

# DANMARKS NATIONALBANK

*Kvartalsoversigt - 3. 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, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K.

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63.

<http://www.nationalbanken.dk>

Kvartalsoversigt - 4. kvartal 1998 planlægges offentliggjort 1. december 1998.

# Kvartalsoversigt - 3. kvartal 1998

---

|                                                                                                                                                                                                                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene .....                                                                                                                                                                                                                     | 1  |
| Det danske kontantforsyningssystem                                                                                                                                                                                                                                       |    |
| v/Tom Wagener, Sekretariatet .....                                                                                                                                                                                                                                       | 18 |
| <i>De senere års udvikling i kontantforsyningen i Danmark beskrives. Blandt andet for at mindske mængden af pengetransporter kanaliseres al seddelomsætning med pengeinstitutterne over i geografisk spredte kontantdepoter.</i>                                         |    |
| Valutaindlændinges beholdning af udenlandske obligationer og aktier                                                                                                                                                                                                      |    |
| v/Lill Thanning Hansen, Statistisk Kontoret .....                                                                                                                                                                                                                        | 24 |
| <i>Værdien af indlændinges beholdninger af udenlandske obligationer og aktier er steget kraftigt de senere år. Væksten har været særligt stærk for aktiernes vedkommende. Ejerkredsen gennemgås. Det er især institutionelle investorer, der har udenlandske aktier.</i> |    |
| Anvendelsen af kreditvurderingsbureauers ratings på de europæiske kapitalmarkeder                                                                                                                                                                                        |    |
| v/Kristian Sparre Andersen og Anders Matzen, Kapitalmarkedsafdelingen .....                                                                                                                                                                                              | 36 |
| <i>Professionel kreditvurdering må antages at blive mere udbredt i Europa efter ØMUens start primo 1999. En række forhold omkring rating gennemgås, herunder anvendeligheden på forskellige markeder. Udbredelsen ventes at blive moderat i Danmark.</i>                 |    |
| De baltiske landes økonomiske og finansielle udvikling                                                                                                                                                                                                                   |    |
| v/Louise Andersen og Kristian Kjeldsen, Internationalt Kontor .....                                                                                                                                                                                                      | 52 |
| <i>De senere års økonomiske fremgang i de baltiske lande har også styrket landenes banksektor. Store underskud på betalingsbalancen og dermed afhængighed af kapitalimport stiller samtidigt krav til landenes økonomiske politik.</i>                                   |    |
| Pressemeddelelser .....                                                                                                                                                                                                                                                  | 67 |
| Tabelafsnit                                                                                                                                                                                                                                                              |    |



# Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Oversigten vedrører perioden fra maj til august 1998

I de senere år har Danmark haft højkonjunktur, der har formindsket arbejdsløsheden og øget virksomhedernes kapacitetsudnyttelse. Væksten har været høj også sammenlignet med de vigtigste samhandelspartnere. Saldoen på betalingsbalancens løbende poster er derfor forringet, så afviklingen af Danmarks fortsat betydelige udlandsgæld ikke kan ske i det planlagte tempo. Desuden har den høje aktivitet ført til mangel på faglært arbejdskraft, særlig i bygge- og anlægssektoren. På denne baggrund vedtog Folketinget i juni regeringens pinsepakke, der bl.a. reducerer værdien af rentefradraget. Indgrebet skal dæmpe prisstigningerne på boligmarkedet og styrke den private opsparing via reduktionen af rentefradraget.

Foreliggende prognoser peger på, at efterspørgslen er på vej op hos en række af Danmarks samhandelspartnere. Det kan bidrage til at vende udviklingen på betalingsbalancen. Forøget udenlandsk efterspørgsel af danske produkter kan dog samtidig øge spændingerne på det danske arbejdsmarked og dermed forøge de allerede høje lønstigninger yderligere.

Indtil nu har krisen i Asien og Rusland samt en yderligere forværret økonomisk situation i Japan ikke haft væsentlige negative effekter på økonomierne i de industrialiserede lande, selv om der kan registreres et vist fald i eksporten til de berørte lande. Fald i de lange renter og lavere energipriser som følge af krisen har trukket i den anden retning. Det er svært at vurdere, hvad betydningen af den seneste udvikling i Rusland og Asien vil blive for verdensøkonomien.

## *International baggrund*

Japanske yen er fra januar frem til udgangen af august svækket med omkring 10 pct. over for bl.a. amerikanske dollar, tyske mark og britiske pund, der således har været nogenlunde uforandrede over for hinanden. Dollaren er dermed fortsat stærk vurderet ud fra de seneste års bevægelser, idet den er styrket med henholdsvis 70 og 25 pct. over for yen og D-mark siden medio 1995. Pundet har derimod nogenlunde fulgt dollaren i denne periode.

Den amerikanske højkonjunktur er fortsat i 1998, primært drevet af den indenlandske efterspørgsel. År-til-år væksten i BNP er dog aftaget noget i løbet af året til 3,5 pct. i 2. kvartal, bl.a. på grund af direkte fald i eksporten og en strejke hos General Motors i juni. Eksportfaldet skyldes især en massiv nedgang i eksporten til Asien. Det amerikanske arbejdsmarked er fort-

sat stramt med en arbejdsløshed på mindre end 5 pct. af arbejdsstyrken. Prisudviklingen er rolig, delvist en følge af eksterne faktorer som en stigende dollarkurs og faldende energipriser. Lønomskostningerne har dog været støt stigende de seneste år.

Japan befinder sig i dyb økonomisk krise med åbenlyse problemer i banksektoren. Regeringen har fremlagt endnu en hjælpepakke, der bl.a. indeholder lempeligere virksomheds- og personbeskatning. Det er hensigten at skabe mere tillid til den fremtidige udvikling og derved sætte gang i den indenlandske efterspørgsel, der har været faldende. Samtidig er inflationen tæt på 0 pct. Opstår der direkte deflation, kan det blive endnu sværere at komme ud af krisen, idet realværdien af gæld da vil vokse. Nettoeksporten er en af de få tilbageværende positive vækstfaktorer, men kan ikke alene trække Japan ud af krisen.

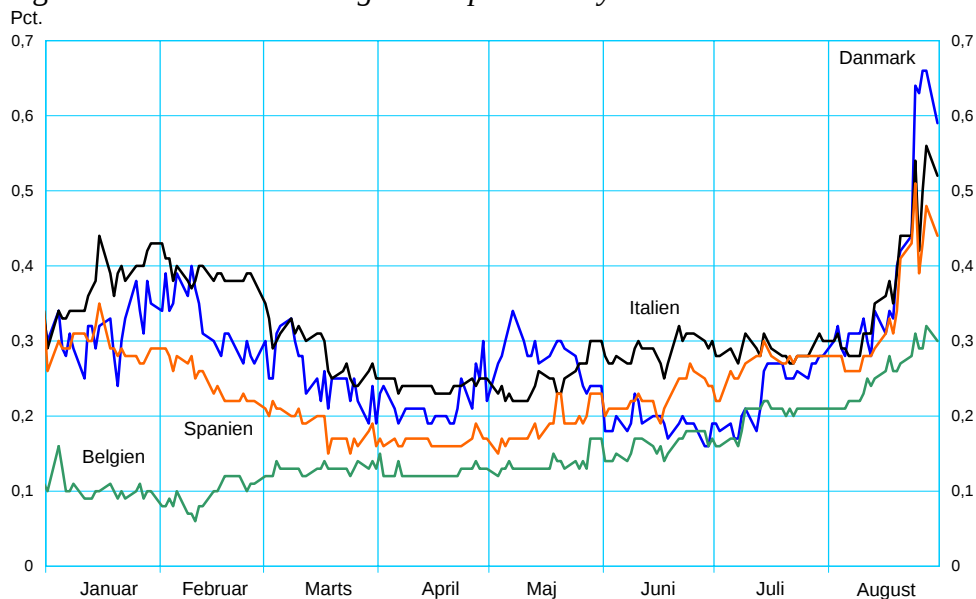
Krisen i Japan og svækkelsen af yen over for dollar har medført, at de asiatiske problemlandes muligheder for at eksportere sig ud af krisen er forringet. Bl.a. på denne baggrund har der igen været valutauro i Asien. En række af valutaerne i regionen er svækket på baggrund af forlydender om en kinesisk devaluering. Alene usikkerhed og rygter om en ny runde konkurrerende devalueringer kan forlænge krisen i Asien. Asienkrisen samt Japans problemer har medført lavere obligationsrenter i den vestlige verden og en fortsat afdæmpet udvikling i råvarepriserne. Senest har krisen i Rusland, jf. omtalen side 6ff, forstærket denne generelle tendens. Opsvinget i USA og Europa finder således sted ved nogenlunde stabile priser, mens eksporten til Asien falder.

I de kommende eurolande vokser økonomierne med omkring 3 pct. i gennemsnit, mens den aktuelle inflation for hele området er under 1,5 pct. Arbejdsløsheden er faldende og nåede i maj ned på 11 pct. af arbejdsstyrken. Længst fremme i konjunkturcyklen er en række af de mindre økonomier, men de større økonomier er nu på vej frem. Både i Tyskland og Frankrig synes det eksportdrevene opsving således at brede sig til den indenlandske efterspørgsel og dermed blive selv bærende. Arbejdsløsheden i Tyskland er faldet fra et højdepunkt på knap 12 pct. af arbejdsstyrken i slutningen af 1997 til under 11 pct. i juli. En betydelig del af faldet skyldes dog beskæftigelsesfremmende foranstaltninger. Også i Frankrig synes beskæftigelsen på vej frem, men indtil videre især ved en forøgelse af antallet af midlertidigt ansatte. Det kan skyldes usikkerhed, da det i Frankrig er forholdsvis besværligt og dyrt at afskedige fastansatte medarbejdere. Som led i indfasningen af en 35-timers arbejdsuge har regeringen besluttet at give en belønning for hvert fuldtidsjob, der skabes. Det kan have gjort arbejdsgiverne tilbageholdende med at skabe fuldtidsjob forinden.

