge. For Europa er debatten om ny økonomi mindre relevant på baggrund af stigningen i arbejdsløsheden i løbet af 1990'erne, om end nogle europæiske lande skiller sig ud. Tesen om ny økonomi indeholder i sin oprindelige form ikke nogen påstand om, at konjunktursvingningerne er forsvundet og inflationen afskaffet. Krisen i Sydøstasien vil midlertidigt kunne virke afdæmpende på prisudviklingen via valutakursen. Det forhold, at visse mål for prisudviklingen i en periode viser en faldende tendens, kan dog næppe igangsætte en egentlig deflationær proces med vedvarende aktivitets- og prisfald. Deflationsdiskussionen har en naturlig parallel til inflation, hvor det er vigtigt at skelne mellem en inflationsproces med vedvarende kumulative prisstigninger, og en situation med prisstigninger på enkeltvarer i en begrænset periode.¹⁾

Inflationsudviklingen i USA og EU

Inflationen i USA og EU er i løbet af 1990'erne faldet til et niveau, hvis lige ikke er set siden 1960'erne. De årlige prisstigninger ligger nu tæt på den ramme på 0-2 pct., der normalt betragtes som prisstabilitet.

¹⁾ For en nærmere diskussion heraf, se Anders Møller Christensen, "Prisstigninger og inflation", Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, februar 1994.

Set ud fra et bredere perspektiv kan inflationsfaldet siden 1970'erne hovedsagelig betragtes som en tilbagevenden til mindre ekstreme inflationsniveauer. Det er velkendt, at de kraftige olieprisstigninger i 1974 og 1979 spredte sig til andre varer og tjenester og løftede prisstigningerne op på et hidtil uhørt niveau i de fleste industrilande¹⁾. Inflationen bed sig fast, fordi inflationsforventningerne ikke blev nedbragt. En væsentlig undtagelse var Tyskland, hvor inflationen specielt i 1970'erne ikke steg så markant som i de øvrige EU-lande. Dermed blev grunden lagt til Tysklands position som ankerland i det europæiske valutakurssamarbejde, EMS.

En forklaring på, at det er lykkedes at få inflationen ned på et lavt niveau, er således, at det penge- og valutakurspolitiske fokus fra begyndelsen af 1980'erne i højere grad blev på inflationsbekæmpelse. I Europa kan fastkurssamarbejdet ses som en vigtig del af denne strategi. Finanspolitikken er desuden i stadig højere grad blevet fokuseret på at nedbringe de offentlige underskud. Denne udvikling har skabt en troværdig ramme for inflationsbekæmpelsen, hvilket har nedbragt inflationsforventningerne markant. De positive effekter heraf er blevet forstærket af liberaliseringen af de finansielle markeder og den øgede konkurrence på varemarkederne som følge af øget samhandel.

Ny økonomi i USA og EU

I sit udgangspunkt drejer tesen om en ny økonomi sig om, hvorvidt den såkaldte naturlige arbejdsløshed i USA er lavere end hidtil antaget, jf. boksen. Eller formuleret anderledes: Er det i en økonomisk analyse relevant at stille spørgsmålet: "Hvorfor stiger inflationen ikke ved det nuværende niveau for arbejdsløsheden?". Spørgsmålet har i stigende grad været relevant i USA i 1997, men er det ikke endnu for EU, hvor produktionen ligger et stykke fra kapacitetsgrænsen. Perioderne med faldende inflation i EU er desuden sammenfaldende med perioder med lav vækst og stigende eller i bedste fald stagnerende arbejdsløshed, jf. også figur 2.

For EU synes det relevante spørgsmål at være: Hvilke strukturelle tiltag er påkrævet for at mobilisere alle de ledige ressourcer? EU-landene er dog ikke nogen homogen gruppe, og flere EU-lande oplever i øjeblikket høj vækst i aktivitet og beskæftigelse samt relativt lav inflation, herunder Storbritannien, Holland og Danmark.

Udviklingen i den faktiske inflation i forhold til den forventede forstærker indtrykket af, at det er i USA, inflationsudviklingen er overraskende lav. Siden 1990 har OECD systematisk overvurderet inflationsudviklingen

¹⁾ Inflationsopgangen i 1991 skyldes højere oliepriser (Golf-krigen) og en ekspansiv effekt af tysk genforening.

Begrebet ny økonomi ses anvendt bredt som en forklaring på det lave inflationsniveau i EU og USA, herunder at inflationen vil forblive lav og konjunktursvingningerne mere afdæmpede sammenlignet med tidligere.

Diskussionen om ny økonomi har sin oprindelse i USA. Arbejdsløsheden i USA har siden foråret 1996 ligget under de 5½-6 pct., der af bl.a. OECD og den amerikanske centralbank vurderes at være niveauet for den såkaldte naturlige arbejdsløshed¹⁾. Lavere arbejdsløshed har traditionelt betydet accelererende priser og lønninger. Lønvæksten og andre mål for omkostningsudviklingen har imidlertid udvist en markant stabilitet, og den markedsbestemte indenlandske inflation er faldet til historisk lave niveauer. Dette har rejst en debat om niveauet for og begrebsapparatet bag den naturlige arbejdsløshed (sideløbende hermed foregår i USA en diskussion omkring måling af inflation, jf. Michael J. Boskin et al. "Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living", Washington, D.C., December 1996.)

En væsentlig aktør i debatten er den amerikanske centralbankchef, Alan Greenspan. Overvejelserne om ny økonomi igennem 1997 har således haft sin rod i en konkret pengepolitisk problemstilling: Skal renterne i USA hæves for at lægge en dæmper på økonomien? Eller er den naturlige arbejdsløshed faldet så meget, at det ikke er nødvendigt?

Det kan forekomme underligt, at en diskussion af grænsen for den naturlige arbejdsløshed i USA vækker så megen debat. Baggrunden er formentlig, at der i en årrække har været så stor fokus på niveauet 5½-6 pct., at det trods usikkerhed i beregningen af den naturlige arbejdsløshed har fået en stærk forankring i den økonomiske debat. Dette er en afgørende forskel i forhold til Europa, hvor begrebet naturlig arbejdsløshed ikke er så veletableret i den økonomiske politik. Forskellen skyldes blandt andet, at arbejdsløsheden i Europa har haft sværere ved at stabilisere sig end på det mere fleksible amerikanske arbejdsmarked. Da det nuværende økonomiske opsving i USA samtidig har været langvarigt og stabilt, er også denne udvikling blevet koblet sammen med fænomenet ny økonomi.

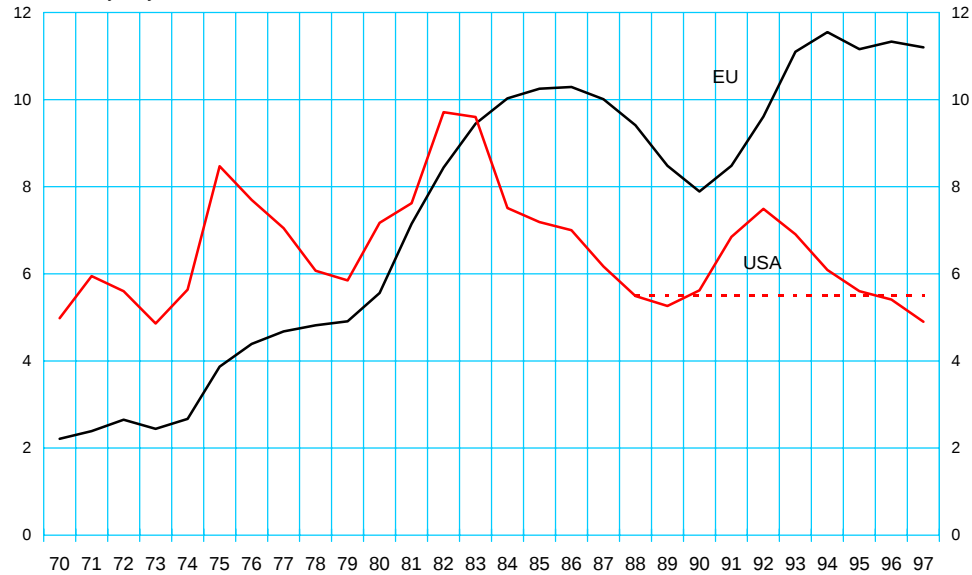
Essensen i diskussionen om ny økonomi i sin oprindelige form synes dog at falde sammen med en praktisk pengepolitisk problemstilling i USA i en situation, hvor kapacitetsgrænserne ifølge gængs ortodoksi er nået: Hvorfor stiger inflationen ikke? Er svaret, at den naturlige arbejdsløshed er faldet markant, er der tale om ny økonomi.

Ud fra denne synsvinkel indeholder tesen til gengæld ikke påstande om, at inflationen permanent er forsvundet, eller om, at der ikke igen skulle kunne komme større konjunkturudsving.

¹⁾ Se eksempelvis "OECD Economic Surveys United States", OECD, November 1997, side 19, samt "Federal Reserve Bulletin", Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., September 1997, Volume 83, side 754-755.

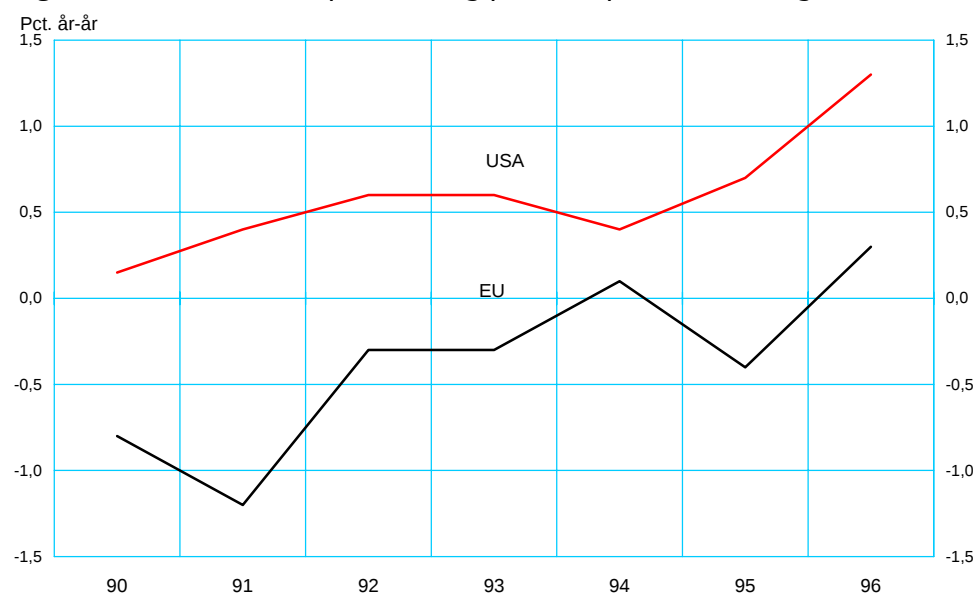
Figur 2 *Arbejdsløshed i USA og EU*

Pct. af arbejdsstyrken



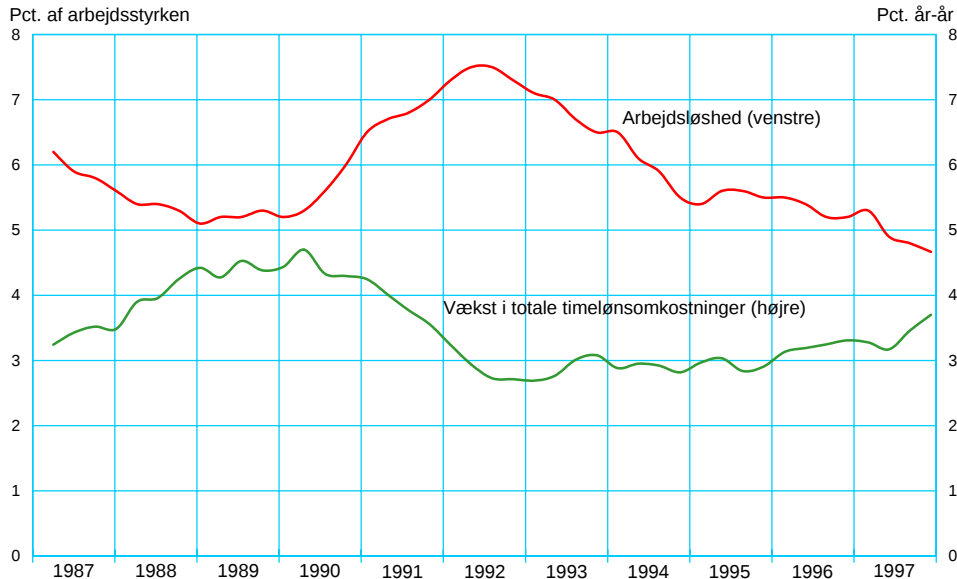
Note: 1997 er OECD-skøn. Stiplet linje angiver et ofte skønnet niveau for den naturlige arbejdsløshed i USA.

Figur 3 *Forskel mellem forventet og faktisk inflation i USA og EU*



Note: Vækst i forbrugsdeflator. Prognoseerne stammer fra sommeren før det pågældende år.

Figur 4 *Arbejdsløshed og totale timelønsomkostninger i USA*



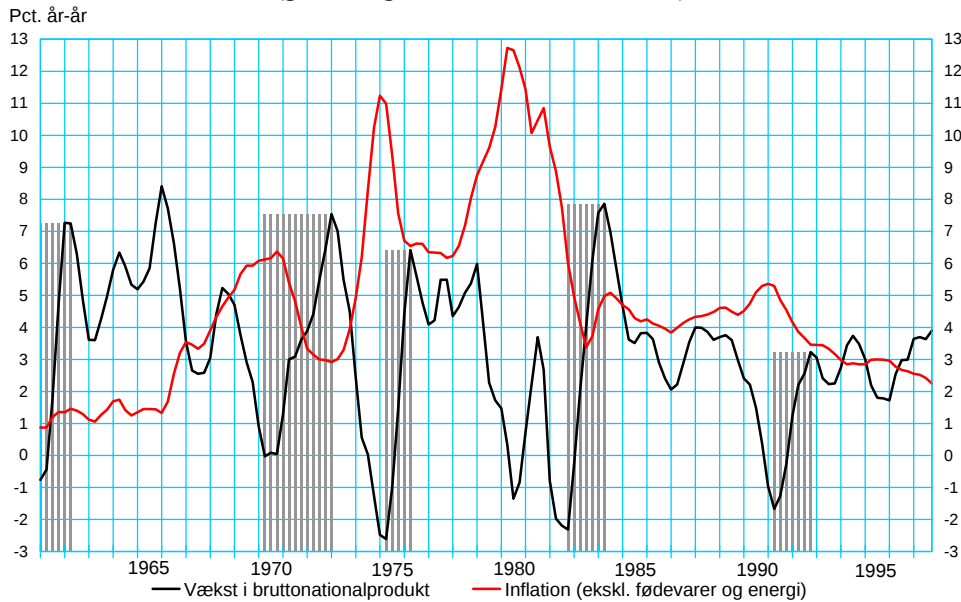
i USA, jf. figur 3. Det samme har ikke været tilfældet for EU. Dette indikerer, at der kunne være sket noget med inflationsprocessen i USA.

Tegn på ny økonomi i USA

Det er bl.a. udviklingen i arbejdsløshed og de totale timelønsomkostninger, som illustreret i figur 4, der har igangsat tankerne om et skifte i inflationstilbøjeligheden i USA: Faldet i arbejdsløsheden igennem 1990'ernes økonomiske opsving er sket samtidig med, at omkostningsudviklingen ikke er accelereret (de seneste observationer giver dog et mere nuanceret billede). Samtidig har den underliggende inflation, målt ved stigningen i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi, ikke har været så lav og stabil siden første halvdel af 1960'erne, hvor der i øvrigt også taltes om ny økonomi i USA¹⁾. Specielt bemærkelsesværdig er udviklingen i 1997, hvor den underliggende inflation er faldet til det laveste niveau siden 1966, samtidig med, at den økonomiske vækst er taget til, jf. figur 5. I det nuværende opsving passerende arbejdsløsheden det hidtil vurderede kritiske niveau på 5½ pct. i foråret 1996 og ligger p.t. omkring 4¾ pct. Selv når der tages i betragtning, at der er usikkerhed i beregningen af den naturlige arbejdsløs-

¹⁾ I "The Economic Report of the President", USA, January 1966, hedder det således: "...Still, there are sound reasons for confidence that a higher degree of cost and price stability can be achieved at high employment than during previous such periods since World War II". Videre hedder det: "...The pattern of economic activity shows superior balance. Productivity gains are larger and more extended New competition from abroad reinforces keen domestic competition for markets."

Figur 5
Vækst og inflation i USA
 (glidende gennemsnit over 6 måneder)



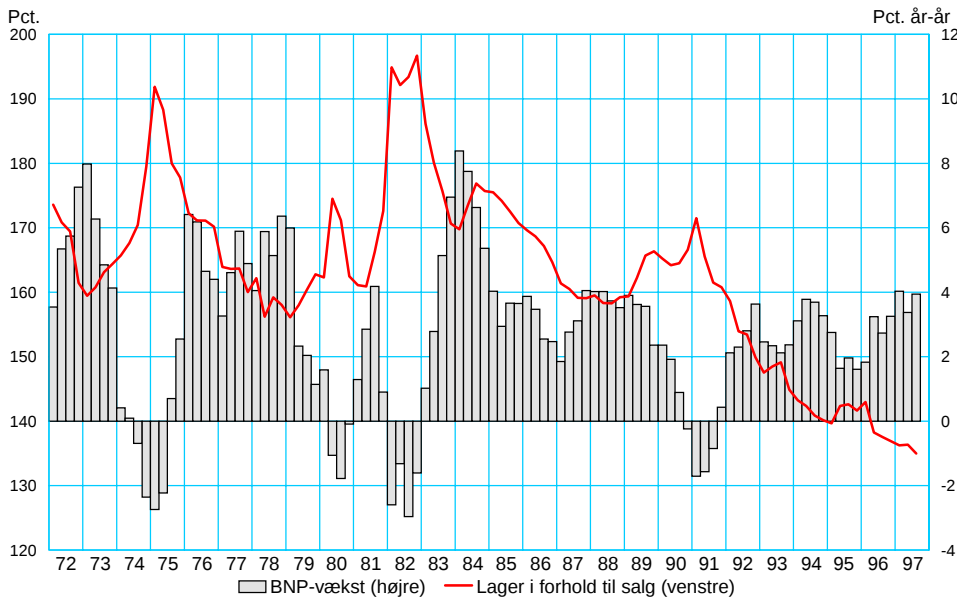
Note: De skraverede områder markerer vækst i opsvingets første fase.

hed, er det primært sammenhængen mellem det lave og faldende arbejdsløshedsniveau - der indikerer at økonomiens kapacitetsgrænse er nået - og den lave og faldende inflation, der er brændstoffet i ny økonomi debatten. Umiddelbart ser det da også ud til, at "der er noget at komme efter".

En væsentlig alternativ forklaring på inflationsudviklingen er, at økonomien har nærmet sig den traditionelle kapacitetsgrænse med en lav hastighed. Det nuværende amerikanske opsving har været kendetegnet ved afdæmpede vækstrater i opsvingsfasen - markeret ved skraveringerne i figur 5 - og et meget velafbalanceret vækstforløb uden store udsving. Samtlige opsving siden 1960 er påbegyndt med markant højere vækstrater, som forholdsvis hurtigt er aftaget.

Dertil kommer, at den kraftige stigning i dollarkursen i 1997 har lagt en midlertidig dæmper på prisudviklingen, en effekt der også vil gøre sig gældende et stykke ind i 1998. Endelig har der været en stigning i væksten i arbejdsstyrken i USA de seneste år, hvilket kortvarigt formentlig har hævet kapacitetsniveauet i økonomien¹⁾. Det kan dog blive fortsat sværere at finde egnede medarbejdere i og uden for den eksisterende arbejdsstyrke.

¹⁾ Den langsigtede vækstrate for en økonomi ved fuld ressourceudnyttelse er bestemt af summen af væksten i arbejdsstyrken og væksten i arbejdsstyrkens produktivitet.

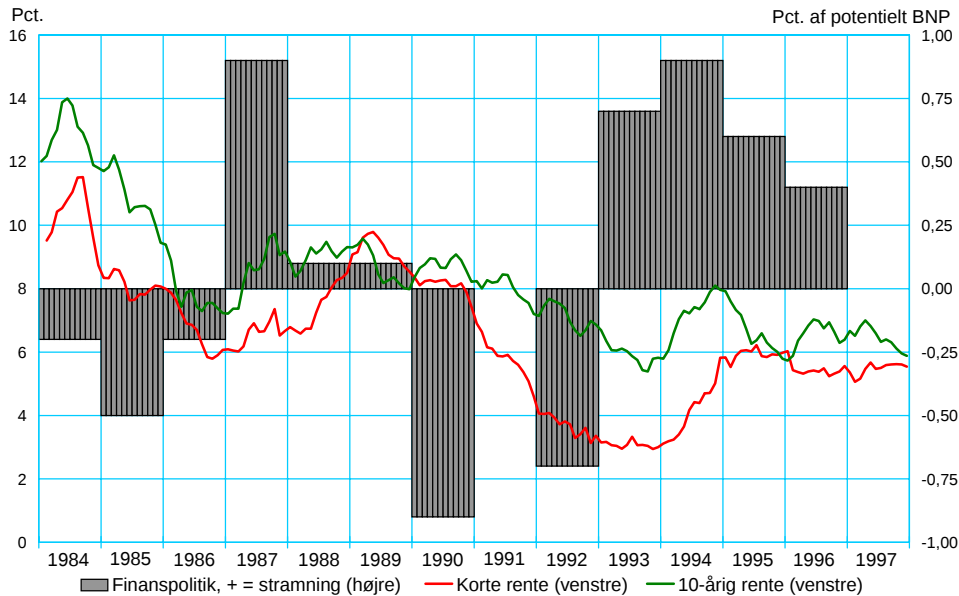
Figur 6 *Fremstillingssektoren i USA. Lager i forhold til salg*

Et centralt argument for mindskede konjunkturudsving er, at de kraftigt øgede computerinvesteringer har muliggjort en betydeligt bedre lagerstyring, der igen betyder færre fejlagtige produktionsbeslutninger. Der er således sket et markant fald i de amerikanske virksomheders lagre målt i forhold til salget, jf. figur 6. Den generelle lagerreduktion vidner formentlig også om en øget fleksibilitet i produktionen, der kan bruges som argument for, at økonomien kan tåle mere vækst end tidligere, før inflationen tager til. Formindskelsen af lagrene betyder dog også øget sårbarhed i produktionen over for strejker o.lign. Svigter et led i produktionskæden, slår dette hurtigere igennem på produktionen, desto mindre lagerbeholdning, omend formentlig kun i en kort periode. Sandsynligvis er der dog primært tale om tilpasning til et nyt niveau for lagrene, hvorfra lagerudsving og efterfølgende udsving i produktion og beskæftigelse fortsat vil påvirke konjunkturerne, måske lidt svagere end det traditionelt har været tilfældet.

Det langvarige, rolige opsving skal også ses i sammenhæng med den økonomiske politik, hvor finanspolitikken løbende er strammet i perioden 1993-96, og pengepolitikken blev strammet i 1994. Disse aktivitetsdæmpende foranstaltninger blev forstærket af en stigning i de lange markedsrenter, jf. figur 7.

De almindeligste årsager til konjunktursvingninger er normalt udefrakommende påvirkninger (olieprisschok, krige), den førte økonomiske poli-

Figur 7

Penge- og finanspolitik i USA

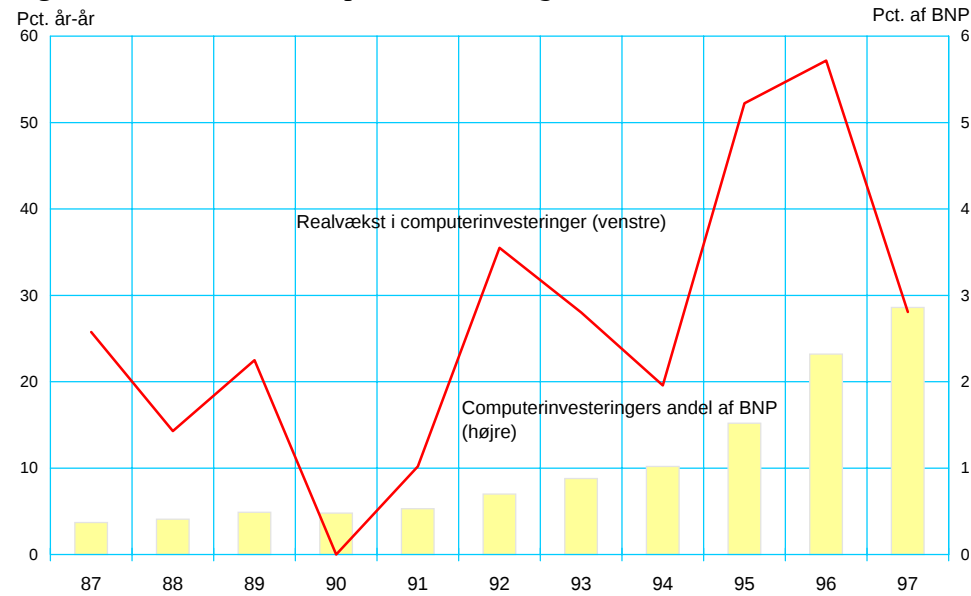
tik eller en samtidig, stærk reaktion fra forbrugere og virksomheder. Et vist mål af såvel dygtighed som held i den økonomiske politik i en afgrænset periode udelukker ikke fremtidige konjunkturudsving.

Computerrelaterede argumenter for ny økonomi

Computerteknologien anføres at have medført en øget produktivitetsvækst og herved bidraget mere permanent til en lavere inflationstilbøjelighed. Det er indiskutabelt, at der i de senere år har fundet massive teknologiske investeringer sted i USA, jf. figur 8. Fra at udgøre godt 5 pct. af de totale investeringer i 1986 udgør investeringer i computere mv. nu omkring 25 pct. og dermed en større andel af de samlede investeringer end de traditionelle investeringer i industriudstyr. Den gennemsnitlige årlige vækst i computerinvesteringerne har de seneste 10 år ligget omkring 25 pct.

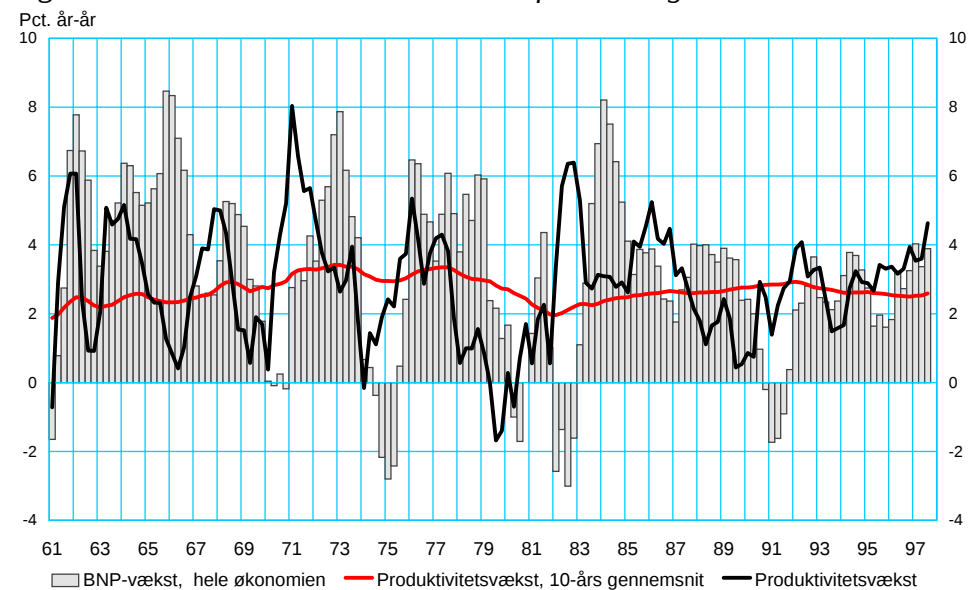
Informationsteknologien i sig selv kan imidlertid næppe gøres til krumtap i hypotesen om ny økonomi, da disse investeringer ikke har ført til noget markant skifte i produktivitetsvæksten. Produktivitetsudviklingen i fremstillingsektoren, hvor man kunne forestille sig, at computerinvesteringer frem for alt kunne medføre et løft, fremgår af figur 9. Der ses en tendens til stigende produktivitetsvækst de seneste år, men ikke til noget ekstremt niveau (produktivitetsvæksten for hele økonomien ligger noget

Figur 8 *Computerinvesteringerne i USA*



Note: 1997 er baseret på tal fra de første 2 kvartaler.

Figur 9 *USA. Produktivitetsvækst i fremstillingssektoren*



lavere end for fremstillingssektoren, hvilket afspejler forholdene i servicesektoren, der udgør en stadig stigende del af amerikansk økonomi).

Det kan forekomme som et paradoks, at de store computerinvesteringer ikke slår igennem i produktivitetsopgørelserne¹⁾. Blandt forklaringerne er, at computerteknologien endnu ikke udnyttes fuldt ud, og måleproblemer, der betyder, at forbedringer på virksomhedsniveau ikke slår ud i måling af produktiviteten for hele økonomien. Endelig er det værd at være opmærksom på, at afskrivningsraten på computere formentlig er langt højere end på traditionelle kapitalgoder.

De store fortolkningsmæssige problemer ved produktivitetmålinger for hele økonomien illustreres tydeligt i figur 9. Udviklingen i produktivitetsvæksten er således konjunkturfølsom: I perioder med lav vækst eller recession ses en tendens til stigende produktivitet, fordi de mindst effektive virksomheder først slås ud. Det betyder, at den gennemsnitlige virksomhed fremstår som mere effektiv, selv hvis der ikke er sket noget på den enkelte arbejdsplads. Dertil kommer, at i den første fase af et konjunkturopsving, hvor produktionsapparatet endnu ikke udnyttes fuldt ud, vil det være muligt at øge produktionen uden en yderligere beskæftigelsesindsats. Produktivitetsudviklingen i det nuværende amerikanske opsving afspejler således i høj grad den balancerede vækst.

Mere generelle argumenter for ny økonomi

Ud over de direkte computerrelaterede argumenter anses en række andre faktorer at forklare den lave inflationsudvikling i USA: Øget konkurrence, flere jobs i servicesektoren, øget antal deltidsansatte og faldende organisationsgrad. Flere af disse faktorer er fælles for størstedelen af de industrialiserede lande, hvilket formentlig har været medvirkende til, at diskussionen om den amerikanske økonomis inflationstilbøjelighed har bredt sig til en diskussion af inflationstilbøjeligheden i hele den industrialiserede verden.