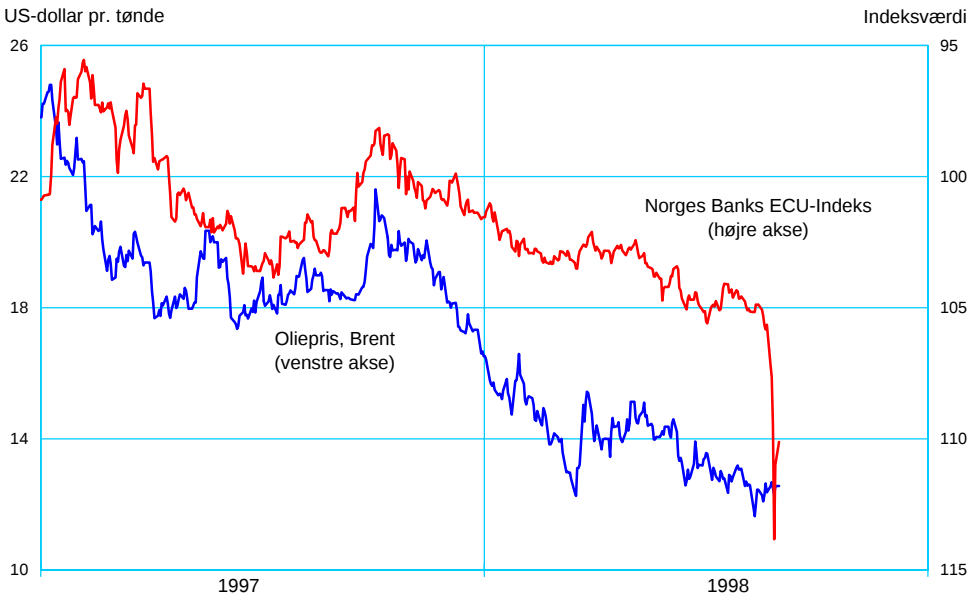
Frem til den endelige udvælgelse af de kommende ØMU-lande i maj så der for en række tidligere højrentelande en markant reduktion i rentespændet over for Tyskland, jf. figur 1. Den væsentligste årsag til rentekonvergen er uden tvivl overgangen til fælles valuta fra januar 1999, hvilket endeligt vil fjerne valutakursusikkerheden mellem deltagerlandene. Siden maj er rentespændene blevet udvidet såvel for de tidligere højrentelande som for nogle af kernelandene, og tendensen forstærkedes mod slutningen af august. Udvidelsen skyldes især, at den lange rente i Tyskland faldt som følge af den turbulens på kapital- og valutamarkedene, der bl.a. opstod som reaktion på den forværrede situation i Rusland. I sådanne situationer søger investorer typisk tilflugt i tyske statspapirer, der vurderes som særligt sikre. Også en pludselig opstået usikkerhed om den norske valutakurspolitik, der gav stigende lange renter i bl.a. Norge, Sverige og Danmark, har spillet ind.

I forbindelse med en forhøjelse af foliorenten til 8 pct. meddelte Norges Bank den 24. august, at den indtil videre ville fastholde de officielle renter og ophøre med støtteopkøb af norske kroner i valutamarkedet. Beslutningen fandt sted, efter de officielle renter var hævet 7 gange siden marts, heraf 3 gange alene i august. Beslutningen om at undlade yderligere støtte betød, at norske kroner i de efterfølgende dage svækkedes betydeligt over for det såkaldte ECU-indeks, som Norges Bank har søgt at styre kronen over for, jf. figur 2.

Figur 1 *10-årigt rentespænd til Tyskland*



Figur 2 *Norges Banks ECU-indeks og prisen på olie (Brent)*



Målsætningen har været at holde indekset mellem 103 og 105, hvor en høj værdi repræsenterer en svag krone. Ved udgangen af august lå indekset på 110.

Der har i nogen tid været nedadgående pres på den norske krone. Olieprisfaldet siden efteråret 1997 er en væsentlig årsag til den aktuelle svækkelse af kronen, der har en tendens til at følge oliepriserne. Samtidig er norsk økonomi i fare for overophedning. Væksten er drevet af privatforbrug og investeringer. Arbejdsløsheden er faldet til det laveste niveau i 10 år, og lønstigningerne er for høje.

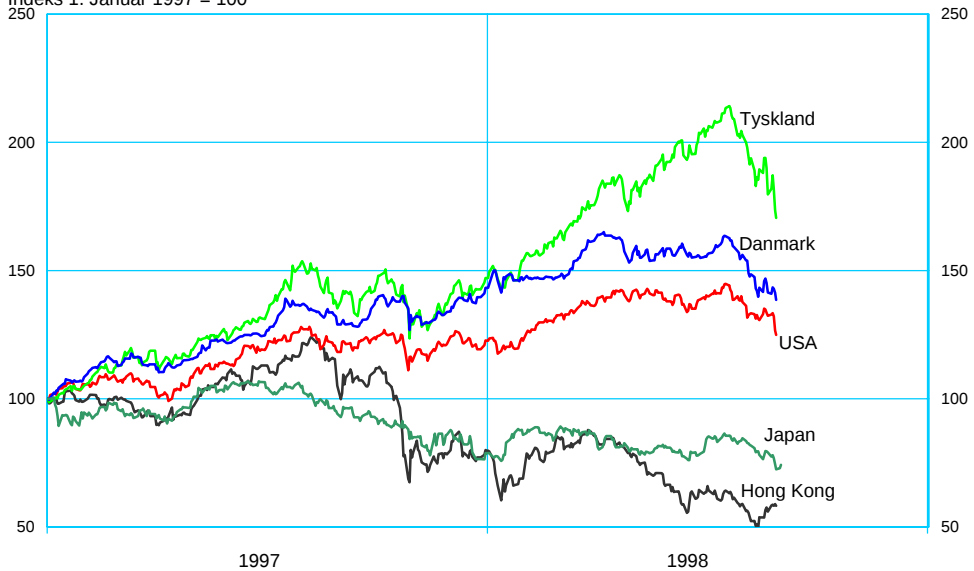
Norges Bank, IMF og OECD har i længere tid anbefalet en stramning af den økonomiske politik, men finanspolitikken har været for lempelig og dermed ikke opfyldt det krav til arbejdsdeling med pengepolitikken, som er nødvendig for at holde en fast valutakurs. I fraværet af en tilstrækkelig stram finanspolitik er det nu pengepolitikken, som kommer til at dæmpe efterspørgslen i Norge. Renteforhøjelsen mærkes tydeligt hos de norske boligejere, der hovedsageligt finansierer køb af ejerboliger med variabelt forrentede lån, men svækkelsen af kronen trækker i modsat retning.

I Sverige har forbruget de seneste år været holdt oppe af en markant nedgang i opsparingskvoten, da de disponible indkomster har været faldende. I 1998 ser det dog ud til, at de disponible indkomster stiger for første gang i mange år. Samtidigt er investeringerne langt om længe begyndt at stige - specielt i byggeriet - stimuleret af de lave svenske renter. Bl.a. på

Figur 3

*Aktiekursindeks*

Indeks 1. Januar 1997 = 100



baggrund af den fortsat lave inflation nedsatte Riksbanken repo-renten med  $\frac{1}{4}$  pct. i juni. Riksbanken forventer en inflation på  $\frac{1}{2}$  pct. i 1998 og 0,9 pct. i 1999, hvilket er under det mål på 2 pct. med en tolerance på 1 pct., der er sat for inflationen. Udsvingene i den norske kroners værdi i slutningen af august havde en afsmittende effekt på den svenske krone.

Krisen i Asien har givet anledning til betydelige aktiekursfald især i de berørte lande, men faldet har også smittet af på aktiekurserne i USA og Europa. Set i lyset af meget betydelige stigninger i de seneste år fremstår det aktuelle fald i aktiekurserne i USA og Europa som en delvis korrektion, jf. figur 3.

*Japanske banker*

Krisen i den japanske banksektor har sit udspring allerede i begyndelsen af 1990'erne. Det kraftige fald i værdien af ejendomme og aktier udhulede sikkerheden for store dele af bankernes udlån, ligesom bankerne selv tabte penge på disse markeder.

Inden for det seneste år er den japanske bankkrise tilspidset. Den nuværende intensiverede fase tog sit afsæt i efteråret 1997, hvor krisen i Asien faldt sammen med kollapsen af tre indenlandske finansielle institutioner: Sanyo Securities, Yamaichi Securities og Hokkaido Takushoku Bank. Situationen er siden forværret på grund af en fortsat svækkelse af den indenlandske og asiatiske økonomi, der har ført til en forøgelse af andelen af

lån, som misligholdes. I tillæg hertil er aktiekurserne faldet, hvorved værdien af bankernes aktiebeholdning, der har virket som en "skjult" reserve, er mindsket betydeligt. I kombination med strengere krav til identificering af dårlige lån og indførelsen af international standard for solvenskrav har de japanske banker således behov for at styrke kapitalgrundlaget og soliditeten. I bestræbelserne herpå har bankerne bl.a. mindsket deres udlån og herved i nogle tilfælde skabt finansielle problemer for virksomheder, hvilket kan bidrage til at trykke den indenlandske økonomi.

Den japanske regering har stillet en pakke på 30 trillioner yen (ca. 1.400 mia.kr., svarende til 6 pct. af det japanske BNP) til rådighed med henblik på at stabilisere den finansielle sektor. Herunder er bl.a. fremlagt en plan for etableringen af såkaldte "brobanker", som i en periode på op til to år skal overtage de fallerede institutioners engagementer med sunde debitorer, indtil de kan overføres til private finansielle institutioner. De fallerede institutioners dårlige lån overføres derimod til et offentligt afviklingselskab, der er oprettet til formålet.

### *Russisk økonomi*

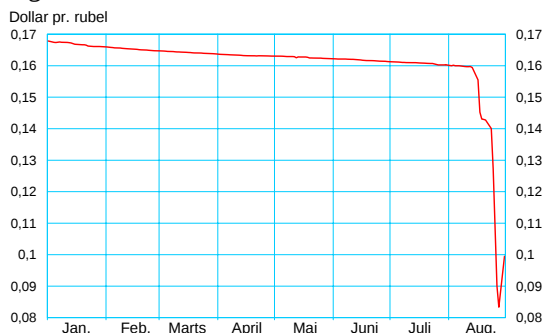
Den 17. august gennemførtes en ændring af valutakurspolitikken i Rusland, idet der blev fastsat en ny valutakurskorridor for resten af året på 6,0 til 9,15 rubler pr. dollar. Samtidig tilkendegav centralbanken, at den ville ophøre med at annoncere et dagligt snævert udsvingsbånd for rublen i forhold til dollar. Den ville for fremtiden kun intervenere for at begrænse betydelige kursudsving.

Samtidig med ændringen af valutakurspolitikken indførtes et 90-dages moratorium for betalinger på gæld til udlandet. Undtaget fra dette moratorium er rentebetalinger, handelskreditter samt betaling af både rente og afdrag på offentlig udlandsgæld. Vedrørende den indenlandske statsgæld annonceredes en (tvungen) omlægning af løbetider til og med ultimo 1999. Detaljerne i denne omlægning var endnu ikke fremlagt ved månedens udgang. Endelig indførtes visse kontrolforanstaltninger med hensyn til kapitalbevægelser mellem Rusland og udlandet. Det blev også annonceret, at centralbanken og de store banker ville gå ind i et likviditetsberedskab til støtte for betalingsafviklingen i banksektoren.

På tidspunktet for omlægningen af valutakurspolitikken lå rublen i kurs 6,31 pr. dollar, men svækkedes kraftigt i de følgende dage, jf. figur 4. Centralbanken suspenderede herefter handelen med rubler. Da den officielle handel blev genoptaget den 3. september, blev den officielle udgangskurs noteret til 12,82 rubler pr. dollar. Hermed havde rublen tabt over halvdelen på sin værdi i løbet af to uger.

Figur 4

## Valutakurs



Kilde: Bloomberg.

Ændringen i valutakurspolitikken fandt sted på baggrund af, at der i løbet af august opstod fornyet pres på den russiske valuta. Der havde været nogenlunde ro på markederne siden juli, hvor et lån fra IMF til Rusland faldt på plads, jf. boksen. Baggrunden for lånet var, at centralbanken i bestræbelserne for at forsvare rublen

havde anvendt så meget valuta, at det var nødvendigt med assistance udefra.