Argumenterne vedrørende øget konkurrence afspejler omfattende dereguleringer inden for telekommunikation, sundhedsområdet, transport og finansiering. En væsentlig faktor bag den afdæmpede udvikling i de totale timelønsomkostninger i USA har eksempelvis været en aftagende vækst i udgifterne til forsikringspræmier på sundhedsområdet (health care). Den øgede konkurrence betyder, at virksomhederne generelt mister styrke i produktmarkedet. Hertil kommer globalisering og øget frihandel (EUs indre marked, den nordamerikanske frihandelsaftale NAFTA), der gør det nem-

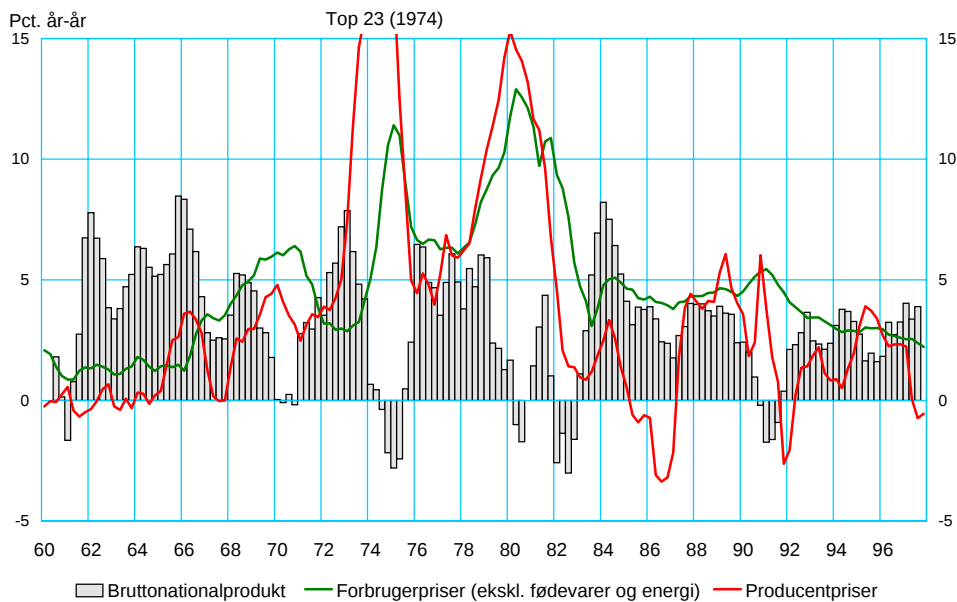
¹⁾ Jf. eksempelvis Donald S. Allen, "Where's the Productivity Growth (from the Information Technology Revolution)?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 1997.

mere at lade produktionen foregå det mest effektive sted. I EU-landene har man desuden set øget konkurrence bl.a. fra Østeuropa. Effekten er formentlig vigtig, men næppe vedvarende. I bedste fald er der formentlig tale om et overgangsfænomen, der dog kan strække sig over en årrække. Det er vigtigt at holde fast i, at ny økonomi drejer sig om økonomiens kapacitetsgrænse, og at øget konkurrence i sig selv ikke ændrer på, at der eksisterer en sådan grænse. Den potentielle, ikke inflationære vækstrate i en situation, hvor alle ressourcer udnyttes, er fortsat lig summen af produktivitetsvækst og vækst i arbejdsstyrken. Økonomisk vækst herudover vil føre til en situation med mangel på arbejdskraft. For amerikansk økonomi er det desuden værd at huske på, at konkurrencen i forvejen er væsentlig, da markedet er stort og ensartet.

Ændringer i beskæftigelses- og produktionssammensætningen ses fremført i diskussionen om ny økonomi som et argument for mere afdæmpede konjunkturudsving. I 1950'erne var ca. 50 pct. af alle ansatte i USA beskæftiget i servicesektoren, mens det tilsvarende tal i midten af 1990'erne var omkring 73 pct. (den strukturelle ændring over mod flere servicejob betyder, at udtrykket industriland i virkeligheden er blevet misvisende og mere passende kunne ændres til serviceland). Trenden har været den samme i de fleste industrilande, og niveaumæssigt er forskellene små mellem USA og eksempelvis Danmark og Storbritannien. Beskæftigelsen i servicesektoren antages normalt at være mindre konjunkturfølsom end i fremstillingssektoren, hvilket kan være medvirkende til et mere stabilt konjunkturforløb. Eksempelvis faldt produktionen i fremstillingssektoren med 3 pct. i den seneste recession i USA, mens der ikke var tale om fald i servicesektoren. Den øgede andel af ansatte i servicesektoren modvirker dog samtidigt i sig selv tendensen til lavere inflation via de åbne markeder, idet serviceydelser i en række tilfælde ikke handles over landegrænserne og derfor er mindre udsat for konkurrence.

Øget antal deltidsansatte kan have øget fleksibiliteten på arbejdsmarkedet og dermed gjort økonomien mindre modtagelig for eksogene chok. På det amerikanske marked har surveys desuden påvist en påfaldende stor grad af jobtryghed set i forhold til den stærke konjunktur og beskæftigelsesvækst. En sådan følelse af jobusikkerhed kan have medvirket til tilbageholdenhed ved lønforhandlinger, og kan dermed via arbejdsmarkedet have betydet et mindre pres på virksomhederne til at hæve priserne, end hvad der er set i tidligere perioder med et tilsvarende stramt arbejdsmarked. En forklaring på denne tilsyneladende - og muligvis midlertidige - adfærdsændring kan være, at de øgede computerinvesteringer har været sammenfaldende med rationaliseringer på de amerikanske arbejdspladser.

Figur 10 *Producent- og forbrugerprisinflation i USA*
(glidende gennemsnit over 3 måneder)



Faldende producentpriser og deflation.

Det kraftige fald i de lange renter i USA og EU omkring årsskiftet 1997/98 kan tolkes som resultatet af et fald i inflationsforventningerne. Da råvarepriserne samtidig har vist en faldende tendens, og producentpriserne i USA i en periode har været faldende, har spørgsmålet omkring faren for en egentlig deflationsproces rejst sig hos aktører på de finansielle markeder. I en situation med vedvarende prisfald vil der være en tendens til, at forbrugs- og især investeringsbeslutninger udskydes med risiko for en økonomisk lavkonjunktur, der igen kan påvirke priserne negativt.

Der kan være grund til at fremhæve, at en situation med faldende priser på visse varegrupper og især råvarer, hvis priser normalt svinger meget, ikke har meget at gøre med en egentlig deflationær proces.

I figur 10 sammenlignes for USA udviklingen i producentpriserne med, hvad der kan kaldes kerneinflationen, den indenlandske markedsbestemte inflation defineret som væksten i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi, og den økonomiske vækst. Producentpriserne fanger typisk pris-effekter fra importerede varer, herunder effekter fra bevægelser i valutakursen og råvarepriserne, og anses derfor som en indikator for den fremtidige udvikling i (dele af) forbrugerpriserne. Siden midten af 1980'erne har sammenhængen dog været meget svag, og ingen af perioderne med fal-

dende producentpriser siden 1960 efterfølges af perioder med aktivtetsnedgang.

Afslutning

Det kan hævdes, at der ikke er meget nyt i tankerne om ny økonomi. I 1960'ernes USA foregik en tilsvarende diskussion, som ophørte, da inflationen begyndte at stige¹⁾. Udviklingen i de senere år i USA var ikke forudsagt, men kan med rimelighed forklares med mere traditionel analyse og den førte økonomiske politik. Det må på den baggrund anses for farligt, hvis myndighederne forlader sig på, at man mere permanent har skiftet til lavinflation, som fortalene for tesen om ny økonomi til tider synes at foreslå.

¹⁾ I april 1967 afholdtes eksempelvis en konference herom, og bidragene blev samlet i bogform, jf. M. Bronfenbrenner (editor) *"Is the Business Cycle Obsolete?"*, Wiley, 1969. Konferencen blev planlagt i 1964/65, hvor inflationen var ca. 1½ pct og væksten i en årrække havde ligget omkring 4-7 pct. Konferencen afholdtes i 1967, hvor inflationen var steget til 3¾ pct. Da bogen udkom i 1969, var inflationsraten 5½ pct., og økonomien på vej ind i en lavkonjunktur.

Det danske valutamarked

v/Henrik Smed Krabbe, Handelsafdelingen
og Lisbeth Stausholm Pedersen, Økonomisk Afdeling

Valutamarkedet er et marked for køb og salg af valuta mod kroner. Det er primært kapitalbevægelser og udenrigshandel, der skaber behovet for et sådant marked, hvor afdækning af valutakursrisici og omvekslinger mellem kroner og valuta foregår. Markedet er centralt for penge- og valutapolitikken, da kronekursen dannes på valutamarkedet.

Udviklingen på markedet igennem de seneste 5-6 år viser, at både prisstillelse og omsætning afhænger af kronens stabilitet. Under valutauroen i 1992-93 øgedes omsætningen - især med de udenlandske aktører - markant, og forskellen mellem købs- og salgspris blev udvidet. De seneste år - især i 1997 - med særdeles stabil kronekurs har omsætningen været noget lavere end under uroen, og prisstillelsen har været meget skarp, således at forskellen mellem købs- og salgspris er meget lav blandt de professionelle aktører. En anden klar udviklingstendens ses i bankernes valutapositioner. Siden valutauroen i 1992-93 har bankerne sjældent haft store positioner i enkelte valutaer, som det i højere grad var tilfældet før uroen. Som på de øvrige danske finansielle markeder er der en relativ høj grad af koncentration blandt markedsdeltagerne.

I denne artikel belyses det danske valutamarked og dets udvikling gennem de seneste år. En tilsvarende beskrivelse er tidligere udarbejdet for udviklingen i det danske pengemarked.¹⁾

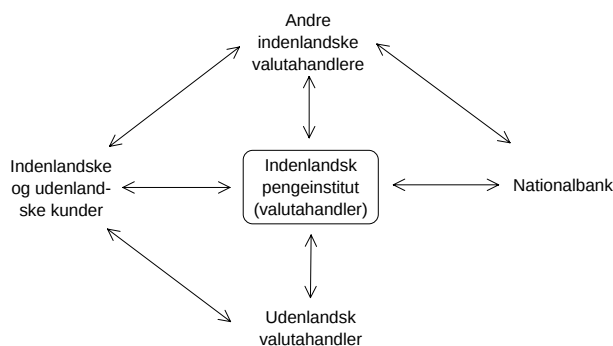
Afgrænsning af det danske valutamarked

Det danske valutamarked defineres som køb og salg af fremmed valuta mod kroner. Alle transaktioner, der indebærer overførsel af en position i kroner mod valuta fra en aktør til en anden, er en del af det danske marked. Markedet er ikke geografisk begrænset. Dvs. køb og salg af valuta mod kroner, der alene foregår mellem udlændinge, indgår også i det danske marked. Handel med valuta er fuldstændig liberaliseret, efter de sidste valutarestriktioner blev afviklet i 1988.

Køb og salg af valuta mod kroner omfatter en bred kreds af forretninger og deltagere - fx indgår køb og salg af rejsevaluta under denne definition. I denne artikel ses der kun på det professionelle valutamarked, dvs. transaktioner mellem valutahandlere (pengeinstitutter), kunder (typisk virksomhe-

¹⁾ Palle Duvier Mehlbye og Jacob Topp "Udviklingen på pengemarkedet", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1996.

Figur 1 *Skitse over indenlandsk valutahandlers medspillere i valutamarkedet*



der), udenlandske kunder og valutahandlere samt Nationalbanken. I figur 1 er det danske valutamarkeds aktører illustreret.¹⁾

Deltagerne i valutamarkedet kan i store træk deles op i kunder og valutahandlere.

Kunderne er typisk private virksomheder, der har behov for at købe og sælge valuta i forbindelse med betalinger til og fra udlandet. Dertil kommer kommuner og offentlige virksomheder, der også har en del store betalinger til og fra udlandet. Endelig kan også mindre pengeinstitutter, der ikke har et særligt stort forretningsomfang i valuta, afgive disse valutaordrer til større pengeinstitutter, og dermed stå på kundesiden i valutamarkedet.

Valutahandlerne er pengeinstitutter, der køber og sælger valuta dels for at imødekomme deres kunders behov, dels for at afdække egne positioner og dels for at tjene på forskelle mellem købs- og salgskurs. Tidligere skulle et pengeinstitut være autoriseret valutahandler for at kunne handle valuta, men markedet er i dag liberaliseret, og alle pengeinstitutter kan direkte handle valuta i markedet. Det kræver dog et net af korrespondentbanker at være valutahandler, jf. boks 1.

Nationalbanken kan også kaldes en valutahandler. Nationalbanken effektuerer - ligesom andre valutahandlere - betalinger for sine kunder, dvs. statens og Hypotekbankens udenlandske betalinger. Som hovedregel afdækker Nationalbanken disse betalinger i valutamarkedet gennem de danske banker.

Nationalbankens centrale funktion i valutamarkedet er køb og salg af valuta i forbindelse med interventioner for at stabilisere kronekursen. Nationalbanken køber og sælger således valuta mod kroner for at stabilisere kro-

¹⁾ Nationalbanken handler i det danske valutamarked med indenlandske valutahandlere, dvs. ved handel med valuta mod kroner. Nationalbanken handler også med udenlandske valutahandlere, men kun ved handel med valuta mod valuta (i forbindelse med forvaltning af valutareserven). Dersom sidstnævnte ikke er en del af det danske valutamarked, indgår det ikke i illustrationen.

Valutahandel består altovervejende af omvekslinger mellem umiddelbart realiserbare bankindsbud i kroner og valuta. I praksis foregår disse handler ved, at der stilles priser for køb og salg af valuta, enten direkte via telefon, via en broker eller via *elektroniske systemer* som Reuters Dealing eller Electronic Broking Service (EBS). En valutahandler, der fx ønsker at handle D-mark for et bestemt beløb, kan ringe op til en modpart eller en broker og bede om to-vejs priser for dette beløb. Det er i princippet det samme, der foregår via de elektroniske systemer, hvor prisstillelsen blot foregår på skærmen. I dag foregår en stor - og stadig stigende - del af handlerne gennem elektroniske systemer. Derved spares gebyret til brokerne (brokerage). Endvidere kan en handler henvende sig til endnu flere modparter på en gang og samtidig opnå anonymitet, indtil handlen gennemføres. De elektroniske handelssystemer er endvidere i stand til at matche handler under hensyntagen til de limits, som bankerne måtte have over for hinanden, og evt. give oplysninger om dybden i markedet, samt til hvilken side (køb eller salg) interesserne ligger. Ved handel gennem de elektroniske systemer betales der en mindre "systemomkostning" pr. handel.

Det danske valutamarked er langt mindre end valutamarkedene i store lande som USA, England og Tyskland. Der bliver derfor i praksis kun stillet direkte priser over for ganske få valutaer, mens priser over for mindre valutaer fastsættes indirekte via *krydskurser*. Når bankerne stiller priser på FRF mod DKK, vil denne pris altid blive beregnet ud fra DEM-krydskurserne, DEM/FRF og DEM/DKK.

Afvikling/valør i valutamarkedet sker som hovedregel to hverdage efter handelsdagen (T+2). En eller flere lukkedage i et land betyder, at alle de valutakryds, hvori det pågældende lands valuta indgår, afvikles yderligere en eller flere dage senere. Lukkedag i USA bevirker dog altid, at alle valutakryds afvikles en dag senere.

Overførslen af de handlede valutaer sker normalt gennem en bank i de pågældende valutaers "hjemland". For eksempel afvikles DEM gennem en bank i Tyskland. Det behøver dog ikke at være en tysk bank, det kan ligeså vel være gennem en udenlandsk banks afdeling i Tyskland. Alle deltagere i valutamarkedet har derfor et såkaldt *korrespondentbanknet* med valutakonti i forskellige lande. I praksis foregår afviklingen ved, at parterne uafhængigt af hinanden afsender betalingsinstruks til hver sin korrespondentbank om at overføre det solgte beløb til modpartens konto hos deres korrespondentbank.

I de senere år har der været en del fokus på denne form for afvikling, der indebærer visse *risici*, idet der fx ikke er fuld sikkerhed for, at modparten afsender sin betalingsinstruks. Generelt er der en udvikling i de internationale valutamarkeder over mod anvendelsen af clearingcentraler (som ECHO) eller nettingsystemer (som FX Net), hvor disse risici delvist kan nedbringes. Men endnu afvikles kun en yderst begrænset del af kronetransaktioner på denne vis. Afviklingsrisici i valutamarkedet og nye tiltag på området er beskrevet i en tidligere artikel af Lars G. Sørensen, Afviklingsrisici i valutahandel, Kvartalsoversigten, august 1996.

nekursen over for kernelandenes valutaer i det europæiske valutasamarbejde. De senere år har Nationalbanken intervenseret mere aktivt med henblik på at begrænse de daglige udsving i valutakursen. Nationalbankens villighed til at aftage kroner eller valuta fra markedet er i høj grad med til at stabilisere markedet, og udsvingene i kronekursen har været særdeles små igennem specielt det seneste år. Nationalbanken spiller således en vigtig indirekte rolle i valutamarkedet ved at signalere kronens fortsatte forankring til kernevalutaerne både ved ændring af renten og ved interventioner.

En sidste funktion for Nationalbanken i forhold til valutamarkedet består i, at Nationalbanken offentliggør vejledende valutakurser. Kurserne beregnes på baggrund af de aktuelle markedskurser hver dag kl. 11:30. *Kurserne er vejledende, og der ligger ikke nødvendigvis omsætning bag dem.* Nationalbankens vejledende valutakurser anvendes i mange sammenhænge (fx i mange kontrakter, bankernes handel med kontantvaluta med kunder mv.), hvilket kan være ud fra ønsket om at anvende en uafhængig kilde. Tidligere offentliggjorde Nationalbanken valutakurser, der var fastsat ved en egentlig fixing/notering baseret på omsætning. Denne praksis ophørte pr. 1. oktober 1991.

Udover de direkte deltagere i valutamarkedet findes der også såkaldte *brokere* (eller mæglere), der formidler kontakten mellem køber og sælger uden selv at være part i handlen. I det danske valutamarked findes der to brokere i valuta, men kun en begrænset del af omsætningen i valutamarkedet foregår gennem disse brokere.

Der findes ingen *statistik*, som dækker hele omsætningen i det danske valutamarked. De eksisterende kilder til statistik er beskrevet i boks 2, og figur 1 illustrerer ligeledes de transaktioner, som statistikken dækker, nemlig de indberettende valutahandlers transaktioner med de øvrige fire typer aktører. I statistikkerne beskrevet i boks 2 anvendes begreberne omsætning og valutaposition. Ved *omsætning* i det danske valutamarked forstås det indberettende pengeinstituts (hovedvirksomheden) samlede køb og salg af valuta mod kroner på såvel spot- som terminsbasis med inden- og udenlandske kunder og valutahandlere samt Nationalbanken.¹⁾ Swaptransaktioner indgår ikke. *Valutapositionen* er en opgørelse over det indberettende instituts nettomellemværender i valuta, hvor instituttet selv bærer valutakursrisikoen. Alle nettospot-, nettoterminals- og nettooptionspositioner indgår. Positionsbegrebet giver således et tal for de indberettende institutters valutaeksponering.

¹⁾ Ved anvendelsen af omsætningsstatistikken i denne artikel er der korrigeret for dobbeltregistrering af transaktioner med andre indenlandske valutahandlere.

Boks 2 *Omsætning og positioner i det danske valutamarked - statistik*

Den eneste opgørelse over omsætningen i det danske valutamarked, der offentliggøres, er en international undersøgelse foretaget af Bank for International Settlements, BIS, Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, maj 1995. Nationalbanken har stået for den danske del af undersøgelsen, og har i 1989, 1992 og senest i 1995 indsamlet tal for den *daglige omsætning i en enkelt måned*, dels for de forskellige forretningstyper, dels for forskellige valutaer. Omsætningstillene omfatter både handel med valuta mod kroner og handel med valuta mod valuta, hvorved statistikken ikke er afgrænset til det danske valutamarked. Den seneste undersøgelse er omtalt i Kvartalsoversigten, februar 1996.

Udover den offentliggjorte undersøgelse indsamler Nationalbanken også statistik for både omsætning og positioner fra danske pengeinstitutter af hensyn til Nationalbankens overvågning af valutamarkedet. Otte af de største danske pengeinstitutter indberetter således *dagligt* til Nationalbanken køb og salg af valuta med hhv. indenlandske kunder og valutahandlere, udenlandske kunder og valutahandlere samt Nationalbanken. Denne statistik anslås at dække omkring 80-90 pct. af den samlede omsætning. Pengeinstitutternes nettovalutaposition fremgår også af disse indberetninger og er udregnet på basis af nettovalutapositionen fra dagen før.

Pengeinstitutterne indberetter endvidere deres *månedsbalancer* til Finanstilsynet, hvoraf valutapositioner ultimo måneden fremgår fordelt på de forskellige valutaer. Indberetningerne tjener til at følge bankernes valutaeksponering. Endvidere findes der her oplysning om pengeinstitutternes udestående spot- og terminskontrakter i fremmed valuta ultimo måneden.

Produkter på det danske valutamarked

På det danske valutamarked er der udelukkende nogle få standardiserede produkter. Produkterne er primært spotforretninger og terminsforretninger. Derudover findes der også såkaldte valutaoptionsforretninger.

Spotforretninger er det simpleste produkt, og bruges til ren og skær omveksling mellem kroner og valuta. Fx kan en eksportvirksomhed, der har indtægter i dollar og udgifter i kroner, ønske at sælge sine dollarindtægter og i stedet få kroner. Valutakursen på handelsdagen, også kaldet spotkursen, er omvekslingskursen for en spotforretning. Afvikling finder normalt sted to dage senere.

Terminsforretninger anvendes ofte af virksomheder til at kurssikre transaktioner. Hvis en eksportvirksomhed ved, at den eksempelvis om 6 måneder har en indtægt i dollar, kan den sælge sin fremtidige dollarindtægt på termin, så kroneværdien bliver fastlåst. Derved kan virksomheden immunisere sig over for udsving i valutakursen. Tilsvarende kan udlændinge,

der ejer kroneobligationer, kurssikre sig ved at sælge den fremtidige kroneindtægt fra disse obligationer på termin.

Valutaoptionsforretninger anvendes også til kurssikring. Hvis en eksportvirksomhed ved, at den fx om 6 måneder har en indtægt i dollar, kan den købe en option med retten - men ikke pligten - til at sælge dollar om 6 måneder til en bestemt kurs. Derved har virksomheden sikret sig en minimumkurs på sin dollarindtægt, hvis dollar skulle falde i værdi over for kroner. Den præmie, som virksomheden skal betale for at sikre sig retten, afhænger af flere faktorer - primært løbetiden, volatiliteten samt den minimumskurs, der ønskes.

Den relative anvendelse af de enkelte instrumenter er tidligere blevet undersøgt i 1989, 1992 og 1995 som led i en international undersøgelse koordineret af BIS, jf. boks 2. Hovedtallene fra disse undersøgelser findes i tabellen nedenfor. Omsætningstallene indeholder udover handler mellem kroner og valuta også handler mellem to fremmede valutaer, hvor en dansk valutahandler har deltaget. Omsætningen er derfor ikke begrænset til det danske valutamarked, men til generel valutahandel for danske aktører. Alligevel kan tallene give en indikation af, hvor store andele af omsætningen de forskellige typer forretninger udgør.

Af tabellen fremgår det, at spotforretninger udgør den altovervejende del af omsætningen i valutamarkedet. Dette skyldes bl.a., at løbetiden er kortest for spotforretningerne. Ses der i stedet på de udestående kontrakter på en given dag, vil terminsforretningerne udgøre langt størstedelen. Valutaoptionsforretningernes andel har gennem hele perioden været forholdsvis ubetydelig.

Den overvejende del af omsætningen i det danske valutamarked for spothandler anføres af de større markedsdeltagere at foregå i kroner over for D-mark. Dette billede bekræftes af undersøgelsen fra BIS. I terminsmarkedet er omsætningen i kroner over for dollars størst.

Valutamarkedet er tæt knyttet til flere af de øvrige finansielle markeder, idet valutahandel ofte indgår samtidig med en pengemarkedshandel eller

*Omsætning på valutamarkedet
fordelt på typer af forretninger, april*

	Mia.USD pr. bankdag			Pct. fordeling		
	1989	1992	1995	1989	1992	1995
Spot-forretninger	6,4	10,5	8,9	81	77	82
Terminsforretninger	1,3	2,0	1,5	16	15	14
Optioner	0,2	1,2	0,4	3	8	4
I alt	7,9	13,7	10,8	100	100	100

en obligationshandel. Specielt er samspillet med pengemarkedet af betydning, idet den kronelikviditet, der fx indgår til betaling af købt valuta, må skaffes på pengemarkedet. På pengemarkedet handles også såkaldte valutawaps, der er lån mod sikkerhed i valuta. Handlen af disse produkter foregår som spot- og terminsforretninger i valuta, men der overføres ikke nogen valutaposition fra en aktør til en anden, hvorved dette produkt ikke indgår i valutamarkedet. Obligationsmarkedet har især tilknytning til valutamarkedet via den afdækning af valutakursrisikoen, der sker i forbindelse med udlændinges køb og salg af kroneobligationer.

Markedsstruktur

De direkte aktører i det professionelle valutamarked er som nævnt pengeinstitutter/valutahandlere. Kredsen af direkte deltagende pengeinstitutter er relativt begrænset, idet en række mindre pengeinstitutter ofte vælger at videregive valutaordrer fra kunder til større pengeinstitutter, dels på grund af manglende korrespondentbanknet, dels på grund af begrænset forretningsomfang. Omsætningen i valutamarkedet er også koncentreret på ganske få deltagere, og koncentrationen er taget til siden 1993. De fire største aktører har i dag en markedsandel på ca. 85 pct. af omsætningen blandt de otte indberettere.

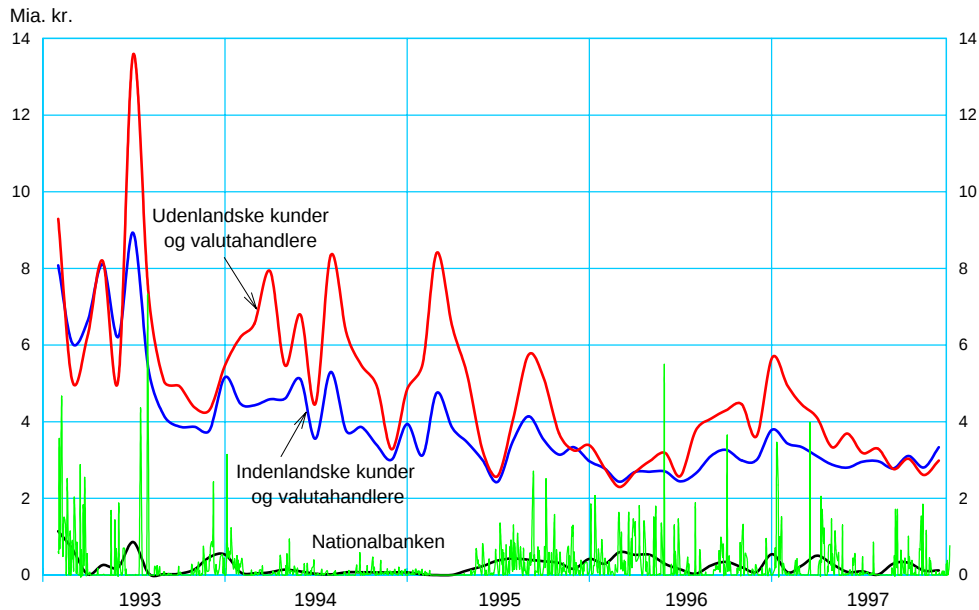
Til gengæld er kredsen af indirekte aktører stor (virksomheder og mindre pengeinstitutter), hvilket bunder i et bredt behov for valutatransaktioner. En del større erhvervsvirksomheder med egne finansafdelinger er fx betydelige indirekte aktører i valutamarkedet. Dette gjaldt specielt i perioden før valutauroen i 1992-93. Aktiviteten afspejlede primært en spekulation i renteforskelle mellem valutaer. Under uroen var aktiviteten ligeledes høj, men bundede i andre forhold, dels en afdækning af kommercielle flows i valuta, dels en spekulation i forventede ændringer i valutakurserne. Sidenhen er virksomhedernes aktivitet i valutamarkedet nedbragt. Også bankernes valutapuljer blev anvendt aktivt i valutamarkedet, men denne aktivitet er i dag stort set forsvundet.

Udviklingen i valutamarkedet

Omsætningen¹⁾ i valutamarkedet varierer ganske betydeligt. Omsætningen i dag er fx kun ca. halvt så stor som under valutauroen i 1993, jf. figur 2. Dette er dog ikke et udtryk for, at omsætningen i valutamarkedet i dag er væsentligt lavere end normalt, men nærmere, at omsætningen var unormalt

¹⁾ Omsætningen vedrører kun handler indgået af de otte indberettende pengeinstitutter. Omsætningen er korrigeret for dobbeltregistrering.

Figur 2 *Otte valutahandlers omsætning med forskellige deltagere i valutamarkedet*



høj under uroen i 1992-93. Omsætningens størrelse siger som sådan ikke noget om markedets effektivitet, men er som udgangspunkt kun relateret til behovet for afdækning/ønsket om at spekulere.

Nationalbankens intervention med henblik på at begrænse de daglige udsving i kronekursen har givetvis også været en medvirkende årsag til den mere afdæmpede omsætning i valutamarkedet i de seneste år. Nationalbankens aktive signal om at ville holde en stabil kronekurs gennem rentepolitik og intervention kan siges at have mindsket behovet for afdækning og ønsket om spekulation. Nationalbankens øgede aktivitet i valutamarkedet efter midten af 1995 fremgår af figur 2. Nationalbanken ses at stå for en ganske betydelig del af omsætningen på enkelte dage, mens den gennemsnitlige omsætning (sort kurve) med Nationalbanken er relativt begrænset.

Det har generelt været kendetegnende, at de største danske valutahandlere stort set handler lige meget med ind- og udlændinge i det danske valutamarked, jf. figur 2. Men omsætningen med udlændinge er mere volatil end med de indenlandske aktører. Det er især på dage med optræk til uro, at en kortvarig betydelig stigning i omsætningen kan observeres - mest markant for udenlandske aktører, der i højere grad afdækker deres positioner i kroner, når der er optræk til uro.

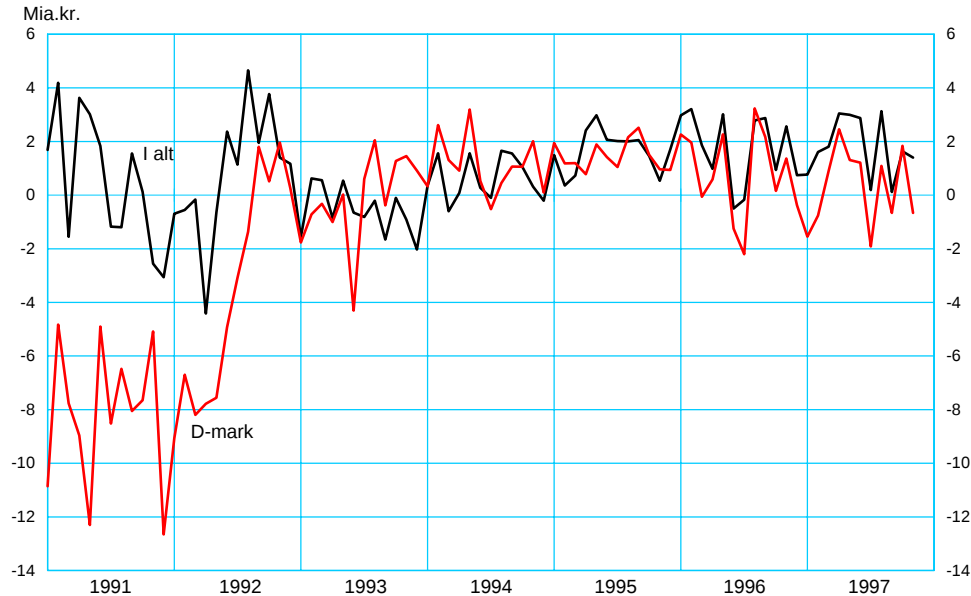
Pengeinstitutternes ageren i markedet - prisstillelse og positioner

Flere af pengeinstitutterne har indgået aftaler om at fungere som *market makers* i valutamarkedet på samme vis, som der findes *market makers* i pengemarkedet. I valutamarkedet er der *market makers* for forskellige segmenter af pengemarkedet. I valutamarkedet er der *market makers* for spotforretninger over for D-mark og dollar samt for terminsforretninger over for dollar. Det er i disse segmenter, at omsætningen på valutamarkedet er størst. Deltagerne i aftalerne - *market makers* - forpligter sig til at stille tovejspriser over for hinanden med en fast maksimal forskel mellem købs- og salgspris for en vis beløbsstørrelse. Aftalerne tager mest form af en slags *gentleman's agreement*, men generelt overholdes de, og det er indtrykket, at aftalerne fungerer godt.