Udviklingen i Rusland i august uddyber den finansielle og økonomiske krise i landet. Rusland har et stort budgetunderskud og mangler både den politiske vilje og den administrative struktur, der kræves for at gennemføre de økonomisk-politiske foranstaltninger, som er nødvendige for at bringe

## Boks

*IMFs lån til Rusland*

Den 20. juli godkendte IMFs bestyrelse et nyt lån til Rusland. Lånet indebærer en forøgelse af Ruslands eksisterende lånearrangement med 11,2 mia.dollar til i alt 20,4 mia.dollar. 4,8 mia.dollar blev udbetalt umiddelbart efter bestyrelsens godkendelse. Næste udbetaling på 4,3 mia.dollar planlagdes til september. Hovedparten af låneforøgelsen finansieres ved aktivering af IMFs særlige lånearrangement med 11 landes centralbanker, det såkaldte General Arrangements to Borrow (GAB). I alt 8,3 mia.dollar blev finansieret på denne måde. Danmark, der ikke er medlem af GAB, deltog ikke i arrangementet. Resten af IMF-lånet blev finansieret ved træk på IMFs ordinære resourcer.

IMF-lånet blev udbetalt for at stabilisere russisk økonomi og understøtte den fortsatte økonomiske reformproces i landet, som blev truet af valutauroen. Aktiveringen af GAB skete under henvisning til såkaldt systemiske konsekvenser af fortsat valutauro i Rusland, idet en russisk betalingsbalancekrise vurderes at indebære en trussel mod det internationale finansielle systems stabilitet, som i forvejen er svækket af efterdønningerne af krisen i Asien. Til lånet er, som altid ved lån fra IMF, knyttet et økonomisk-politisk program. Hovedelementet i programmet er en betydelig finanspolitisk stramning. Der skal ske en halvering af det russiske budgetunderskud i 1999 i forhold til 1998. Hertil kommer en forstærket indsats over for de strukturelle problemer i russisk økonomi, herunder problemerne omkring skatteopkrævning, betalingsrestancer og bytteøkonomi.

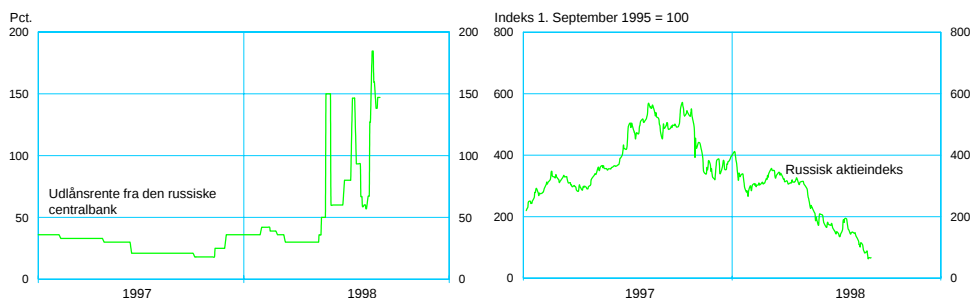
økonomien på ret spor. Et af de helt åbenlyse og uløste problemer er på den ene side manglende udbetaling af løn til offentligt ansatte og på den anden side manglende indbetalinger af skat. IMF-programmet har således ikke i sig selv kunnet skabe den fornødne tillid til den russiske økonomi.

Den økonomiske aktivitet i Rusland begyndte at falde i første halvdel af 1998. I 1997 steg produktionen for første gang siden overgangen fra planøkonomi til markedsøkonomi. Blandt årsagerne til tilbagegangen kan peges på uro på de russiske penge- og kapitalmarkeder, højere rente, forringede olie- og råvarepriser (olie og gas udgør 40 pct. af Ruslands eksport) og svag indenlandsk efterspørgsel. Som følge af tilbagegangen var der i første halvår 1998 for første gang underskud på Ruslands betalingsbalance.

Uroen på penge- og kapitalmarkederne viste sig i form af tilbagesalg fra udlandet af russiske statspapirer, hvoraf omkring en tredjedel holdes i udlandet, samt i et meget negativt aktiemarked, jf. figur 5. Fra slutningen af maj opstod der pres på rublen. Det førte til, at centralbanken den 27. maj hævede udlånsrenten til 150 pct. Den 5. juni reduceredes denne udlånsrentsats til 60 pct., efter at markederne var stabiliseret som følge af udtalelser fra blandt andet officiel amerikansk side til støtte for russisk økonomi. Den 29. juni måtte centralbanken efter fornyet valutauro på markederne atter hæve sin udlånsrentsats, denne gang til 80 pct. Herefter har udlånsrenten varieret, da centralbanken har tildelt likviditet til en variabel rente. Centralbankens udlånsrente og den helt korte pengemarkedsrente i Rusland var ved udgangen af august omkring 150 pct.

Renteudgifterne på statsgælden udgør en fjerdedel af de samlede offentlige udgifter. Ruslands mangeårige problem med at få budgetunderskuddet under kontrol er skærpet betydeligt som følge af uroen på de finansielle

Figur 5 *Pengemarkedsrenter og aktiekurs*



Kilde: Bloomberg. Dog er renter fra og med den 13. juli hentet på den russiske centralbanks hjemmeside på internettet ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Anm.: Aktieindekset er det såkaldte RTS-indeks, der opgøres i dollar. Den viste udlånsrente fra den russiske centralbank er frem til den 7. juli 1998 en fast udlånsrente (lombard). Herefter er likviditet kun tildelt på auktion med variabel rente, og den viste rente er den gennemsnitlige tildelingsrente.

markeder. Det russiske budgetunderskud finansieres med statsgældspapirer med op til tre års løbetid og er derfor særdeles følsomt over for udsving i renten. Ruslands låneomkostninger er steget kraftigt i løbet af sommeren. Markedsrenten på statsgældsbeviser denomineret i rubler steg i løbet af august til langt over 150 pct., hvilket udtrykker usikkerhed omkring vilkårene for tilbagebetalingen af gælden. I takt med kapitaludstrømningen har Rusland haft problemer med at refinansiere statsgælden, og salget af russiske statspapirer er gået i stå.

### *Rente- og valutakursudvikling i Danmark*

Nationalbanken nedsatte den 29. maj diskonto og repo-rente med  $\frac{1}{4}$  pct. til henholdsvis  $3\frac{3}{4}$  pct. og 4 pct. Grundlaget for rentenedsættelsen var afklaringen af den usikkerhed, der var opstået i valutamarkedet forud for afstemningen om Amsterdam-traktaten den 28. maj. Et stigende behov for at støtte kronen ved salg af valuta i april og begyndelsen af maj havde medført, at Nationalbankens renter blev forhøjet med  $\frac{1}{2}$  pct. den 5. maj. Både renteændringen den 5. og den 29. maj var ensidigt danske.

Efter rentenedsættelsen i maj og frem til den 24. august intervererede Nationalbanken stort set ikke i valutamarkedet, men købte dog lejlighedsvis valuta for at begrænse størrelsen af de daglige udsving i kronekursen.

Den markante svækkelse af norske og svenske kroner mod slutningen af august og turbulensen på obligationsmarkederne i Danmark og i udlandet, se omtalen side 3ff, fik også en kortvarig afsmittende effekt på kronen. Den 25. og 26. august om formiddagen intervererede Nationalbanken således for 16 mia.kr. for at støtte kronen. Som ved tidligere lejligheder steg pengemarkedsrenterne kraftigt, hvilket fordyrede spekuleringen og hjalp med til at holde kronen fast. Spekulationsbølgen stoppede, og allerede om eftermiddagen den 26. august kunne Nationalbanken købe valuta tilbage samtidig med, at kronen blev styrket.

Kronen har også i de seneste måneder ligget stabilt omkring centralkursen over for D-mark. Ved udgangen af august var 3-måneders pengemarkedsrenten 4,2 pct. Hermed blev det korte rentespænd over for Tyskland udvidet fra ca. 60 basispoint i slutningen af maj til ca. 100 basispoint ultimo august.

Den lange danske rente har stort set fulgt det internationale rentefald frem til den globale uro på kapitalmarkederne i slutningen af august, hvorefter rentespændet over for Tyskland udvidedes til 60 basispoint. Renten på 10-årige statsobligationer var ved udgangen af august 4,8 pct., mens renten på den toneangivende 30-årige byggeobligation med en pålydende rente på 6 pct. og udløb i 2029 var 6,5 pct.

### *Penge- og realkreditinstitutternes halvårsregnskaber*

Pengeinstitutterne havde i 1. halvår 1998 et overskud før skat på 9,7 mia.kr. Sammenholdt med samme periode året før er der tale om en lille stigning. Der har været en forøgelse af gebyrindtægter fra handel med værdipapirer og valuta og fra konvertering af realkreditlån. Samtidig er tab og hensættelser faldet yderligere fra et i forvejen lavt niveau. De nye aktiviteter, fx inden for realkredit og formueforvaltning, gav ligeledes stigende indtjening.

Realkreditinstitutternes overskud før skat i 1. halvår 1998 blev 3,9 mia.kr. mod 4,4 mia.kr. i samme periode året før. Stigende rente- og gebyrindtægter kunne ikke opveje, at kursregulering af værdipapirer og valuta faldt til en tredjedel, mens omkostningerne steg. Omkostningsstigningen skyldes dels det høje konverteringsniveau, som har krævet ekstra ressourcer, dels en ændring af distributionskanaler bl.a. som følge af nye samarbejdsaftaler. Realkreditinstitutternes tilbageførsel af hensættelser på debitorer oversteg behovet for nye hensættelser i perioden.

De beskedne hensættelser til tab på udlån skal især ses på baggrund af konjunkturopgangen i Danmark i de senere år. Konjunkturopgangen er endvidere ledsaget af en pæn vækst i penge- og realkreditinstitutternes udlånsaktivitet. I juli steg de indenlandske udlån fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark således med henholdsvis 8,2 og 8,0 pct. i forhold til juli sidste år.

### *Target*

Den Europæiske Centralbank (ECB) udsendte den 8. juli en pressemeddelelse om betingelserne for deltagelse i TARGET for centralbanker og kommercielle banker i de EU-lande, der ikke deltager i ØMUen, "udelandene". Betingelserne er vedtaget af Styrelsesrådet, ECBs øverste besluttede myndighed, hvor Danmark og de øvrige udelande ikke er repræsenteret.

Det fastslås indledningsvist, at udelande må deltage i TARGET. Endvidere opstilles en række tekniske betingelser, som skal forhindre, at intradag likviditet forvandles til likviditet over natten. Dette har været væsentligt for eurolandene, da sådan likviditet er en central del af pengepolitikken. Udelande har ikke adgang til de pengepolitiske faciliteter.

To yderligere forhold bør fremhæves. For det første lægges der op til en begrænset og relativ dyr adgang til intradag likviditet for udelande. For det andet nævnes muligheden for brug af udelandes værdipapirer som sikkerhedsstillelse i hele EU. De præcise betingelser herfor vil dog tidligst blive afklaret i løbet af efteråret.