Aftalerne i spotmarkedet fastsættes typisk for et år ad gangen og gælder på rolige dage. På dage med uro laver *market makers* typisk indbyrdes en ny kortvarig aftale med en større forskel mellem købs- og salgspris. I markedet *market makers* for spotforretninger deltager i øjeblikket nogle større danske pengeinstitutter, og senest er også et udenlandsk pengeinstitut kommet med. Forskellen mellem den købs- og salgspris, som *market makers* er villige til at stille, er et udtryk for, hvor skarp prisstillelsen i markedet er. Prisstillelsen er normalt skarpere, når der er ro omkring valutakursen. For eksempel er der i dag en forskel mellem købs- og salgspris på under 5 øre pr. 100 D-mark i markedet *market makers* for D-mark spotforretninger, mens samme forskel i perioder var oppe på 50 øre under valutauroen i 1992-93. Prisstillelsen over for D-mark er generelt den skarpeste. Dette skyldes såvel at D-mark er den mest handlede valuta over for kroner i spotmarkedet, som kronens stabilitet over for D-mark. For dollar ligger forskellen mellem købs- og salgspris i dag omkring 10 øre. Når prisstillelsen i valutamarkedet generelt er blevet skarpere, er det dels afledt af den større stabilitet i markederne, dels nok også af de nye elektroniske handelssystemer, jf. boks 1. Den beløbsstørrelse, som bankerne forpligter sig for i aftalerne, kan variere fra bank til bank. Gennem de sidste par år har det typiske billede været, at hver bank forpligter sig for mellem 10 og 20 mill. D-mark og ca. 5 mill. dollar.

For *terminsforretninger* er der kun *market makers* mellem pengeinstitutterne for dollarforretninger. Det skyldes, at omfanget af terminsforretninger over for D-mark er yderst begrænset. Kun få ønsker at afdække valutakursrisikoen over for D-mark. I markedet *market makers* for terminsforretninger i dollar deltager både danske valutahandlere og filialer af udenlandske pengeinstitutter. Aftalerne afhænger både af løbetiden på forretningen og af, hvor roligt markedet er. Her ses også en markant indsnævring af forskellen mellem købs- og salgspris gennem de seneste år. Under

Figur 3 Pengeinstitutternes nettovalutapositioner, ultimo måneden



uroen i 1993 var forskellen på enkelte dage langt over 100 øre pr. 100 dollar for en 3 måneders forretning, mens den i dag er omkring 10-15 øre.

Pengeinstitutterne tager generelt ikke store *positioner* i valuta mod kroner. Pengeinstitutterne er frit stillet med hensyn til at tage positioner i valuta, men sådanne positioner vil oftest udtrykke en risiko, som man normalt ikke ønsker at pådrage sig. Tidligere var der valutapolitiske regler for handel med valuta, der begrænsede bankernes valutaeksponering.

I perioden 1991-93 svingede den totale nettovalutaposition for pengeinstitutterne typisk mellem +/- 4 mia.kr. Efter valutauroen i denne periode skete der en ændring i adfærden, således at den totale nettovalutaposition for pengeinstitutterne fra 1994 blev mindsket og ændret til stort set kun nettoaktiver svingende mellem 0 og 3 mia.kr. Denne ændring skete primært ved, at nettopassivpositionerne i D-mark, der forud for valutauroen i august 1992 lå mellem -5 og -12 mia.kr., blev betydeligt reduceret og nærmest elimineret fra og med den begyndende uro i midten af 1992, jf. figur 3.

Uroen på valutamarkedene i 1992-93 ændrede således bankernes opfattelse af spillereglerne i valutamarkedet, og der er ikke siden taget større positioner i nogen valuta, hverken på aktiv- eller passivsiden. Indberetninger fra pengeinstitutterne viser, at der i de øvrige valutaer hverken er taget store positioner eller sket større forskydninger.

Mindsterenten og 4 pct.-markedet

v/Mads Gosvig og Jeppe Ladekarl, Kapitalmarkedsafdelingen

Siden slutningen af 1996 er der på det danske kapitalmarked foretaget en række udstedelser af obligationer med 4 pct. i kuponrente. Udstedelserne har især været drevet frem af det forhold, at mindsterenten med 4 pct. er på et historisk lavt niveau, og rentestrukturen på obligationsmarkedet har været usædvanlig stejl.

Denne artikel beskæftiger sig dels med drivkræfterne bag fremkomsten af 4 pct.-markedet, dels med den konkrete fastlæggelse af mindsterenten og de kapitalmarkeds-mæssige konsekvenser, som fastsættelsesmetoden har vist sig at give anledning til.

Mindsterentereglen

Reglerne for beskatning af afkastet på obligationer erhvervet af personer underlagt almindelig dansk skattepligt (private investorer) findes i kursgevinstloven. Beskatningen foregår forskelligt alt efter, om obligationen overholder den såkaldte mindsterenteregulering eller ej. En obligation overholder mindsterentereglen, hvis kuponrenten er større end eller lig med den mindsterente, der er gældende i den periode, hvor obligationen udstedes¹⁾.

Når en privatperson erhverver et papir, der overholder mindsterentereglen, beskattes vedkommende kun af renteindtægten. Overholder papiret derimod ikke bestemmelsen, beskattes såvel renteindtægter som kursgevinster. Private investorer har derfor - alt andet lige - en interesse i at erhverve papirer, der overholder mindsterentereglen, og som samtidigt har så lav en kuponrente som muligt. På denne vis maksimeres de skattefrie kursgevinster²⁾.

Mindsterentereglen finder kun anvendelse for private investorer, mens øvrige (danske) investorer beskattes af både renteindtægter og kursgevinster. Disse investorer er i princippet indifferente mellem investering i papirer, der overholder mindsterentereglen, og papirer, som ikke gør det.

Mindsterenten fastsættes med udgangspunkt i renteniveauet i en periode op til den 1. juli og 1. januar hvert år³⁾. Mindsterenten kan ændres ekstraordinært, hvis der forekommer store ændringer i renteniveauet mellem to or-

¹⁾ Jf. §14 i Lov om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter (kursgevinstloven).

²⁾ Mindsterentereglen gælder kun ved private investorers placering af såkaldte "frie midler". Pensionsopsparing beskattes derimod løbende efter reglerne i realrenteafgiftsloven.

³⁾ Mindsterenten for indeksobligationer er uanset de gældende renteforhold på indeksobligationsmarkedet fastsat til 2,5 pct.

Tabel 1 *Udviklingen i mindsterenten*

Ikrafttrædelsesdato	Mindsterente	Ikrafttrædelsesdato	Mindsterente
2. okt. 1985	9	1. juli 1992	8
1. jan. 1986	9	1. jan. 1993	8
2. april 1986*	7	18. maj 1993*	7
1. juli 1986	8	1. juli 1993	6
1. jan. 1987	10	1. jan. 1994	5
1. juli 1987	10	1. juli 1994	6
1. jan. 1988	10	1. jan. 1995	7
1. juli 1988	9	1. juli 1995	7
1. jan. 1989	9	22. dec. 1995*	6
1. juli 1989	9	1. jan. 1996	6
1. jan. 1990	9	1. juli 1996	6
1. juli 1990	9	22. okt. 1996*	4
1. jan 1991	9	1. jan. 1997	4
17. juni 1991*	8	1. juli 1997	4
1. juli 1991	8	1. jan. 1998	4
1. jan. 1992	8		

* = ekstraordinær fastlæggelse af mindsterenten.

dinære fastsættelsestidspunkter. I tabel 1 er vist de ordinært og ekstraordinært fastsatte mindsterenter, der har været gældende siden bestemmelsens indførelse i 1985.

Mindsterentereglen blev indført for at begrænse den skattefordel, som kan opstå i kraft af, at der er forskel på beskatning af renteindtægter og kursgevinster¹⁾. Ved at fastsætte en minimum kuponrente på åbne obligationer forhindres, at der kan udstedes papirer til kurser langt under pari, hvor afkastet fremkommer som forudberegnelige skattefrie kursgevinster og ikke som renteindtægter²⁾. Da reguleringen foregår hos udstederen og ikke

¹⁾ Før kursgevinstloven blev gevinster og tab på aktiver kun medregnet ved indkomstopgørelsen, hvis aktiverne var erhvervet enten som led i næringsvirksomhed eller i spekulationsøjemed. Hertil kom, at der i visse tilfælde kunne ske beskatning, hvis aktiverne var erhvervet på en sådan måde, at der var tale om indkomstskabende aktivitet. I begyndelsen af 1980'erne var der en række eksempler på "pakker", hvor køb af obligationer udstedt til underkurs - og dermed med en betydelig forudberegnet skattefri kursgevinst - blev finansieret for lånte midler, hvor renterne fuldt ud kunne fratrækkes ved indkomstopgørelsen. Disse arrangementer var medvirkende årsag til, at mindsterentereglen blev indført. En væsentlig målsætning med kursgevinstlovens mindsterenteregulering var således at begrænse muligheden for skattemæssig spekulation ved køb af obligationer med store forudberegnelige skattefrie kursgevinster.

²⁾ Det skal bemærkes, at selv med en høj kuponrente er det muligt at udstede papirer med kurser langt under pari, blot obligationens varighed er lang nok. Dette kan fx ske ved at udstede et 100-årigt stående lån med en kupon på 6 pct. Den lange løbetid betyder dog, at de forudberegnelige skattefrie kursgevinster bliver fordelt over en så lang periode, at papiret ikke i praksis er skattemæssigt interessant for de private investorer.

Boks

Fastsættelse af mindsterenten

Mindsterenten fastsættes på grundlag af en referencerente, der beregnes og offentliggøres dagligt af Københavns Fondsbørs A/S. Referencerenten beregnes som et gennemsnit af de effektive renter på åbne, fastforrentede kroneobligationer. Konverterbare obligationer med kurs over pari medtages ikke i beregningen, ligesom obligationer med en restløbetid på under 3 måneder ikke indgår. Endelig medtages obligationer fra kurslistens gruppe III ikke. Ved beregningen af gennemsnittet vægtes de effektive renter med kursværdien af den cirkulerende obligationsmasse i de respektive serier.

Ved den *ordinære fastsættelse* af mindsterenten lægges gennemsnittet af referencerenterne over en periode på 20 børsdage forud for den 15. december og 15. juni til grund. Mindsterenten beregnes som referencerenten ganget med 7/8 og nedrundes til nærmeste antal hele procentpoint.

Ved en *ekstraordinær fastsættelse* af mindsterenten skal referencerenten i 10 på hinanden følgende børsdage være mere end 2 procentpoint højere eller mere end 1 procentpoint lavere end det referencegennemsnit, der ligger bag fastsættelsen af den gældende mindsterente. Gennemsnittet af referencerenten i disse 10 børsdage lægges til grund for den ekstraordinære fastlæggelse af mindsterenten.

For den ordinære fastsættelse af mindsterenten for 1. halvår 1998 var grundlaget referencerenten i perioden fra den 15. november til 13. december. Gennemsnittet af referencerenten over perioden var 5,61 pct. Gennemsnittet ganget med 7/8 giver 4,91, og mindsterenten blev derfor fastsat til 4 pct.

hos den enkelte skatteyder, er mindsterentereglen administrativt enkel og overskuelig for såvel skattevæsenet som investor.

Obligationer, der på udstedelsestidspunktet har en kuponrente på eller over mindsterenten, betegnes populært som "blåstemplede", mens obligationer med en kuponrente under mindsterenten kaldes "sortstemplede"¹⁾. En obligationsserie blåstemples, hvis alle udstedelser i serien overholder mindsterentereglen. Udstedelse af blot én ikke-blåstemplet obligation i en ellers blåstemplet serie vil betyde, at blåstemplingen af denne ikke kan opretholdes. Ved en stigning i mindsterenten vil en obligationsserie, der ikke

¹⁾ Disse betegnelser kan henføres til den kvalitetsmærkning af svin med farve, som tidligere foregik på danske slagterier. Blå for svin af 1. klasse og sort for svin af 2. klasse.

længere overholder mindsterentereglen til gengæld ikke ændre skattemæssig status, hvis blot udstedelse i serien stoppes.

I praksis er der næsten udelukkende udstedt blåstemplede obligationer på det danske kapitalmarked. De største udstedere på Københavns Fondsbørs A/S - staten og realkreditinstitutterne - har således kun i begrænset omfang udstedt sortstemplede obligationer.

Når realkreditinstitutterne primært anvender blåstemplede obligationer, skyldes det bl.a., at institutterne normalt tilstræber at minimere det kurstab, der fremkommer, når obligationer udstedes til kurser under pari. For private låntagere, der optager obligationslån, er dette kurstab ikke fradragsberettiget. Hertil kommer, at værdien af låntagers gældsforpligtelse ved optagelse af konverterbare lån vil kunne stige mere i tilfælde af fald i markedsrenten, når lånet er optaget til kurser langt under pari, end hvis lånet er optaget til en kurs tæt på pari. Det kan i visse tilfælde være fordelagtigt for låntager at minimere disse rentebetingende udsving i værdien af gælden.

Staten har af princip ikke udstedt obligationer med en pålydende rente under mindsterenten.

Opgjort primo 1998 udgjorde den udestående mængde sortstemplede obligationer noteret på Københavns Fondsbørs nominelt godt 8 mia.kr. Det samlede nominelle udestående var på over 1.850 mia.kr¹⁾.

Som det fremgår af ovenstående, afspejler mindsterenten det gældende renteniveau. Af praktiske hensyn gælder en ordinært fastsat mindsterente dog for en periode på et halvt år, medmindre markedsrenterne ændres så meget, at der udløses en ekstraordinær ændring af mindsterenten. Der er derfor typisk ikke perfekt sammenhæng mellem det aktuelle renteniveau og mindsterenten mellem to fastsættelsestidspunkter. Det kurstab, det er muligt at udstede en blåstemplet obligation med, svinger derfor også over tid. Med én mindsterente for alle obligationer uanset løbetid vil også rentestrukturens hældning have betydning for, hvilken underkurs blåstemplede obligationer kan udstedes med.

Fremkomsten af markedet for blåstemplede 4 pct.-obligationer illustrerer betydningen af disse to faktorer for udviklingen af et skattemæssigt attraktivt segment af obligationsmarkedet. Det skal i denne forbindelse understreges, at det absolutte niveau for mindsterenten ikke isoleret set er afgørende for, om en obligationsudstedelse er skattemæssigt attraktivt. Afgørende er derimod mindsterentens størrelse i forhold til markedsrenterne i det løbetidssegment, som den blåstemplede obligationen udstedes i.

¹⁾ Obligationer udstedt før mindsterentereglens indførelse i 1985 blev uanset kuponrente blåstemplet.

Markedet for 4 pct.-obligationer

Mindsterenten blev i oktober 1996 ekstraordinært nedsat fra 6 til 4 pct. Det var anden gang siden indførelsen af mindsterentereglen i 1985, at mindsterenten faldt med hele 2 procentpoint på én gang. Ændringen blev udløst af den generelt faldende rente samt af lukningen af de store 6 pct. realkreditserier. Ved lukningen gled disse serier ud af beregningsgrundlaget for mindsterenten, hvilket medførte et fald i referencerenten, jf. også senere.