### *Pinsepakke og finanslovforslag*

Folketinget vedtog den 26. juni regeringens pinsepakke med de ændringer, som blev resultatet af aftalen mellem regeringen, SF og Enhedslisten. Baggrunden for indgrebet, hvis hovedsigte er at øge den private opsparing, var et efterhånden betydeligt pres på betalingsbalance og arbejdsmarked. Det var derfor nødvendigt at justere finanspolitikken. De væsentligste finanspolitiske stramninger i indgrebet er en reduktion i værdien af rentefradraget samt en række forbrugsafgifter. Desuden lægger indgrebet op til en tilbageholdende udgiftspolitik i 1999 for hele den offentlige sektor. Således indgik regeringen en aftale med kommuner og amter med henblik på at dæmpe stigningen i de kommunale udgifter og bebudede samtidig en stram finanspolitik for 1999.

Efter vedtagelsen af pinsepakken, regeringens aftale med kommunerne og fremlæggelsen af forslaget til finanslov, vurderer Finansministeriet nu, at de samlede offentlige financers virkning på BNP i 1999 vil være svagt positive. I modsat retning trækker de strukturelle effekter af bl.a. reduktionen af rentefradrag, således at den samlede politik forventes at påvirke BNP kontraktivt med 0,5 pct.

Ud fra en kreditpolitisk vinkel er det hensigtsmæssigt, at pinsepakkens reduktion af rentefradraget virker gennem prismekanismen ved generelt at hæve omkostningerne ved gældsætning.

Aftalens bestemmelser vedrørende beskatning af pensionsafkast har stor betydning for kapitalmarkedet. Realrenteafgiften afløses i år 2000 af en fast kapitalafkastskat på 26 pct. Opgørelsen af urealiserede kursgevinster og tab på obligationer for institutionelle investorer (matematisk kursopskrivning) ændres til et lagerprincip, dvs. en opgørelse til markedsværdi.

Overgangen til et lagerprincip vil gøre obligationsmarkedet mere effektivt ved at fjerne indlåsnings effekter. Med indlåsnings effekter menes, at beslutninger om køb og salg af obligationer forvrides af realrenteafgiften. Efter de gamle regler blev en institutionel investor tilskyndet til at beholde et papir, hvis markedskursen oversteg den matematiske opskrivningskurs. Ved salg ville kursgevinsten således indgå i afgiftsgrundlaget, mens en uændret beholdning kun ville indebære beskatning af den matematiske kursopskrivning. Med de nye regler beskattes urealiserede og realiserede kursgevinster symmetrisk. Omlægningen til lagerprincippet indebærer også, at obligationer og afledte instrumenter fremover vil blive beskattet efter samme princip. Det vil fjerne den skattemæssige hindring, der tidligere har eksisteret for at anvende afledte instrumenter som termins- og futureskontrakter til risikostyring. Økonomiministeren har nedsat et udvalg, som skal

udarbejde en model for overgangen til opgørelse efter markedsværdier for obligationer.

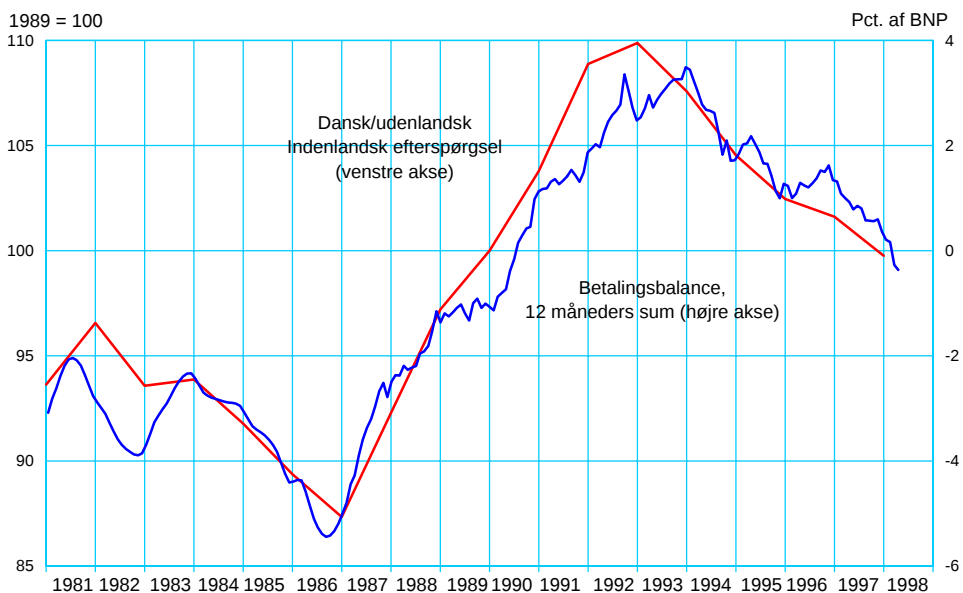
### *Betalingsbalancen*

Danmarks Statistiks opgørelse af betalingsbalancen viste i foråret for første gang i 8 år et betalingsbalanceunderskud set over en løbende 12 måneders periode, jf. figur 6. Nationalbankens betalingsstatistik viste i samme periode et beskedent overskud.

Nationalbankens betalingsstatistik omfatter kun betalinger og er ikke i sig selv tilstrækkelig til at opgøre en betalingsbalance efter internationale retningslinjer. Statistikken omfatter finansielle betalinger (lån, værdipapirer mv.), betalinger af renter, ensidige overførsler mv. samt tjenestebetalinger. Disse betalinger er et vigtigt input til betalingsbalanceopgørelsen. Varebetalinger medtages desuden i betalingsstatistikken for at "stemme kassen af", men hører ikke hjemme i en egentlig betalingsbalanceopgørelse, der baseres på transaktionstidspunktet som i Danmarks Statistiks opgørelse.

Historisk har forholdet mellem varebetalinger og varetransaktioner været stabilt. Siden 1993 har opgørelsen af transaktioner og betalinger dog i perioder været meget forskellige. Danmarks Statistik og Nationalbanken drøfter løbende udviklingen, jf. pressemeddelelsen side 67. Det er aftalt mel-

Figur 6 *Relativ indenlandsk efterspørgsel og betalingsbalance*



lem parterne at arbejde videre på at afklare, hvorfor forskellen mellem varebetalinger og varetransaktioner udvides.

Under alle omstændigheder er det primært hensynet til afviklingen af Danmarks udlandsgæld, der fortjener fokus i debatten. Hvis udlandsgælden skal være væk inden for en overskuelig årrække, kræves store overskud på betalingsbalancen i de kommende år.

Forringelsen af betalingsbalancen afspejler hovedsageligt en stærk dansk konjunktur. Historiske erfaringer viser, at når efterspørgslen stiger mere end i de lande, Danmark handler med, forringes betalingsbalancen.

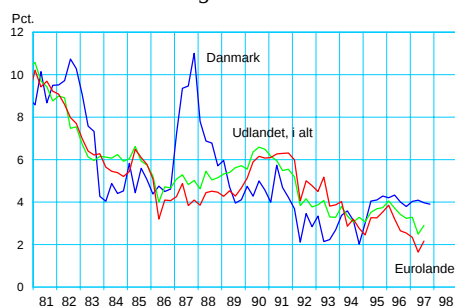
En medvirkende årsag til forringelsen af betalingsbalancen har været industrieksportens tab af markedsandele i de seneste år. Tabet af markedsandele har fundet sted på baggrund af en høj kapacitetsudnyttelse og accelererende priser på industrieksporten. Også landbrugseksporten er svag som følge af de lave svinepriser. Resultatet for hele 1998 kan blive et underskud på betalingsbalancen.

### Priser og arbejdsmarked

Udover forringelse af betalingsbalancen ender en for stærk vækst i efterspørgslen også let med inflation. Foreløbig er inflationen målt ved forbrugerpriserne dog lav. Tabellen viser udviklingen i forbrugerpriser og nettoprisindekset.

Måles inflationen i stedet ved år-til-år stigningen i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP-indekset, var denne med 1,4 pct. i juli sammenfaldende med inflationen i euroområdet. HICP anvendes af den fælles europæiske centralbank, ECB, og der må ventes stigende fokus på HICP i forhold til nationale forbrugerprisindeks, da international sammenlignelighed er afgørende.

Figur 7 Lønstigninger i Danmark og i udlandet



Figur 8 Arbejdskraftmangel i industri og bygge- og anlægsvirksomhed



Anm.: Lønstigninger i udlandet er samvejet med kronkursvægte.

### Udviklingen i forbruger- og nettopriserne

|                                       | Forbrugerprisindeks | Nettoprisindeks | Energi | Import | Indenlandske priser |           |         |                    |                |
|---------------------------------------|---------------------|-----------------|--------|--------|---------------------|-----------|---------|--------------------|----------------|
|                                       |                     |                 |        |        | I alt               | Fødevarer | Husleje | Offentlige ydelser | Andre faktorer |
|                                       |                     |                 |        |        |                     |           |         |                    |                |
|                                       |                     |                 |        |        |                     |           |         |                    |                |
|                                       |                     |                 |        |        |                     |           |         |                    |                |
| 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            |
| 1998 1. kv. .                         | 2,0                 | 1,8             | -1,7   | 1,4    | 2,3                 | 4,1       | 2,5     | -0,4               | 1,6            |
| 2. kv. .                              | 2,0                 | 1,7             | -0,7   | 0,9    | 2,0                 | 2,5       | 2,1     | -1,5               | 2,3            |
| Juli                                  | 1,8                 | 1,3             | -0,8   | 0,7    | 1,6                 | 0,8       | 1,9     | -2,1               | 2,4            |

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

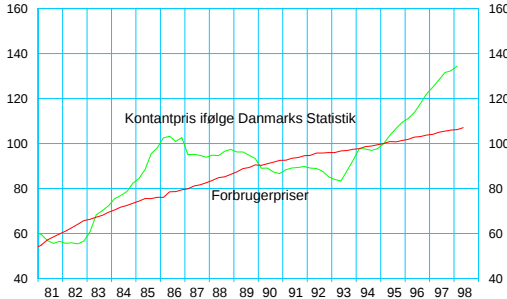
Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korrigeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til alm. ned-sættelse af priserne.

"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.

Lønstigningerne i Danmark er rigeligt høje, jf. figur 7. Den danske lønstigning var med 4 pct. i 1997 og udsigt til 4½ pct. eller mere i 1998 højere end blandt handelspartnerne. Ledigheden er nu nede på 6,5 pct., og efter den EU-harmoniserede opgørelsesstandard er den under 5 pct. Det er langt under euroområdet gennemsnit på over 11 pct. Arbejdsmarkedet er generelt stramt. Der er især fare for mangel på faglært arbejdskraft, særlig i bygge- og anlægssektoren, jf. figur 8. Meldingen fra industrien er dog ikke tilsvarende stærk. En pressituation som i 1986 er der således ikke tale om. For at forebygge et yderligere pres på arbejdsmarkedet er initiativer til effektivt at øge arbejdsudbuddet væsentlige.

Figur 9 *Kontant salgspris for enfamiliehuse*

Indeks. 1 kvartal 1995 = 100



Anm.: sidste observation er 1. kvartal 1998 for kontantprisen.

lønsatser. De danske aktiekurser er dykket lidt på det seneste, bl.a. som en nervøs reaktion på Asienkrisen. I lyset af den store fremgang i 1997 er tilbageslaget i aktiekurserne i august dog begrænset.

Boligpriserne er siden 1993 steget en halv snes pct. p.a., hvilket forstærker presset på økonomien gennem tilskyndelse til belåning og forbrug, jf. figur 9. Priserne på kapitalgoder - herunder aktiepriser - svinger mere end forbrugerpriser og lønninger og ændres derfor normalt et stykke tid før, der ses en bevægelse i de almindelige forbrugerpriser og

## Pengeinstitutternes likviditet

Fra januar til og med udgangen af august er pengeinstitutternes nettostilling forbedret med 58,1 mia.kr., heraf skyldes 34,7 mia.kr. Nationalbankens køb af valuta og 25,4 mia.kr. statsfinanserne, de resterende 2 mia.kr. skyldes andre faktorer.

Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken svinger betydeligt fra dag til dag. Dette skyldes især midlertidige bevægelser i statens betalinger og Nationalbankens køb og salg af valuta.

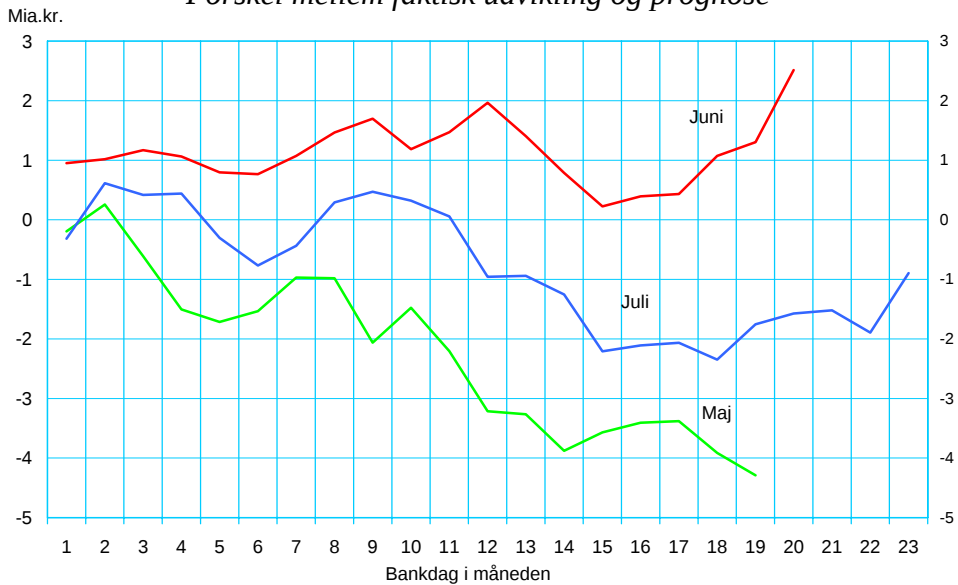
Nationalbanken udsender måneds- og dagsfordelinger over statens forventede indenlandske bruttofinansieringsbehov. Måned- og dagsfordelingerne er skøn over de fremtidige statslige betalinger fordelt på henholdsvis måneder og dage. Prognoserne udsendes den næstsidste bankdag i hver måned. Prognoserne kan hjælpe pengeinstitutterne med at forudse fremtidige likviditetsudsving.

Der laves ikke prognoser for statspapirsalget, men Nationalbanken offentliggør salget af statspapirer dagligt. Offentliggørelse sker dagen efter salget, to dage inden salget har likviditetseffekt, da salg normalt sker med tre dages afvikling. Dog offentliggøres statens opkøb af statspapirer ikke dagligt, men eventuelle statslige opkøb af statspapirer fremgår af kurslisten, idet udeståendet af de statspapirserier, der købes op i, vil falde. Hvis der foretages et opkøb mandag, fremgår dette af kurslisten fredag, dagen efter opkøbet har valør. Kurslisten for fredag er markedsdeltagerne i hænde mandag morgen.

Pengeinstitutterne kan dag for dag følge med i udviklingen i den samlede nettostilling over for Nationalbanken, idet denne dagligt offentliggøres via DN-nyheder.

Pengeinstitutterne kan løbende korrigere statens likviditetspåvirkning for udviklingen i statspapirsalget, men det er ikke muligt at skelne mellem bevægelser i nettostillingen, der skyldes afvigelser fra prognosen, og bevægelser, der skyldes Nationalbankens køb og salg af valuta. Det er imidlertid muligt at skønne over Nationalbankens køb og salg af valuta, hvis det antages, at prognosen for statens betalinger holder. Normalt er prognoserne for statens betalinger ret præcise, fordi de fleste betalinger ligger på forhånd kendte datoer, men der er til tider betydelige afvigelser. Nedenstående figur viser forskellen mellem faktisk og forventet udvikling i statens indenlandske bruttofinansieringsbehov for 3 udvalgte måneder. Det ses fx, at forskellen i maj nåede op på 4 mia.kr., svarende til, at udviklingen i statsfinanserne var bedre end ventet.

*Statens indenlandske bruttofinansieringsbehov.  
Forskel mellem faktisk udvikling og prognose*



Nationalbanken udsender den 2. bankdag i hver måned en pressemeddelelse bl.a. med detaljerede oplysninger om statsfinansernes udvikling i den forløbne måned. Af pressemeddelelsen fremgår også Nationalbankens samlede valutakøb. Ændringen i valutareserven svarer til Nationalbankens nettokøb af valuta plus statens udenlandske nettolåntagning.

# Det danske kontantforsyningssystem

v/Tom Wagener, Sekretariatet

## Indledning

Udgivelsen af sedler og mønter hører til Nationalbankens kerneopgaver. Eneretten til seddeludstedelsen fremgår af nationalbankloven, hvorimod det overordnede ansvar for møntvæsenet i henhold til møntloven ligger hos regeringen. Nationalbanken har siden 1975 varetaget de produktionsmæssige og administrative opgaver i forbindelse med møntudstedelsen.

Nationalbankens opgaver på seddel- og møntområdet kan i store træk kategoriseres i tre hovedgrupper: *Produktionsvirksomheden* omfatter den egentlige fabrikation af sedler og mønter, herunder pakkeri- og lagerfacilitet samt teknologiudvikling. *Grossistvirksomheden* omfatter sortering, kontrol og eventuel destruktion af indkomne sedler og mønter, emballering af recirkulerbare sedler samt tutning af mønt (pakning af mønt i ruller). *Distributørfunktionen* omfatter dels det overordnede ansvar for den infrastruktur, der skal bringe konanterne i omløb, dels en række praktiske forsyningsmæssige opgaver.

Nationalbanken påbegyndte i 1998 en større omlægning af kontantforsyningssystemet. Omlægningen indebærer i første omgang en række ændringer af Nationalbankens distributørfunktion, således at arbejdsdelingen mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne bliver mere hensigtsmæssig. Det nye system betyder også, at en række opgaver af grossisttypen flyttes fra Nationalbanken til pengeinstitutterne.

## Kontantforsyningen

Betalingsstrømmene i kontantforsyningssystemet styres af to overordnede drivkræfter. Den private sektors behov for konanter til transaktionsformål indebærer på den ene side, at pengeinstitutterne til stadighed må ligge inde med en passende kassebeholdning til honorering af kundernes efterspørgsel. På den anden side udgør kassebeholdningen fra pengeinstitutternes synspunkt en uforrentet del af aktivmassen, som løbende skal holdes på et minimum.

Efterspørgslen efter konanter varierer ganske betydeligt inden for måneden og over året og er forskellig fra pengeinstitut til pengeinstitut. Nogle pengeinstitutter er som følge af kundesammensætningen netto modtagere af konanter, mens andre netto afgiver konanter. Et rationelt kontantforsyningssystem skal tilrettelægges således, at pengeinstitutternes adgang til konanter til imødekommelse af efterspørgslen fra kunderne og til forrent-

ning af overskydende kassebeholdninger sker effektivt og sikkerhedsmæssigt forsvarligt.

Indtil slutningen af 1980'erne blev kontantforsyningen på Fyn og i Jylland varetaget af Nationalbankens filialer i provinsen. Distributionen øst for Storebælt og i Grønland foregik fra hovedsædet i København. Filialerne blev etableret på et tidspunkt, da Nationalbanken ud over egentlige centralbankopgaver også i et vist omfang drev bankmæssig virksomhed i traditionel forstand. Efterhånden som disse opgaver faldt bort, og Nationalbankens rolle som centralbank trådte stadig mere i forgrunden, var kontantforsyningen eneste tilbageværende forretningsområde for filialerne, og det blev urentabelt at opretholde driften af dem. På den baggrund blev det besluttet at nedlægge filialerne.

Ved siden af det officielle forsyningssystem har lokale udligninger af kontanter til alle tider fundet sted i stort omfang - både mellem tætliggende filialer inden for samme koncern og mellem konkurrerende pengeinstitutter. Lokale udvekslinger er en klar fordel for såvel aftagende som afgivende pengeinstitut. Der spares kostbar transporttid og dermed rentedage for begge parter, og samtidig er udveksling i lokalområdet en fleksibel løsning i situationer med akut opståede kontantbehov. Fra et logistikmæssigt synspunkt er det naturligvis også mest hensigtsmæssigt, at kontantforsyningsystemet indrettes sådan, at den almindelige udveksling af kontanter, dvs. omsætningen af sedler og mønter, der ikke er kassable, kan foregå lokalt frem for at skulle kanaliseres gennem få centrale kontantcentre. Det er ligeledes sikkerhedsmæssigt en fordel at undgå mange og lange transporter.

### *Kontantdepotsystemet ved udgangen af 1997*

I forbindelse med nedlæggelsen af Nationalbankens sidste filialer i 1989 blev der indledt forhandlinger med pengeinstitutternes organisationer med det sigte at etablere en ordning til udveksling af kontanter under de nye forhold. Det var Nationalbankens overordnede synspunkt, at kontantom-sætningen så vidt muligt skulle ske decentralt mellem pengeinstitutterne i de enkelte lokalområder med henblik på at reducere antallet af pengetransporter.

Pengeinstitutterne foreslog, at der etableredes et system baseret på decentrale kontantdepoter, der skulle varetage distributionen af kontanter i lokalområdet. Et kontantdepot kan betragtes som et autoriseret kontantlager, der skal opfange variationer i de lokale kontantbehov. Depoterne skulle drives af pengeinstitutterne, men i vid udstrækning finansieres af Nationalbanken. Da det var i Nationalbankens interesse, at tilrettelæggelsen af kontantforsyningen byggede på bred enighed, og da forslaget i øvrigt tilgo-

deså den overordnede målsætning om at decentralisere forsyningen af konstanter, blev det besluttet at meddele pengeinstitutternes organisationer, at Nationalbanken principielt kunne tilslutte sig ideen om et antal kontantdepoter. Den konkrete udformning af kontantdepotmodellen i pengeinstitutternes forslag var dog uacceptabel for Nationalbanken, hvorfor Nationalbanken udarbejdede en skitse til regler for oprettelse af kontantdepoter, der kom til at danne grundlag for forhandlingerne. Efter en prøveordning blev det første kontantdepot etableret i Hjørring den 1. januar 1990.

Den model, der i de følgende år blev implementeret på kontantforsyningsområdet, indebar, at Nationalbanken fortsat varetog seddeldistributionen på Sjælland fra hovedsædet i København, mens der blev etableret depoter hos pengeinstitutter vest for Storebælt samt på Lolland-Falster, Bornholm og i Grønland. Forsyningen af mønter skulle fortsat ske centralt fra Nationalbanken.