På tidspunktet for nedsættelsen af mindsterenten var rentestrukturen usædvanlig stejl. Før mindsterentens nedsættelse havde det i en periode ikke været muligt at udstede blåstemplede obligationer med kort løbetid til kurser under pari. Der havde derfor i en relativt lang periode forud for nedsættelsen været mangel på nyudstedte mellem- og kortfristede obligationer, som kunne være attraktive investeringsobjekter for private.¹⁾ Udstedelserne i 4 pct.-markedet rettede til dels op på dette forhold. Medio januar 1998 var der udstedt for i alt 97,5 mia.kr. 4 pct.-obligationer.

Ejerfordelingen på 4 pct.-markedet

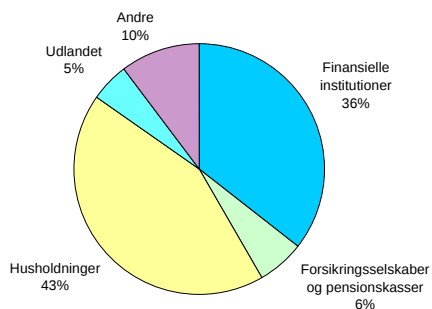
Ejerfordelingen for 4 pct.-obligationerne viser ikke overraskende, at de private investorer (husholdninger) ejer over 40 pct. af 4 pct.-papirerne. Bemærkelsesværdigt er det dog, at de finansielle institutioner ligeledes ejer en forholdsvis stor andel.

De finansielle institutioners relativt store beholdninger kan hænge sammen med, at disse forventer, at der opstår en knaphedspræmie på 4 pct.-obligationer, hvis mindsterenten stiger. I en sådan situation vil der være sat stop for nye udstedelser af blåstemplede 4 pct.-obligationer. Ved køb af allerede udstedte obligationer vil private dog fortsat være fritaget for beskatning af kursgevinster, hvorfor disse "gamle" obligationer bliver specielt attraktive for private investorer. Tidligere er en knaphedspræmie fremkommet på de papirer med lav kupon, der blev blåstemplet, fordi de var udstedt før mindsterenteregulens indførelse.

De finansielle institutioners store ejerandel kan dog også hænge sammen med, at det er normal praksis, at enkeltstående obligationsudstedelser først erhverves af den eller de finansielle institutter, der har stået som praktisk arrangør af lånet. Disse institutter står så for den videre distribution af obli-

¹⁾ I perioden før nedsættelsen af mindsterenten var der, for at dække de private investorers behov for kortere løbende papirer med kurser under 100 og høj kreditværdighed, blevet konstrueret nogle såkaldte pari-obligationer. Dette er obligationer baseret på omstrukturering af statspapirer med kort restløbetid. Pari-obligationerne blev udstedt med en kuponrente, der på udstedelsestidspunktet gav en kurs på 100. Obligationerne er sortstemplede, men i og med at der ikke er kurstab eller -gevinst på udstedelsestidspunktet, vil dette ikke have betydning for beskatningen af private investorer, hvis de holder obligationerne til udløb.

Figur 1 *Ejerfordelingen af 4 pct.-obligationer. 4 kvrt. 1997*



gationerne, efterhånden som efterspørgslen opstår fra de private investorer i "detailedet".

Udstedere af 4 pct.-obligationer

Den opsparede efterspørgsel fra private investorer efter attraktive korte og mellemlange obligationsprodukter kombineret med den markante nedsættelse af mindsterenten medførte, at før-skat-renterne i den første pe-

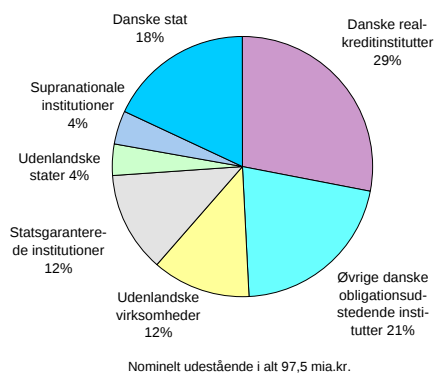
riode efter ændringen af mindsterenten var lave set i forhold til rentestrukturen i øvrigt. Markedet var således fordelagtigt at optage lån i. Lånebetingelserne tiltrak en række nationale såvel som internationale låntagere, der var i stand til hurtigt at udnytte det attraktive renteniveau gennem enkeltstående 4 pct.-udstedelser.

En vigtig faktor bag disse udstedelser af enkeltstående lån i 4 pct.-markedet har været de såkaldte swapspreads, der angiver, hvor stor en underrente udsteder kan opnå ved fx at swappe den faste pålydende rente på lånet til en variabel rente. Typisk har udstedelser af enkeltstående lån i 4 pct.-markedet været betinget af, at det gennem swaps har været muligt at ændre lånevilkårene, idet låntager ikke nødvendigvis har været interesseret i et fastforrentet lån i danske kroner. Et typisk lån optaget af en udenlandsk låntager er således først udstedt i danske kroner med fast rente for efterfølgende at blive swappet til fx D-mark med variabel rente. Det har været renten på dette endelige lån, som har været afgørende for udsteder. Interessen for at optage et sådant obligationslån afhænger således både af lånevilkårene i det danske kapitalmarked og af de vilkår, der kan swappes til med hensyn til rente og valuta.

I de første måneder efter mindsterentens nedsættelse var det af betydning, at udstedere som den danske stat og realkreditinstitutterne, der i forvejen er kendte af danske private investorer, ikke var til stede i markedet. Det gav plads til, at der i begyndelsen kunne komme relativt mange udstedelser fra låntagere, der ikke tidligere havde været aktive på det danske kapitalmarked.

Baggrunden for, at der først efter et par måneder kom signifikante udstedelser fra realkreditinstitutterne i 4 pct.-markedet skal blandt andet findes i det forhold, at disse, som nævnt ovenfor, normalt anbefaler private at optage lån med et begrænset kurstab. Der har derfor ikke været tilbudt traditio-

Figur 2 *Udstedere af 4 pct.-obligationer medio januar 1998*



nelle 30-årige realkreditlån i obligationsserier med 4 pct. i kuponrente.

En yderligere forklaring kan findes i det forhold, at de fleste store obligationsudstedere med løbende udstedelsesbehov har det som selvstændigt mål at opbygge et stort udestående i de enkelte obligationsserier for derigennem at sikre god likviditet i serierne. Dette gælder i Danmark bl.a. staten og til en vis grad

realkreditinstitutterne. Er der usikkerhed om det fremtidige niveau for mindsterenten, og dermed hvilke obligationer der kan udstedes i, skal det tages med ind i finansieringsovervejelserne, om mindsterenten risikerer at stige, før udeståendet i obligationen er blevet tilstrækkeligt stort. Kuponens robusthed over for ændringer i mindsterenten bliver således en selvstændig beslutningsparameter.

Disse bagvedliggende faktorer medførte, at udstedelserne i 4 pct.-markedet i starten bar præg af, at en stor del af låntagerne ikke tidligere havde været specielt aktive på det danske kapitalmarked. 4 pct.-udstedelserne har derfor været med til at åbne Københavns Fondsbørs A/S for nye typer af udstedere, der løbende vurderer de internationale kapitalmarkeder med henblik på at opnå attraktive udstedelsesvikår. Set i dette lys har 4 pct.-markedet været med til at gøre det danske obligationsmarked mere internationalt. Markedet har i mange år været åbent for internationale investorers placeringer af midler. Det nye er, at også internationale udstedere har fået øjnene op for mulighederne på det danske kapitalmarked.

Mindsterentereglens påvirkning af kapitalmarkedet

Som det fremgår ovenfor, har mindsterentereglens medvirket til at udvikle særlige segmenter i det danske obligationsmarked, der ikke ville være fremkommet uden denne specielle skatteregel. En sådan segmentering af obligationsmarkedet kan genfindes i andre lande, som gør brug af mindsterentebestemmelser i skattelovgivningen, og er således ikke et specielt dansk fænomen, der er knyttet til 4 pct.-markedet som sådan.¹⁾

¹⁾ Det kan bemærkes, at mindsterentereglens ikke er det eneste eksempel på beskatningsregler, der påvirker kapitalmarkedet. Eksempelvis medfører realrenteafgiftsloven også indlåsning af obligationer samt udstedelse af papirer, der for ikke-realrenteafgiftspligtige investorer giver et afkast efter skat, som ligger væsentligt under afkastet på andre ellers tilsvarende papirer.

De danske erfaringer med brug af mindsterenter dækker en periode på godt 12 år, hvor markedsrenterne har været høje såvel som lave, og rentestrukturen har været positivt såvel som negativt hældende. Grundlaget for at vurdere de kapitalmarkedsræssige konsekvenser af denne skatteregel er således til stede. Indledningsvis skal det dog understreges, at det hører med til vurderingen af mindsterentereglen, at den i praksis har vist sig at opfylde sit formål på en gennemskuelig og administrativt enkel måde.

Obligationsserier blå- eller sortstemples en gang for alle, hvis obligationerne i udstedelsesperioden overholder mindsterentereglen. Denne regulering på udstederniveau har nogle evidente fordele af skattekontrolmæssig karakter, men medfører samtidigt risiko for, at der skabes *illikvide obligationsserier*.

Som fremdraget tidligere vil de fleste store obligationsudstedere med løbende finansieringsbehov, herunder staten, normalt have det som selvstændigt mål at skabe god likviditet ved at opbygge de enkelte serier til et stort udestående. Vælges det at benytte et lavkuponpapir, og viser det sig efterfølgende, at mindsterenten stiger, vil udstedelse i serien blive indstillet. Den cirkulerende mængde bliver dermed ikke så stor som ønsket, og likviditeten vil alt andet lige blive ringere. I tilfælde af et givent finansieringsbehov vil den ringere likviditet ikke kun omfatte den lukkede serie, der ikke længere overholder mindsterentereglen, men også de serier, som afløser denne.

Illikviditet kan også opstå, hvis der efter en stigning i mindsterenten opstår knaphed på blåstemplede obligationer med lav pålydende rente. Tidligere udstedte blåstemplede obligationer med lav kupon vil stadig kunne erhverves af private investorer uden, at kursgevinster beskattes. Disse obligationer vil derfor typisk blive opkøbt af private investorer og ligge hos disse til udløb. Normalt fremdrages de obligationer med lav kuponrente, der blev blåstemplet i kraft af, at de var udstedt før mindsterentereglens indførelse, som eksempel på sådanne illikvide obligationer. At dette segment af obligationsmarkedet er låst fast hos en bestemt investorgruppe kan fx ramme realkreditlåntagere, der ønsker at førtidsindfri deres lån. Førtidsindfrielse ved opkøb af de bagvedliggende obligationer i markedet vil da kun kunne ske til en overkurs i forhold til markedsrenterne.

Indlåsnings effekter medfører således skævheder i markedets prissætning af obligationerne og segmenterer markedet i uhensigtsmæssig grad efter skatteforhold.

Mindsterentereglen tilfører kapitalmarkedet et *usikkerhedsmoment* i kraft af, at den fremtidige udvikling i mindsterenten ikke er kendt. Denne usikkerhed påvirker både beslutninger om udstedelse eller køb af obligati-

oner med bestemt kuponrente. Jo kortere frem i tiden mindsterenten kendes, jo større usikkerhed vil den i realiteten tilføre markedet.

Usikkerheden omkring mindsterenten skyldes i høj grad fastsættelsesmetoden. Med den konkrete udformning af fastsættelsesmetoden for mindsterenten - jf. boksen - er det reelt usikkerheden omkring niveauet af referencerenten, der er af betydning. Fastsættelsen af referencerenten følges derfor også nøje af markedsdeltagerne.

Da mindsterenten fastsættes ud fra markedsrenterne, vil der altid være usikkerhed omkring det fremtidige niveau for mindsterenten. Dette markeds-mæssige usikkerhedsmoment kan ikke fjernes, medmindre mindsterentereglen helt afskaffes, eller mindsterenten lægges fast uafhængigt af niveauet for markedsrenterne, som det er valgt at gøre for indeksobligationer.

En del af usikkerheden omkring den fremtidige mindsterente kan imidlertid henføres til en række mere teknisk betingede forhold, der godt vil kunne ændres uden at bryde med de grundlæggende principper bag mindsterentereglen.

Konsekvenser af referencerentens fastlæggelse

Som tidligere nævnt fastlægges referencerenten som et vægtet gennemsnit af de effektive renter på åbne, fastforrentede kroneobligationer noteret på Københavns Fondsbørs A/S. Konverterbare obligationer med kurs over pari medtages ikke i beregningen, ligesom obligationer med en restløbetid på under 3 måneder ikke indgår.

Referencerenten beregnes som et gennemsnit af obligationsrenter for at mindske volatiliteten i referencerenten og undgå muligheder for manipulation.

Figur 3 viser udviklingen i referencerenten fra 1996 og frem til primo februar 1998. I figuren er ligeledes indtegnet en kritisk referencerente på 5,72 pct. Er gennemsnittet af referencerenterne på tidspunktet for fastlæggelse af mindsterenten under dette niveau, bliver mindsterenten 4 pct. eller derunder. Er gennemsnittet af referencerenterne 5,72 pct. eller højere, bliver mindsterenten på 5 pct. eller over.

I beregningen af referencerenten indgår kun åbne obligationsserier. *Lukning af obligationsserier* kan derfor påvirke referencerenten uafhængigt af udviklingen i markedsrenterne.

Dette er særligt problematisk i relation til de lange konverterbare realkreditobligationer. Disse udstedes normalt i en cyklus med åbning af nye serier hvert 3. år og samtidig lukning af de "gamle" serier. Denne udstedelsesmetode bevirker, at den udestående mængde af åbne obligationer perio-

Figur 3 *Udviklingen i referencerenten i 1996-98*



disk falder ganske voldsomt. Den begyndende udstedelse i de nye realkreditobligationsserier øger derefter langsomt mængden af åbne obligationer, indtil realkreditobligationerne lukkes, den udestående mængde åbne obligationer falder brat, og det hele starter forfra. Da realkreditobligationer typisk har effektive renter over statsobligationerne, betyder lukningen af realkreditobligationer et brat fald i referencerenten.¹⁾ Den efterfølgende åbning af og udstedelse i de nye realkreditobligationer giver derefter en gradvis forøgelse af mængden af åbne obligationer med en højere effektiv rente end statspapirrenten, og dermed påvirkes referencerenten isoleret set i opadgående retning. I de 3 år, der følger efter åbningen af de nye obligationer, vil udstedelsen af realkreditobligationer isoleret set give en langsomt stigende referencerente, indtil obligationerne lukkes, og referencerenten falder brat igen.

Sådanne bratte ændringer i referencerenten er uhensigtsmæssige, da de kan give en varierende mindsterente, selv hvis det generelle renteniveau er uændret. Dette var tilfældet i 2. halvår 1996, hvor lukningen af realkreditobligationsserier med et samlet udestående på ca. 500 mia.kr., svarende til

¹⁾ Den højere rente på realkreditobligationer i forhold til statsobligationer kan dels henføres til forskelle i konverterings- og kreditrisiko samt likviditet, men hænger også sammen med, at de normalt længerelevende realkreditpapirer ved en (normal) positivt hældende rentestruktur vil have højere renter end statspapirer. Årsager til rentespænd mellem realkredit- og statsobligationer er tidligere behandlet i kvartalsoversigtsartikler. Senest i Mads Gosvig "Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1997.

knap halvdelen af den samlede udestående mængde af åbne obligationsserier, gav et fald i referencerenten på 65 bp. fra én dag til den næste, jf. figur 3. Dette fald var medvirkende til, at mindsterenten efterfølgende ekstraordinært blev sat ned med 2 procentpoint, hvilket kun var sket én gang tidligere.