Depoterne skulle forpligte sig til at være åbne for ind- og udbetalinger af konstanter fra samtlige pengeinstitutter og posthuse i de enkelte lokalområder, og de skulle være leveringsdygtige i alle seddeltyper. For at lette seddelhåndteringen i depoterne blev det aftalt, at indlevering og udlevering af sedler til og fra kontantdepoterne skulle ske i standardenheder - såkaldte bankbundter og bankpakker, der kunne genudleveres uoptalte og usorterede. Kassable sedler skulle opsamles i depoterne og afhentes af eller sendes per post til Nationalbanken. Recirkulerbare sedler skulle uden omkostninger for depoterne kunne afsendes til og rekvireres fra Nationalbanken. Nationalbanken forpligtede sig endvidere til at modtage og afsende konstanter per post fra og til de pengeinstitutter i provinsen, som på grund af manglende transportfaciliteter ikke var i stand til at benytte depotsystemet.

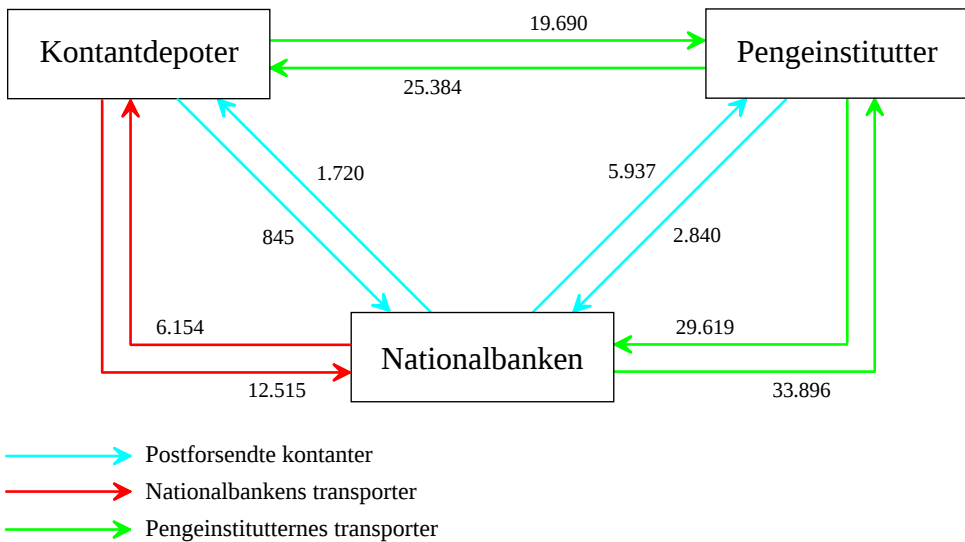
Af administrative og juridiske årsager blev det besluttet, at kontantbeholdningen i hvert depot i regnskabsmæssig forstand skulle tilhøre det pengeinstitut, som varetog depotfunktionen. Depotbeholdningen skulle finansieres ved, at Nationalbanken ydede depotstedet et rentefrit usikret lån svarende til depotets størrelse.<sup>1)</sup> Størrelsen af det enkelte depot blev fastsat efter aftale mellem Nationalbanken og depotet. Forsikringssummen skulle udgøre den øvre grænse for, hvor stort depotet kunne være.

Nationalbanken lider som udgangspunkt intet rentetab ved, at kontantforsyningen varetages gennem et net af kontantdepoter frem for via filialer af Nationalbanken. Depoternes kontantbeholdninger ejes af pengeinstitutterne og indgår derfor regnskabsmæssigt i seddelomløbet, men i økonomisk forstand er konstanterne i depoterne lige så lidt (eller meget) til rådig-

---

<sup>1)</sup> Det rentefri lån holdes uden for opgørelsen af pengeinstitutternes gælds- og garantiforpligtelser efter bank- og sparekasseloven.

Figur *Betalingsstrømme i det danske kontantforsyningssystem 1997*  
(mia.kr.)



hed for pengeinstitutterne, som kontanterne i Nationalbankens filialer tidligere var det. Først i det øjeblik kontanter hæves i et depot, skal pengeinstitutterne betale for sedlerne. Reelt kan Nationalbanken kun siges at have mistet renteindtægter ved overgangen til depotsystemet i det omfang, omlægningen har medført en reduktion i pengeinstitutternes kassebeholdninger. Det kan ikke udelukkes, at depotsystemets mere finmaskede geografiske udbredelse kan have fået pengeinstitutterne til at reducere deres gennemsnitlige kontantbeholdninger, men effekten herfra er næppe betydelig og under alle omstændigheder vanskelig at opgøre.

Kontantdepotsystemet er hidtil blevet finansieret dels af brugerne, dels af Nationalbanken. Brugere har betalt et fast gebyr ved alle ind- og udbetalinger. Ud over gebyret fra brugerne har Nationalbanken ydet hvert depot et årligt tilskud i forhold til depotets aftalte maksimumbeløb.

Ved udgangen af 1997 var der etableret 18 kontantdepoter rundt om i landet. Betalingsstrømmene i kontantdepotsystemet i 1997 fremgår af figuren.

#### *Ændringer på kontantforsyningsområdet*

Fra marts 1998 er der påbegyndt en række ændringer af kontantforsyningssystemet. Ændringerne er afledt dels af principielle overvejelser omkring opgavefordelingen mellem Nationalbanken og de private pengeinstitutter på kontantområdet, dels af hensynet til løbende at sikre en effektiv

og hensigtsmæssig tilrettelæggelse af kontantforsyningen samt at begrænse omfanget af kontanttransporter.

Nationalbankens monopol på udstedelsen af sedler og mønter indebærer, at Nationalbanken har pligt til at forsyne systemet med nye sedler og mønter og til at modtage og kassere slidte sedler og mønter. Det følger ikke automatisk heraf, at ydelserne skal finansieres fuldt ud af Nationalbanken, men da ydelserne er så snævert knyttet til udstederfunktionen, er det besluttet ikke at kræve sig betalt for disse basisydelser. Udstederfunktionen indebærer imidlertid ikke, at Nationalbanken nødvendigvis skal have en central funktion i forhold til sortering og omsætningen af recirkulerbare sedler og mønter. Tværtimod må det konstateres, at den tidligere opgavefordeling på en række områder ikke har været befordrende for hensynet til en rationel og effektiv tilrettelæggelse af kontantforsyningen: Nationalbankens gratis sortering af recirkulerbare sedler og tutning af mønt har været en medvirkende årsag til uforholdsmæssigt mange transporter mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne - specielt i hovedstadsområdet - med de omkostninger og sikkerhedsmæssige risici, det indebærer. Endvidere har pengeinstitutternes mulighed for at sende og modtage kontanter per post til og fra Nationalbanken medvirket til at underminere målsætningen om at fremme lokale udvekslinger. Endelig er kontantstrømmene inden for de senere år blevet ændret betydeligt af opsamlingsordninger, hvor private detaillkæder af sikkerhedshensyn indgår aftaler med transportfirmaer om opsamling af kontanter, der efterfølgende bringes til regionale opsamlingscentre. Der er ikke etableret et retursystem, som bringer disse kontanter tilbage til lokalområderne. Denne opgave er derfor hidtil blevet løst af Nationalbanken.

Den model, der nu gennemføres på kontantforsyningsområdet, indebærer, at Nationalbanken over en kortere periode trækker sig ud af omsætningen af recirkulerbare sedler og i et vist omfang af omsætningen af mønt. I takt med, at en større del af kontantomsetningen varetages af pengeinstitutterne, udfases Nationalbankens sortering og recirkulering af genanvendelige kontanter. Sortering og kvalitetskontrol af sedler foregår allerede i stor udstrækning i pengeinstitutterne. Erfaringerne fra andre lande viser, at kvaliteten af seddelomløbet ikke forringes ved at lade pengeinstitutterne varetage denne opgave. Pengeinstitutterne har en egen interesse i at opretholde en høj kvalitet af seddelomløbet, bl.a. af hensyn til brugen af sedler i kontantautomaterne. Nationalbanken vil dog forsat opretholde en mere indirekte kvalitetskontrol ved løbende at vurdere kvaliteten af indkomne sedler til kassation og ved lejlighedsvis stikprøver i depoterne.

Omlægningen gennemføres i praksis ved, at Nationalbankens direkte seddelomsætning med pengeinstitutterne ophører og i stedet kanaliseres

over i depotsystemet. Efter omlægningerne vil Nationalbanken udelukke de servicere depoterne med nye sedler og aftage kassable sedler. Depoterne vil fremover få mulighed for også at distribuere mønt, men har ingen forpligtelse hertil. For at skabe incitament til, at møntomsætningen med tiden flyttes over i depotsystemet, indføres et gebyr på tullet mønt, der er ens i depoterne og i Nationalbanken.

For at fremme omsætningen af sedler i lokalområderne får kontantdepoterne mulighed for at afsende og modtage sedler per post til og fra pengeinstitutterne. Muligheden for udligning af kontanter mellem depoterne planlægges forbedret ved på lidt længere sigt at etablere et elektronisk registreringssystem, hvorigennem depoterne kan melde om overskuds- eller underskudskasse.

Til varetagelsen af kontantforsyningen på Sjælland etableres et antal depoter, hvoraf de fire første blev sat i drift i det storkøbenhavnske område i marts i år. Der vil på et senere tidspunkt blive etableret yderligere depoter i andre områder af landet. Det er forventningen, at det samlede antal depoter i en fuldt udbygget ordning maksimalt vil udgøre 30.

Ordningen indebærer også en omlægning af finansieringen af kontantdepotsystemet. Nationalbankens årlige tilskud til depoterne, der oprindeligt primært var tænkt som et etableringstilskud, bortfalder. Fremover finansieres systemet udelukkende ved opkrævning af gebyrer for ind- og udbetalinger. Gebyrerne baseres på fuld omkostningsdækning og er ens over hele landet.

Endelig vil Nationalbanken i den nye ordning kræve sikkerhed for de rentefri lån, der modsvares af depotbeholdningerne.

### *Afslutning*

Omlægningerne af kontantforsyningssystemet er på linje med udviklingen i en række andre centralbanker. Den svenske centralbank, Riksbanken, har netop besluttet at gennemføre ændringer på kontantforsyningsområdet, som i princippet svarer til den danske model. I Storbritannien, Canada og Irland findes tilsvarende ordninger allerede. Overdragelsen af ansvaret for cirkulationen af brugbare sedler til pengeinstitutterne samt indførelsen af gebyrer har allerede ført til en mere hensigtsmæssig og rationel tilrettelæggelse af kontanttransporterne.

# Valutaindlændinges beholdning af udenlandske obligationer og aktier

v/ Lill Thanning Hansen, Statistisk Kontor

## Indledning

I de sidste 30 år er kapitalbevægelser på tværs af landegrænser steget markant. Internationale kapitalbevægelser er muliggjort af den teknologiske udvikling og en omfattende afvikling af valutarestriktioner.<sup>1)</sup> Stigningen skal ses i lyset af øget international handel med varer og tjenester, lavere omkostninger ved internationale finansielle transaktioner og diversifikationsgevinster ved at sprede investeringer på forskellige aktiver og lande.