Ved beregning af referencerenten indgår de *konverterbare obligationer*. De effektive renter på konverterbare obligationer er typisk højere end de effektive renter på tilsvarende inkonverterbare obligationer, da investorerne kræver en kompensation for konverteringsrisikoen. Dermed bliver referencerenten højere, end hvis den udelukkende havde været afhængig af renter på inkonverterbare papirer som eksempelvis statsobligationer.

I den nuværende udformning er der dog til dels taget højde for dette ved at undtage konverterbare obligationer med kurser over pari i beregningen af referencerenten. Da konverteringspræmien stiger med kursen, fjerner dette de konverterbare obligationer med den største konverteringspræmie.

Det forhold, at *konverterbare obligationer over pari* ikke benyttes i beregningen af referencerenten, nedbringer dog kun konverteringspræmiernes påvirkning af referencerenten marginalt. Samtidig medfører denne bestemmelse et andet problem. Dette opstår i kraft af, at selv små udsving i renteniveauet kan få konverterbare papirer til at ændre kurs til under/over pari. Herved "springer" størrelsen af den udestående mængde af obligationer, der benyttes ved beregning af referencerenten. Konsekvensen for udviklingen i referencerenten af disse spring er senest illustreret i begyndelsen af 1998, hvor realkreditinstitutternes lange 7 pct.-obligationer kom

Tabel 2 *Gennemsnitlige volatiliteter for perioden
januar 1996 - januar 1998*

	Volatilitet (pct.)
5-årig statsobligation	15,11
10-årig statsobligation	11,24
30-årig statsobligation	10,13
30-årig realkreditobligation	8,34
Gennemsnit statspapirer 0-3 år	16,68
Gennemsnit statspapirer +3 år	13,05
Gennemsnit alle statspapirer	12,23
Gennemsnit alle obligationer	7,62
Referencerente	15,56
Referencerente uden "spring"	14,04

over kurs 100 enkelte dage, hvilket gav store dag-til-dag udsving i referencerenten, jf. figur 3.

Alt i alt medfører disse forhold, at *volatiliteten af referencerenten* bliver kunstigt høj.

Til illustration af volatiliteten er der i tabel 2 beregnet volatiliteter på forskellige renter og rentegennemsnit for perioden januar 1996 til januar 1998.

Det fremgår, at volatiliteten for referencerenten kun blev overgået af volatiliteten på de korte statspapirer. Fjernes det "spring", som lukningen af realkreditobligationerne i 2. halvår 1996 forårsagede, falder volatiliteten med knap 1,5 procentpoint. Volatiliteten i referencerenten er dog stadig højere end gennemsnittet.

Konklusion

Mindsterentereglen har siden indførelsen i 1985 medvirket til, at private investorer let har kunnet gennemskue de skattemæssige konsekvenser ved køb af blåstemplede fordringer. Samtidig har reglen, som det var hensigten, mindsket mulighederne for, at private investorer har kunnet opnå forudberegnelige skattefrie kursgevinster ved køb af obligationer udstedt til kurser langt under pari.

Mindsterentebestemmelsen har dog også illustreret det velkendte forhold, at såfremt forskellige typer af obligationsinvestorer beskattes forskelligt, kan der opstå mindre likvide segmenter på obligationsmarkedet.

Nedsættelsen af mindsterenten til 4 pct. i 1996 fremmede en internationalisering af det danske kapitalmarked. Markedet har i mange år været åbent for så vidt angår salg af danske obligationer internationalt. Det nye er, at internationale udstedere også har fået øjnene op for mulighederne på det danske kapitalmarked.

Det fald i renten, der førte til nedsættelsen af mindsterenten, kombineret med en usædvanlig stejl rentestruktur, har belyst nogle indbyggede uhenigtsmæssigheder af kapitalmarkedsmæssig og teknisk karakter, som mindsterenten og dens beregningsmetode giver anledning til. Disse er knyttet til de potentielle indlånsningseffekter mv., som en stigning i mindsterenten kan bevirke, og den høje indbyggede volatilitet i referencerenten, som den valgte beregningsmetode medfører.

I lyset af disse uhenigtsmæssigheder er det spørgsmålet, om der ikke bør ske tilpasninger af den nuværende mindsterenteregel, så denne kan opfylde samme formål uden at give anledning til samme markedsmæssige påvirkninger.

Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Finansrådets årsmøde den 3. december 1997

Den 9. oktober i år hævede Nationalbanken diskontoen fra $3\frac{1}{4}$ pct. til $3\frac{1}{2}$ pct. og forhøjede samtidig reporenten med 25 basispoint.

Denne renteforhøjelse fulgte efter en periode med diskontosænkninger fra 6 pct. i marts 1995 til $3\frac{1}{4}$ pct. i april 1996 og derefter uændret diskonto i halvandet år frem til oktober 1997.

Renteforhøjelsen skete samtidig med, at en række lande med Tyskland og Frankrig i spidsen satte renterne op.

Diskontoforhøjelsen vakte ikke stor opmærksomhed i Danmark, da den blev set som en naturlig konsekvens af fastkurspolitikken. Den danske rente er snævert knyttet til niveauet i de europæiske kernelande, som har haft meget stabile valutakurser i forhold til hinanden og uændrede indbyrdes centralkurser siden 1987. Fastkurspolitikken troværdighed har vist sig ved, at renteforskellen mellem Danmark og Tyskland fortsat har kunnet formindskes samtidig med, at kronen ligger meget tæt på centralkursen.

Alle disse lande - med Danmark som undtagelsen - ventes at deltage i Den Økonomiske og Monetære Union, når tredje fase starter 1. januar 1999. De parallelle renteforhøjelser blev derfor set som endnu et tegn på, at man bevæger sig hen imod den fremtidige fælles pengepolitik.

Det kommende år vil stå i ØMUens tegn, og det kan derfor være passende ved denne lejlighed at gøre en slags status over processen.

Tidsplanen for beslutningen om deltagerkredsen er klar. Februar og marts vil blive præget af arbejdet med at vurdere de potentielle deltagerlandes økonomiske udvikling. De såkaldte konvergensrapporter skal udarbejdes af Kommissionen og af EMI, forløberen for Den Europæiske Centralbank.

Efter behandling i Rådet af Økonomi- og Finansministre skal beslutning om deltagerkredsen træffes på et topmøde den 2. maj 1998. Samtidig besluttet det, hvilke omregningskurser der skal gælde mellem deltagerlandene fra 1. januar 1999, hvor den uigenkaldelige fastlåsning finder sted.

Den Europæiske Centralbank, ECB, vil hurtigt herefter - og senest 1. juli - blive etableret, så den kan være fuldt funktionsdygtig fra tredje fases start.

De senere år har vist en meget stærk konvergens mellem den økonomiske udvikling i de enkelte EU-lande, og vel at mærke en konvergens imod

det niveau, som landene med de bedste økonomiske nøgletal repræsenterer. Denne konvergens, som er en væsentlig forudsætning for etableringen af den fælles valuta, har overrasket mange ØMU-skeptikere. Den viser imidlertid den stærke politiske vilje til at kvalificere sig til deltagelse i valutaunionen.

Konvergensudviklingen er måske også påvirket af, at der i de senere år generelt er kommet mere fokus på de grundlæggende balanceforhold i økonomierne. Især finansmarkederne er blevet meget mere opmærksomme på dette, hvad bl.a. situationen i en række asiatiske lande i det sidste halve år har illustreret.

Der er ikke længere tvivl om, at man i maj vil beslutte sig til at starte ØMUens tredje fase den 1.1.1999 med et ganske stort antal deltagerlande. Selvom det i sidste ende er en politisk beslutning, er det allerede nu en udbredt opfattelse, at kun Danmark, Grækenland, Sverige og England vil stå udenfor fra starten.

For Englands vedkommende er det endda meldt politisk ud, at selvom man ikke ønsker at deltage fra starten, så vil man gå i gang med at planlægge en senere deltagelse. Her nævnes ofte et tidspunkt efter 2002. Med Labour-regeringens udmelding opfatter England sig ikke længere som et potentielt "out-land", men som et "pre-in-land", for nu at bruge de europæiske slangudtryk.

Danmark forbereder derimod en "out-position", således som den er formuleret i Edinburgh-erklæringen og i traktatens bestemmelser om lande med dispensation.

Men i modsætning til de tre andre lande, der ventes at stå udenfor fra starten, har Danmark en klar målsætning om at følge samme økonomiske politik som den, der planlægges i euro-landene, og at holde den danske krone meget stabil i forhold til euroen.

Den væsentligste grund til, at Danmark vælger denne økonomiske politik er, at den ligger i forlængelse af den vellykkede politik, vi valgte at slå ind på i 1980'erne - en politik med en stabil valuta som det centrale element. Det er en politik, som har fungeret godt, og som hjalp os gennem den meget urolige periode først i 90'erne. Den har derfor også bred opbakning i de politiske partier, i befolkningen og i medierne.

Desuden må vi forvente, at euroen og euro-landene vil blive opfattet som "normen" for Europa. De finansielle markeder, ratingbureauer og internationale investorer vil vurdere out-landene i forhold til euro-området. Derfor vil det give den bedste vurdering af Danmark, at vi "skygger" euroen. Det kan dog ikke udelukkes, at fuld troværdighed vil kræve lidt større anstrengelse af os i ude-situationen, end hvis vi deltog.

På denne baggrund har det været væsentligt for Danmark, at aftalen om det fremtidige valutasystem, ERM2, også kom til at rumme muligheden for at aftale en mere snæver tilknytning til euroen end den, som standardaftalen om et +/-15 pct. bånd indebærer. Det kan i øvrigt se ud til, at Danmark i første omgang bliver det eneste "out-land" i ERM2, og vi ønsker oven i købet en særlig aftale i stedet for det generelle bånd.

Men det er vigtigt at understrege, at når vi ønsker en valutaaftale, så er det, fordi vi hermed vil markere vores vilje til at føre den nødvendige økonomiske politik. Det er ikke, fordi vi tror, at et valutaarrangement i sig selv kan stabilisere valutaen. Hvis der er fundamentale ubalancer i økonomien, hjælper en valutakursaftale ikke, hvilket begivenhederne i Europa i 1992-93 meget tydeligt har vist.

Prognoserne for den internationale økonomiske udvikling i 1998 er gode med en rimelig vækst i Europa og fortsat pæn vækst i USA. De seneste måneders begivenheder i Asien kan dog opfattes som mørke skyer i horisonten. Fra Thailand har valutakursfald og aktieuro bredt sig til en række asiatiske lande og senest også bidraget til de betydelige finansielle problemer i Japan.

Vores vurdering af kriserne vanskeliggøres af, at disse landes standarder for banktilsyn og regnskabsaflæggelse er væsentlig anderledes end i den vestlige verden. Men selv uden detaillendeskab til udviklingen kan man roligt fastslå, at det vigtigste nu er, at myndighederne hurtigt griber ind for at bringe disse landes finansielle systemer på fode igen.

De foreløbige vurderinger af de realøkonomiske konsekvenser af krisen tyder på, at virkningen på Vesteuropa og herunder Danmark bliver forholdsvis begrænset. Men det er endnu for tidligt at have nogen klar holdning til, om prognoserne skal revurderes.

Udviklingen i Sydøstasien viser endnu engang vigtigheden af en stabilitetsorienteret økonomisk politik. Det er heldigvis som allerede nævnt et område, hvor der er bred enighed i Danmark. Konkret har dette givet sig udslag i den politiske aftale i oktober om en finanspolitisk opstramning i 1998.

Baggrunden for stramningen er risikoen for en kraftig vækst med deraf følgende risici for inflation og betalingsbalance.

Betalingsbalancen var et fast tilbagevendende tema i alle Nationalbankens udtalelser i 70'erne og 80'erne. I 90'erne har betalingsbalancen vist overskud, og den har derfor haft en mindre fremtrædende plads i den økonomiske debat.

I de seneste år har Danmark haft højere vækst end omverdenen, og betalingsbalanceoverskuddet er blevet reduceret. Derfor er advarslen om at

undgå et nyt underskud dukket op igen. Men en målsætning om balance er ikke ambitiøs nok. Det er ikke nok at undgå "røde tal", der må stiles mod et pænt overskud for at sikre en nedbringelse og på sigt en afvikling af udlandsgælden.

Overskuddet er nu under 10 mia.kr. på årsbasis, og det er ikke ret meget i forhold til en udlandsgæld på rundt regnet 250 mia.kr.

De månedlige opgørelser af betalingsbalancen følges derfor med stor interesse. For stor interesse, må man imidlertid sige. Det er nemlig ikke muligt at vurdere tendensen på grundlag af de månedlige tal fra Danmarks Statistik og fra Nationalbanken, og det er heller ikke meningsfuldt at sammenligne de to institutioners månedstal. De er opgjort på helt forskellig basis. For Danmarks Statistiks vedkommende er det transaktionerne, for Nationalbankens vedkommende er det betalingerne, der registreres. På langt sigt skulle de to metoder gerne give omtrent samme tal, men på kort sigt kan der være meget betydelige afvigelser.

Hertil kommer, at handelstallene på månedsbasis bliver revideret og ofte meget betydeligt. Et af de mere markante eksempler er handelsbalancen for januar 1997, hvor overskuddet har svinget mellem 1.879 mill.kr. og 477 mill.kr. i løbet af 4 måneders revisioner.

På grund af tallenes usikkerhed bør man lægge en længere periode til grund for vurderingerne. Ser man på tallene over 12 måneder, må man konkludere, at betalingsbalanceoverskuddet er formindsket - og ikke som planlagt forøget.

Det afspejler selvfølgelig den positive kendsgerning, at Danmark har haft en bedre vækst end vore handelspartnere, og at vi har fået nedbragt ledigheden betragteligt.

Men tendensen til merinflation i forhold til vore vigtigste handelspartnere og fald i betalingsbalanceoverskuddet skal vendes, hvis vi skal have gjort alvor af det gode forsæt om at få udlandsgælden bragt ud af verden og fastholde den positive udvikling i dansk økonomi.

Jeg er opmærksom på, at Nationalbanken let kan blive beskyldt for altid at råbe "ulven kommer". Det vil jeg så lade være med i dag og nøjes med at antyde, at ulven lusker rundt i betænkelig nærhed af os.

Tabeller

Renter og aktiekursindeks	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken.....	3
Udvalgte poster fra de finansielle institutioners balance samt pengemængden	4
Pengeinstitutternes udlån.....	5
Betalinger fra og til udlandet (nettobetaling fra udlandet)	6
Nationalregnskabets forsyningsbalance	7
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)	8
Priser og valutakurser	9
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer.....	10
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer	11

Signaturforklaring

0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed

... Tal foreligger ikke eller er uden større interesse

Anm. : 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.

Kilder : Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1 til 6, dog er Københavns Fondsbørs kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindekset i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 7 til 11 bortset fra valutakurs-serierne i tabel 9, hvor Danmarks Nationalbank er kilde.

Tabel 1

Renter og aktiekursindeks

Gældende ultimo året/ fra	Nationalbankens rentesatser		Ultimo	Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks (total)
	Diskonto	Gen- købsfor- retninger og ind- skuds- beviser			10-årig stat	30-årig real- kredit	
1993.....	6,25	6,75	1993.....	6,50	6,09	7,11	366
1994.....	5,00	5,50	1994.....	6,15	9,14	9,73	349
1995.....	4,25	4,60	1995.....	4,65	7,23	8,36	366
1996.....	3,25	3,50	1996.....	3,57	6,52	7,87	472
1997.....	3,50	3,75	1997.....	3,93	5,63	7,28	676
6. jun. 1996	3,25	3,70	1997 aug.....	3,61	6,25	7,61	609
23. aug. 1996	3,25	3,50	sep.....	3,65	5,99	7,42	654
10. okt. 1997	3,50	3,75	okt.....	3,93	6,16	7,58	618
			nov.....	3,92	5,93	7,38	632
			dec.....	3,93	5,63	7,28	676
18. jan. 1998	3,50	3,75	1998 jan.....	3,82	5,40	7,20	690

Tabel 2

Udvalgte poster fra Nationalbankens balance

Ultimo	Valuta-reserven	Seddel- og mønt-omløb	Statens indestående i Nationalbanken	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Indskudsbeviser	Indlån (folio)	Lån (genkøbsforretninger)	Nettostilling i alt
				Milliarder kroner			
1992.....	45,0	28,0	35,1	5,7	3,3	23,8	-14,7
1993.....	74,8	29,7	94,5	27,8	3,4	77,9	-46,8
1994.....	54,1	32,7	56,9	25,9	2,7	55,9	-27,4
1995.....	63,6	34,7	38,8	33,6	1,9	44,0	-8,5
1996.....	85,2	36,6	35,0	30,6	15,2	33,7	12,1
1997 aug.....	112,3	36,7	34,9	59,8	1,8	23,6	37,9
sep.....	118,3	36,5	36,1	52,8	14,2	25,2	41,8
okt.....	136,1	36,7	18,8	76,8	2,2	4,1	74,9
nov.....	128,8	37,2	42,6	58,3	1,2	17,3	42,2
dec.....	128,2	38,7	30,7	52,1	18,0	19,8	50,3
1998 jan.....	154,3	36,9	52,1	68,5	2,1	15,3	55,3

Tabel 3 *Forskellige faktoreres påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken*

	Statsfinanserne			National bankens netto-valutakøb	National bankens netto-obligationskøb	Andre faktorer	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk brutto-finansierings-behov	Salg af inden-lanske stats-papirer	Likvi-ditets-påvirk-ning				Ændring	Ultimo
Milliarder kroner								
1992	126,3	124,8	1,5	-20,7	-11,8	2,0	-29,1	-14,7
1993	119,2	120,9	-1,6	-32,5	6,9	-4,8	-32,1	-46,8
1994	119,8	119,6	0,2	19,5	1,6	-1,9	19,4	-27,4
1995	138,8	137,2	1,6	32,9	-7,2	-8,4	18,9	-8,5
1996	94,7	96,0	-1,2	25,9	-0,1	-3,9	20,6	12,1
1997 jul	15,2	-5,8	21,0	2,8	-1,0	-1,5	21,3	45,5
aug.....	-1,4	7,3	-8,8	-0,3	1,3	0,3	-7,5	37,9
sep	13,4	14,8	-1,4	6,3	-0,3	-0,7	3,8	41,8
okt.....	20,8	-7,8	28,6	6,6	-0,7	-1,3	33,1	74,9
nov.....	-27,6	7,1	-34,7	3,6	0,4	-1,9	-32,7	42,2
dec	13,5	2,0	11,4	-0,1	-1,0	-2,2	8,1	50,3

Tabel 4 *Udvalgte poster fra de finansielle institutioners balance samt pengemængden*

Ultimo	Realkreditinstitutter		Pengeinstitutter				Behold- ning af inden- landske obliga- tioner	Penge- mængden
	Indenlandske udlån		Indenlandske udlån		Indenlandske indlån			
	I alt	Heraf :	I alt	Heraf :	I alt	Heraf :		
		Ejerbo- liger og fritids- huse		Privat personer		Privat personer		
	Milliarder kroner							
1992.....	...	...	329,0	117,0	457,2	151,4	147,4	374,6
1993.....	735,4	354,0	292,2	105,5	505,8	156,2	148,7	416,6
1994.....	756,3	379,5	274,9	106,0	475,2	152,5	171,4	394,0
1995.....	783,2	399,4	286,7	114,8	491,4	164,3	175,1	410,1
1996.....	828,4	434,1	302,7	122,3	527,8	172,8	180,2	439,8
1997 jul.....	866,0	461,3	322,2	125,5	563,6	188,0	166,3	477,7
aug	874,7	466,8	323,2	125,8	548,1	192,8	165,5	462,4
sep.....	874,9	468,0	328,0	130,5	539,1	186,2	163,2	453,3
okt.....	883,1	475,9	316,3	127,4	575,3	190,0	145,8	490,4
nov	890,1	480,3	328,3	127,2	548,9	193,5	160,4	464,4
dec.....	888,8	481,6	332,5	132,9	555,7	185,5	172,3	462,7
Ændring i forhold til året før, pct.								
1997 jul.....	6,3	9,2	12,1	6,9	6,2	5,8	-3,6	6,2
aug	4,8	7,8	10,5	8,3	3,5	2,8	-10,4	3,0
sep.....	4,9	8,5	10,1	11,5	3,4	6,7	-12,3	2,9
okt.....	5,7	9,6	10,5	9,3	4,3	5,3	-20,3	4,1
nov	6,0	9,7	11,7	9,1	2,9	5,3	-10,9	2,4
dec.....	6,8	9,9	9,8	8,7	5,3	7,4	-4,4	5,2

Tabel 5

Pengeinstitutternes udlån

Ultimo	Fra pengeinstitutter i Danmark				Fra danskejede pengeinstitutter i udlandet			
	Til danske residerter		Til udlændinge		Til danske residerter		Til udlændinge	
	I kroner	I uden- landsk valuta	I kroner	I uden- landsk valuta	I kroner	I uden- landsk valuta	I kroner	I uden- landsk valuta
	Milliarder kroner							
1992.....	311,7	17,3	12,2	38,9	15,1	97,9	3,2	66,7
1993.....	277,0	15,3	47,7	37,0	21,1	76,1	4,4	73,3
1994.....	260,6	14,2	33,5	41,3	28,6	53,3	2,7	53,9
1995.....	272,4	14,3	35,5	31,4	27,6	46,8	2,8	68,3
1996.....	287,8	14,9	44,1	40,8	37,3	36,7	3,9	93,5
1997 jul	305,0	17,3	55,2	40,2	44,3	34,1	3,6	132,8
aug.....	307,0	16,2	51,7	41,4	44,6	34,2	3,5	120,4
sep	311,3	16,7	58,6	53,5	44,4	36,7	4,1	126,2
okt	299,9	16,5	67,2	48,1	44,5	34,6	4,4	125,8
nov	311,3	17,0	56,5	52,1	44,5	34,7	3,3	127,5
dec	315,0	17,5	61,8	50,0	46,4	38,2	3,4	132,2
Ændring i forhold til året før, pct.								
1997 jul	11,5	24,2	69,3	1,9	39,3	-16,2	18,5	68,2
aug.....	10,3	14,6	97,5	12,9	40,2	-16,0	-6,4	52,1
sep	10,1	9,5	48,6	43,0	36,2	-7,4	2,5	54,6
okt	10,6	8,8	77,8	29,6	30,6	-7,2	17,4	46,1
nov	11,2	22,2	82,6	29,4	22,6	-1,2	-20,8	40,2
dec	9,4	17,1	40,2	22,7	24,5	4,2	-13,6	41,3

Tabel 6

Betalinger fra og til udlandet (nettobetalinger fra udlandet)

	Løbende betalinger	Finansielle betalinger				Fejl og udela- delser	Forøgelse af valuta- reserven
		I alt	Heraf:				
			Direkte investeringer		Danske krone- obliga- tioner		
			Uden- landske i Danmark	Danske i udlandet			
	Milliarder kroner						
1993.....	...	...	...	...	...	...	...
1994.....	...	...	...	...	...	...	...
1995.....	4,4	3,7	23,4	-17,2	37,8	5,8	13,4
1996.....	11,3	17,8	4,5	-14,1	30,0	-8,2	20,8
1997.....	8,1	56,7	19,6	-27,4	44,8	-21,7	43,0
Akkumuleret over de seneste 12 måneder, milliarder kroner							
1996 dec	11,3	17,8	4,5	-14,1	30,0	-8,2	20,8
1997 dec	8,1	56,7	19,6	-27,4	44,8	-21,7	43,0
Milliarder kroner							
1996 dec	-1,5	10,9	-5,7	4,9	15,4	-10,0	-0,6
1997 jul	4,2	4,4	0,5	-4,1	3,8	-6,3	2,4
aug.....	0,6	-1,5	1,8	-0,2	1,7	0,8	-0,1
sep	2,7	5,4	1,5	-0,7	15,5	-2,0	6,0
okt.....	-0,1	21,8	0,0	-0,7	7,6	-3,9	17,8
nov.....	-4,1	3,6	3,0	-1,1	-1,2	-6,8	-7,3
dec	1,1	-2,0	5,1	-6,6	-1,9	0,3	-0,6

Tabel 7

Nationalregnskabets forsyningsbalance

		Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
			Privat konsum	Offentligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lagerfor- øgelser	I alt		
Milliarder kroner									
1992.....		887,9	439,3	229,2	161,0	-0,2	829,2	324,2	265,6
1993.....		906,2	450,4	238,5	163,2	-6,3	845,7	317,8	257,3
1994.....		961,1	492,8	250,3	167,0	0,1	910,2	341,8	291,0
1995.....		1011,3	513,2	256,6	188,0	11,6	969,4	357,9	316,0
1996.....		1065,7	538,1	270,4	206,7	1,3	1016,5	375,3	326,1
1996	3. kv.	270,1	133,3	68,6	52,3	1,5	255,6	93,8	79,3
	4. kv.	274,3	139,8	68,4	56,0	-0,3	263,9	97,8	87,4
1997	1. kv.	267,4	137,3	68,7	50,2	4,6	260,8	92,3	85,7
	2. kv.	281,1	143,8	71,6	58,3	-0,9	272,9	99,9	91,7
	3. kv.	281,9	139,3	73,0	56,7	4,0	273,1	101,6	92,8
Realvækst i forhold til året før, pct.									
1996	3. kv.	4,9	2,6	3,7	12,8	...	4,7	4,3	3,6
	4. kv.	2,8	1,4	3,6	3,9	...	1,2	5,7	1,6
1997	1. kv.	1,8	2,4	2,5	5,7	...	2,6	0,7	2,8
	2. kv.	4,5	5,4	2,3	11,9	...	6,4	3,9	9,1
	3. kv.	2,2	2,2	3,8	7,0	...	4,4	4,8	11,2
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.									
1996	3. kv.	1,5	0,8	0,3	6,4	...	1,8	-1,2	0,4
	4. kv.	-0,8	0,0	0,6	-2,5	...	-0,9	2,1	1,1
1997	1. kv.	0,8	1,3	0,3	2,1	...	1,4	0,1	1,9
	2. kv.	2,2	3,0	1,1	6,0	...	3,8	0,4	3,9
	3. kv.	-0,2	-2,0	1,5	1,0	...	-0,1	2,4	3,6

Tabel 8

Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)

	Varehandel (fob)	Søtransport og andre tjenester	Rejser	EU	Renter	Udbytter	Ensidige overførsler	Løbende poster i alt
	Milliarder kroner							
1992.....	41,9	21,5	0,4	1,9	-34,0	-0,1	-7,2	24,5
1993.....	49,2	16,1	-0,6	3,8	-29,4	-1,0	-7,8	30,4
1994.....	45,6	10,9	-1,9	1,6	-29,6	-1,2	-8,5	17,0
1995.....	36,6	11,7	-3,4	2,1	-24,6	-2,4	-9,6	10,2
1996.....	43,7	12,9	-4,2	0,6	-25,2	-1,7	-9,8	16,4
dec 95 - nov 96...	41,5	13,2	-3,9	1,1	-25,4	-2,3	-9,1	15,1
dec 96 - nov 97...	38,3	6,2	-6,1	-1,0	-22,6	-0,7	-9,3	4,8
1996 nov.....	4,6	0,5	-0,6	-0,1	-7,7	0,0	-1,6	-4,9
1997 jun.....	3,0	-0,9	-0,3	-0,3	0,2	-0,9	-0,5	0,2
jul.....	3,6	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,2	-1,1	1,9
aug.....	3,8	0,3	0,2	-0,3	-2,0	0,2	-0,6	1,7
sep.....	2,5	0,6	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	-0,8	1,1
okt.....	3,4	1,5	-0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-0,6	1,4
nov.....	3,5	0,7	-0,5	-0,5	-7,8	0,4	-0,7	-4,8

Tabel 9

Priser og valutakurser

	Forbruger- prisindeks	Netto- prisindeks	Engros- prisindeks	Kroner per 100 DM	Kroner per 100 USD	Effektiv kronekurs	Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser
	Ændring i forhold til året før, pct.			Gennemsnit		1980=100	
1993.....	1,2	1,4	-0,6	392,31	649,45	99,9	103,0
1994.....	2,0	1,6	1,4	391,94	635,23	99,9	102,5
1995.....	2,1	2,0	2,9	391,13	560,53	103,9	106,3
1996.....	2,1	2,0	1,1	385,42	579,59	102,9	105,6
1997.....	2,2	2,2	1,9	380,96	660,86	99,8	102,9
1997 jan.....	2,7	2,9	1,0	381,38	611,71	101,4	104,3
aug.....	2,5	2,6	2,4	380,95	701,77	98,1	101,2
sep.....	2,3	2,3	2,5	380,75	681,36	98,9	102,1
okt.....	2,2	2,1	2,5	380,77	669,02	99,2	102,4
nov.....	2,1	2,1	2,5	380,62	659,45	99,7	103,1
dec.....	2,1	2,0	1,7	380,89	677,16	99,4	102,5
1998 jan.....	...	...	...	380,89	691,58	99,2	...

Tabel 10

Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer

	Arbejdsløshed		Mængdeindeks for omsætningen inden for		Påbegyndt byggeri	Nyregistreringer af personbiler	Forbrugertillidsindikator
	1000 personer	Pct. af arbejdsstyrken	Råstofudvinding og fremstillingsvirksomhed	Detailhandel	1000 m ²	Antal stk.	Nettotal
			1990=100				
1993.....	348,8	12,3	101	101,3	4.040	82.007	-4
1994.....	343,4	12,2	111	107,2	5.067	138.973	7
1995.....	288,4	10,3	116	108,0	5.859	135.245	8
1996.....	245,6	8,8	117	109,6	7.308	142.119	5
1997.....	220,2	7,9	122	111,8	7.918	152.524	9
Sæsonkorrigeret							
1996 dec	227,4	8,2	116	109,8	586	12.550	3
1997 jul	229,2	8,3	128	111,8	687	8.620	11
aug.....	220,2	7,9	122	110,8	657	11.293	10
sep	213,3	7,7	124	112,4	686	11.681	11
okt	212,0	7,6	124	113,4	671	12.163	8
nov	208,7	7,5	125	113,1	618	12.483	7
dec.....	205,8	7,4	125	112,6	641	13.568	6

Tabel 11

Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer

	Beskæftigelse		Lønindeks i fremstil- lingsvirk- somhed	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn- ninger	Sammensat konjunkturindikator for		Ejendoms- priser (købesum, enfamilie- huse)
	I alt	Privat			Industri	Bygge- og anlægsvirk- somhed	
	1000 personer		Februar 1996=100	1980=100	Nettotal		I pct. af ejendoms- værdi
1992.....	2.510	1.736	...	97,7	-11	-24	87,2
1993.....	2.533	1.760	...	99,8	-6	-19	86,4
1994.....	2.526	1.757	...	99,4	12	10	96,9
1995.....	2.566	1.796	...	103,8	0	10	104,3
1996.....	2.598	1.814	...	103,2	-4	7	115,5
Sæsonkorrigeret							
1996 3. kv.	2.603	1.818	101,8	103,3	-2	10	116,7
4. kv.	2.616	1.817	102,7	102,5	3	7	121,5
1997 1. kv.	2.635	1.840	103,6	101,8	6	12	120,5
2. kv.	2.653	1.851	104,8	102,3	6	6	123,7
3. kv.	2.663	1.853	105,7	...	4	6	126,2
Vækst i forhold til året før, pct.							
1996 3. kv.	1,5	1,3	...	-1,1	...	...	10,5
4. kv.	1,9	1,3	...	-1,8	...	...	11,7
1997 1. kv.	2,2	2,1	3,6	-2,2	...	...	9,0
2. kv.	2,3	2,3	3,9	-0,7	...	...	9,3
3. kv.	2,3	1,9	3,8	...	...	...	8,1