I 1980'erne og især i 1990'erne har udlandet vist stor interesse for at købe danske kroneobligationer, ligesom udlændinges nettokøb af danske aktier er steget de senere år. Denne kapitalimport sammen med overskud på betalingsbalancens løbende poster siden 1990 har givet en stor tilgang af valuta til Danmark. Derfor er valutareserven øget, og Nationalbanken har købt udenlandske obligationer. Desuden er danske virksomheders og husholdningers nettokøb af udenlandske værdipapirer steget markant de senere år. Udviklingen fremgår af figur 1, som viser indlændinges beholdning af udenlandske obligationer og porteføljeaktier siden 1991.<sup>2)</sup> I det følgende afsnit beskrives denne udvikling samt fordelingen på de overordnede sektorer i økonomien: Nationalbanken, pengeinstitutter, den øvrige private sektor og den offentlige sektor.

Mens obligationer udgjorde langt størstedelen af danske virksomheders og husholdningers beholdning af udenlandske værdipapirer ved udgangen af 1991, var aktiebeholdningen seks år senere større end obligationsbeholdningen, jf. figur 1. Institutionelle investorer er de dominerende ejere af

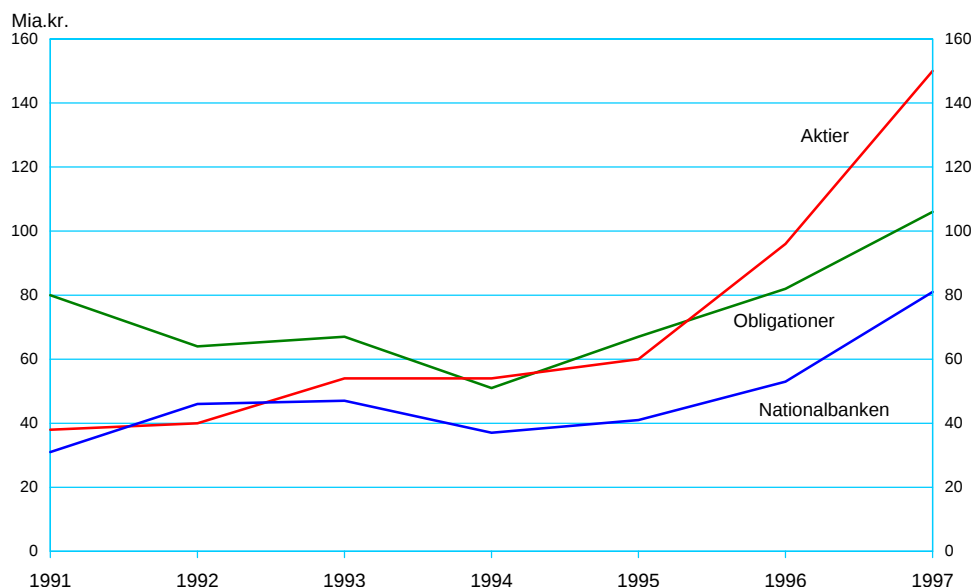
<sup>1)</sup> I 1978 fik danske virksomheder og privatpersoner adgang til at købe børsnoterede obligationer udstedt af internationale organisationer, som Danmark var medlem af, og i 1983 blev området givet helt frit. I 1973 fik udlændinge fri adgang til at købe danske børsnoterede obligationer, men i 1979 blev der indført forbud mod salg af danske statsobligationer til udlandet. Forbuddet blev ophævet igen i 1983. Året efter fik danske virksomheder og privatpersoner adgang til at købe udenlandske børsnoterede aktier. I 1988 blev de resterende valutarestriktioner afskaffet.

<sup>2)</sup> Betegnelsen indlændinge eller danskere anvendes synonymt med den mere præcise betegnelse valutaindlændinge, som omfatter personer, institutioner og virksomheder fast bosiddende i Danmark.

Obligationer giver indehaveren ret til at modtage en fast indtægt eller en i kontrakten fastlagt variabel indtægt. Obligationer omfatter pengemarkedspapirer men ikke finansielle derivater. Porteføljeaktier defineres som ejerskabsbeviser i selskaber, hvor investor besidder mindre end 10 pct. af egenkapitalen eller stemmerettighederne i selskabet.

Ved udenlandske værdipapirer forstås papirer udstedt i kroner og udenlandsk valuta af valutaudlændinge eller af internationale organisationer.

Figur 1      *Valutaindlændinges beholdning af udenlandske obligationer og porteføljeaktier, ultimo*



udenlandske aktier, og deres investeringsadfærd og værdipapirbeholdninger belyses under punktet institutionelle investorer's beholdninger.<sup>1)</sup> Slutte-  
lig omtales valutaindlændinges beholdning af udenlandske langfristede obligationer og aktier fordelt på udsteders hjemland ved udgangen af 1997.

### *Udviklingen 1991-1997*

Valutaindlændinges beholdning af udenlandske værdipapirer opgøres af Danmarks Nationalbank i forbindelse med de årlige udlandsgældsopgørelser, jf. boks 1. Beholdningen opgøres til markedsværdi ved årets udgang. Markedsværdien af beholdningen af udenlandske obligationer og porteføljeaktier var 149 mia.kr. ved udgangen af 1991, men var steget til 337 mia.kr. ved udgangen af 1997. Stigningen skyldes dels værdipapirkøb, dels kursgevinster.

### *Obligationer*

Indtil 1995 var der ikke nogen entydig trend i udviklingen i indlændingens beholdning af udenlandske obligationer, jf. tabel 1. I 1992 tilbagesolgte den private sektor udenlandske obligationer, men til gengæld steg valutare-

<sup>1)</sup> Institutionelle investorer omfatter private og offentlige forsikringsselskaber og pensionskasser samt investeringsforeninger.

## Boks 1

*Årlige udlandsgældsopgørelser*

Tallene vedrørende valutaindlændinges beholdning af udenlandske værdipapirer ultimo 1991-1997 stammer fra Nationalbankens årlige udlandsgældsopgørelser. Disse opgørelser baseres på forskelligt statistisk materiale. Nationalbankens og pengeinstitutternes beholdninger af udenlandske obligationer og porteføljeaktier fremgår af Nationalbankens statistikker på dette område. Vedrørende opgørelsen ultimo 1991, 1994 og 1996 har Nationalbanken foretaget spørgeskemaundersøgelser af private virksomheders, amter og kommuners samt sociale kasser og fondes mellemværender med udlandet, herunder beholdninger af udenlandske værdipapirer. Vedrørende 1992, 1993, 1995 og 1997 er disse virksomheders og institutioners beholdninger beregnet ud fra de foregående årstal tillagt registrerede nettokøb i betalingsstatistikken og reguleret for årets værdiændringer. Opgørelserne er beskrevet i Kvartalsoversigten, maj 1994 og august 1996 samt Særlige Opgørelser nr. 1, juni 1998.

servern, brutto. Et internationalt rentefald havde en gunstig effekt på børskurserne i 1993, mens det modsatte skete i 1994, hvor der også fandt et betydeligt tilbagesalg sted.

Siden slutningen af 1994 har de lange obligationsrenter atter været faldende, og rentespændet over for Tyskland er reduceret i de fleste europæiske lande herunder Danmark. Dette har givet kursstigninger og været medvirkende årsag til, at den private sektors beholdning af udenlandske obligationer er steget. Også valutareserven er steget, og en stor del er placeret i udenlandske obligationer. Således er markedsværdien af den samlede beholdning af udenlandske obligationer fordoblet siden udgangen af 1994.

Ved udgangen af 1991 ejede den private ikke-banksektor og den offentlige sektor for 50 mia.kr. udenlandske obligationer. Ved udgangen af 1992 var beholdningen faldet til 33 mia.kr. primært som følge af, at en række spekulative forretninger baseret på lån i lavrentelande og placering i højrentelande blev afviklet. Afviklingen skal ses i lyset af, at skattelovgivningen blev ændret, således at skattefriheden for privatpersoners kursgevinster opnået på papirer købt for lånte midler bortfaldt. Samtidig dæmpede valutauroen i 1992 forventningerne om, at Sverige og flere sydeuropæiske lande inden for kort tid ville opleve en indsnævring i rentespændet over for Tyskland, og danske virksomheder og husholdninger tilbagesolgte obligationer udstedt i disse lande. Siden udgangen af 1993 har

Tabel 1 *Valutaindlændinges beholdninger og nettokøb af samt kursgevinster/tab på udenlandske obligationer*

|                                         | Primo   | Nettokøb | Værdi-<br>regulering | Ultimo |
|-----------------------------------------|---------|----------|----------------------|--------|
|                                         | Mia.kr. |          |                      |        |
| <b>Nationalbanken</b>                   |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 31      | 14       | 1                    | 46     |
| 1993 .....                              | 46      | - 2      | 3                    | 47     |
| 1994 .....                              | 47      | - 6      | - 4                  | 37     |
| 1995 .....                              | 37      | 2        | 2                    | 41     |
| 1996 .....                              | 41      | 13       | - 1                  | 53     |
| 1997 .....                              | 53      | 28       | 0                    | 81     |
| <b>Pengeinstitutter</b>                 |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 30      | 0        | 1                    | 31     |
| 1993 .....                              | 31      | 1        | 2                    | 34     |
| 1994 .....                              | 34      | - 15     | - 1                  | 18     |
| 1995 .....                              | 18      | 13       | 1                    | 32     |
| 1996 .....                              | 32      | 3        | 3                    | 38     |
| 1997 .....                              | 38      | 13       | 0                    | 51     |
| <b>Øvrig privat og offentlig sektor</b> |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 50      | - 12     | - 5                  | 33     |
| 1993 .....                              | 33      | - 2      | 3                    | 34     |
| 1994 .....                              | 34      | 1        | - 2                  | 33     |
| 1995 .....                              | 33      | 2        | 0                    | 35     |
| 1996 .....                              | 35      | 4        | 5                    | 44     |
| 1997 .....                              | 44      | 7        | 5                    | 56     |
| <b>I alt</b>                            |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 111     | 2        | - 3                  | 110    |
| 1993 .....                              | 110     | - 3      | 7                    | 114    |
| 1994 .....                              | 114     | - 20     | - 7                  | 88     |
| 1995 .....                              | 88      | 17       | 3                    | 108    |
| 1996 .....                              | 108     | 20       | 7                    | 135    |
| 1997 .....                              | 135     | 47       | 5                    | 187    |

Anm.: Pengeinstitutternes nettokøb og værdiregulering af beholdninger er beregnet ud fra de månedlige indberetninger til Nationalbanken.

Den øvrige private sektors og den offentlige sektors nettokøb er opgjort ud fra registreringer i betalingsstatistikken, mens værdireguleringer er beregnede.

Den offentlige sektors beholdning ejes udelukkende af ATP.

Værdiregulering af pengeinstitutternes og Nationalbankens beholdninger omfatter kun børskursregulering.

ikke-finansielle virksomheder og husholdninger atter købt udenlandske obligationer.

Pengeinstitutternes beholdning af udenlandske obligationer som andel af deres samlede aktiver har udvist en svagt stigende tendens over årene, og udgjorde 4 pct. ved udgangen af 1997. Pengeinstitutternes beholdning af udenlandske obligationer svarer stort set til deres udestående obligationer, som ejes af valutaudlændinge.

Tabel 2 *Valutaindlændinges beholdninger og nettokøb af samt kursgevinster/tab på udenlandske porteføljeaktier*

|                                         | Primo   | Nettokøb | Værdi-<br>regulering | Ultimo |
|-----------------------------------------|---------|----------|----------------------|--------|
|                                         | Mia.kr. |          |                      |        |
| <b>Nationalbanken</b>                   |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 0       | 0        | 0                    | 0      |
| 1993 .....                              | 0       | 0        | 0                    | 0      |
| 1994 .....                              | 0       | 0        | 0                    | 0      |
| 1995 .....                              | 0       | 0        | 0                    | 0      |
| 1996 .....                              | 0       | 0        | 0                    | 0      |
| 1997 .....                              | 0       | 0        | 0                    | 0      |
| <b>Pengeinstitutter</b>                 |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 4       | - 1      | 0                    | 3      |
| 1993 .....                              | 3       | 1        | 1                    | 5      |
| 1994 .....                              | 5       | 0        | 0                    | 5      |
| 1995 .....                              | 5       | - 1      | 1                    | 5      |
| 1996 .....                              | 5       | 2        | 1                    | 8      |
| 1997 .....                              | 8       | 2        | 2                    | 12     |
| <b>Øvrig privat og offentlig sektor</b> |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 34      | 4        | - 1                  | 37     |
| 1993 .....                              | 37      | 2        | 10                   | 49     |
| 1994 .....                              | 49      | 7        | - 7                  | 49     |
| 1995 .....                              | 49      | 4        | 2                    | 55     |
| 1996 .....                              | 55      | 9        | 24                   | 88     |
| 1997 .....                              | 88      | 20       | 31                   | 139    |
| <b>I alt</b>                            |         |          |                      |        |
| 1992 .....                              | 38      | 3        | - 1                  | 40     |
| 1993 .....                              | 40      | 3        | 11                   | 54     |
| 1994 .....                              | 54      | 7        | - 7                  | 54     |
| 1995 .....                              | 54      | 3        | 3                    | 60     |
| 1996 .....                              | 60      | 11       | 25                   | 96     |
| 1997 .....                              | 96      | 21       | 33                   | 150    |

Anm.: Pengeinstitutternes nettokøb og værdiregulering af beholdninger er beregnet ud fra de månedlige indberetninger til Nationalbanken.

Den øvrige private sektors og den offentlige sektors nettokøb er opgjort ud fra registreringer i betalingsstatistikken, mens værdireguleringer er beregnede.

Den offentlige sektors beholdning ejes udelukkende af ATP.

Værdiregulering af pengeinstitutternes beholdning omfatter kun børskursregulering.

### *Porteføljeaktier*

Valutaindlændinges beholdning af udenlandske porteføljeaktier har udvist en stigende tendens over årene, jf. tabel 2. Fra 1991 til 1995 steg beholdningen med 22 mia.kr., primært som følge af aktiekøb. I 1996 og 1997 har udviklingen for alvor taget fart, idet indlændinges beholdning af udenlandske aktier steg med 90 mia.kr. Stigningen skyldes aktiekøb og betydelige kursstigninger på aktiemarkederne. Således købte indlændinge for 32

mia.kr. udenlandske aktier, mens værdien af beholdningen steg med 58 mia.kr. som følge af kursgevinster.

Ved udgangen af 1997 var værdien af indlændinges beholdning af udenlandske porteføljeaktier fire gange så stor som ved udgangen af 1991. Mere end halvdelen af stigningen skyldes de sidste to års kursgevinster.

Langt hovedparten af de udenlandske aktier ejes af institutionelle investorer. Valutareserven placeres ikke i aktier, og ikke-finansielle virksomheder og husholdninger ejer kun ca. 13 pct. af indlændinges samlede beholdning.

For pengeinstitutter spiller forhold som likviditet og sikkerhed en afgørende rolle. Således udgjorde udenlandske porteføljeaktier kun 1 pct. af pengeinstitutternes samlede aktiver ved udgangen af 1997, hvoraf 68 pct. var erhvervet i forbindelse med puljepensionsordninger.<sup>1)</sup> Pengeinstitutterne har ejendomsretten til papirerne, men afkastet efter administration tilfalder pensionsopsparerne.

### *Institutionelle investorers beholdninger*

Et markant træk ved udviklingen på de internationale kapitalmarkeder er institutionelle investorers voksende betydning. I 1990'erne har husholdninger investeret en stor del af deres opsparing i værdipapirer gennem investeringsbeviser samt forsikrings- og pensionsordninger. Således er institutionelle investorers aktiver steget gennemsnitligt 11 pct. i OECD-området fra 1990 til 1995.<sup>2)</sup> I Danmark er institutionelle investorer de dominerende ejere af udenlandske porteføljeaktier.

For institutionelle investorer er finansielle placeringer en hovedaktivitet, hvis sigte er at få størst mulig afkast inden for nogle sikkerhedsmæssigt klare rammer. Pengemarkedspapirer og korte obligationer er aktiver med begrænset risiko, mens aktier har højere risiko. Det skyldes, at aktier har større udsving i markedskurserne og højere kreditrisiko end obligationer. Til gengæld har aktier på langt sigt i gennemsnit givet et større afkast end obligationer. Hertil kommer, at aktier i højere grad bevarer realværdien, selv om det generelle prisniveau ændrer sig. Aktieinvesteringer henvender sig således typisk til institutionelle investorer, der har en forholdsvis lang investeringshorisont, som mindsker betydningen af de helt korte udsving i markedsværdierne.

Der knytter sig en ekstra dimension til investering i værdipapirer i fremmed valuta, nemlig valutakursrisikoen. Selv om det er svært at kvantificere

<sup>1)</sup> I modsætning til aktiebeholdningen var kun 1 pct. af pengeinstitutternes beholdning af udenlandske obligationer erhvervet i forbindelse med puljepensionsordninger ultimo 1997.

<sup>2)</sup> OECD, "Institutional Investors", *Statistical Yearbook*, 1997.

valutakursrisikoen, er det en almindelig opfattelse, at den er mindre på aktier end på obligationer. Det skyldes, at virksomheder i et land, der oplever en depreciering af sin valuta, har tendens til at blive mere konkurrencedygtige, således at aktiekurserne stiger.

Den mest åbenlyse fordel ved at investere i udenlandske værdipapirer er diversifikationseffekten. Ved kun at investere i danske værdipapirer vil investor være meget følsom over for begivenheder, der udelukkende påvirker Danmark. Hvis investor derimod spreder sine investeringer over en række lande, kan den specifikke landerisiko diversificeres væk. Også muligheden for risikospredning på brancher og selskaber forbedres ved at investere i udenlandske aktier, idet det danske aktiemarked er begrænset. De store formuer, der forvaltes af institutionelle investorer, gør, at de kan opnå betydelige diversifikationsgevinster ved at købe udenlandske aktier.

Realrenteafgiften, som blev indført med virkning fra 1984, tilskynder umiddelbart forsikringsselskaber og pensionskasser til at købe aktier, idet afkastet af aktier er afgiftsfrit, mens såvel renter som kursgevinster på nominelle obligationer medtages i den skattemæssige opgørelse.<sup>1)</sup> Lovmæssige begrænsninger på aktiebeholdningerne trækker i modsat retning. I 1997 måtte maksimalt 35 pct. af ATPs og LDs bogførte formue placeres i aktier eller andre "ikke-guldrandede" aktiver (fx de fleste erhvervsobligationer), mens aktieloftet var 40 pct. for forsikringsselskaber og pensionskasser.

Med pinsepakkens vedtagelse den 26. juni 1998 vil realrenteafgiften blive fjernet og erstattet med en fast kapitalafkastskat på 26 pct. i år 2000. Skattebasen vil stadig ikke omfatte afkast af aktier og indeksobligationer. Til gengæld er der med øjeblikkelig virkning blevet indført en skat på 5 pct. af aktieafkastet. Samtidig er aktieloftet blevet harmoniseret til 50 pct. for ATP, LD, forsikringsselskaber og pensionskasser.

### *ATP og LD*

Mens de fleste lønmodtagere samt en række grupper, som modtager overførselsindkomster, løbende bidrager til ATP, stammer LDs formue fra indefrysning af dyrtidsportioner i årene 1977-1979. ATPs og LDs samlede formue er vokset med 72 pct. siden udgangen af 1991, jf. tabel 3.

I 1994 blev ATPs og LDs aktieloft hævet fra 25 til 35 pct. af deres bogførte formuer. Fondenes aktieandele er forøget de senere år, og lå tæt på 35 pct.-grænsen ved udgangen af 1997. Det er især beholdningen af udenlandske aktier, der er steget, men fra et lavt niveau. Opgjort til markedsværdi

<sup>1)</sup> Aktieafkastet beskattes dog indirekte via selskabsskatten.

Tabel 3 *ATP's og LD's beholdning af obligationer og porteføljeaktier*

| Ultimo     | Obligationer |                             |             |                             | Porteføljeaktier |                             |             |                             | Aktiver<br>i alt |
|------------|--------------|-----------------------------|-------------|-----------------------------|------------------|-----------------------------|-------------|-----------------------------|------------------|
|            | I alt        |                             | Udenlandske |                             | I alt            |                             | Udenlandske |                             |                  |
|            | Mia.kr.      | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.     | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.          | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.     | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.          |
| 1991 ..... | 103          | 71                          | 1           | 1                           | 32               | 22                          | 1           | 1                           | 145              |
| 1994 ..... | 115          | 69                          | 3           | 2                           | 42               | 25                          | 5           | 3                           | 166              |
| 1996 ..... | 137          | 64                          | 4           | 2                           | 68               | 32                          | 14          | 7                           | 215              |
| 1997 ..... | 144          | 58                          | 4           | 2                           | 93               | 37                          | 21          | 8                           | 249              |

Anm.: Tal fra Nationalbankens spørgeskemaundersøgelser ultimo 1991, 1994 og 1996 og porteføljeundersøgelse ultimo 1997 vedrørende udenlandske obligationer og aktier. Opgørelser fra Finanstilsynet vedrørende obligationer, aktier og aktiver i alt.

var 8 pct. af de samlede aktiver investeret i udenlandske aktier ved udgangen af 1997.

Beholdningen af danske obligationer som andel af samlede aktiver er faldet markant over årene, men udgør fortsat over 50 pct. af de samlede aktiver. Udenlandske obligationer udgør en meget lille del af ATPs og LDs samlede aktiver.

### *Forsikringsselskaber og pensionskasser*

Forsikringsselskaber og pensionskasser inkluderer livsforsikringsselskaber, skadesforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser og firmapensionskasser.<sup>1)</sup> Der er tendens til, at de samlede præmieindbetalinger til livs- og pensionsforsikringsselskaberne udgør en stigende andel af BNP. Forsikringsselskabers og pensionskassers samlede aktiver er steget med 65 pct. siden udgangen af 1991, mens BNP er vokset med 31 pct.

Beholdningen af udenlandske aktier er næsten femdoblet siden udgangen af 1991, jf. tabel 4. Stigningen skyldes ikke mindst de store børskursstigninger i 1996 og 1997. Også som andel af samlede aktiver er udenlandske aktier steget, mens beholdningen af danske aktier er uændret.

Obligationsbeholdningen som andel af samlede aktiver er stort set uændret over årene. Danske obligationer er den største aktivtype, mens udenlandske obligationer er den mindste. Forsikringsselskabers og pensionskassers beholdninger af udenlandske værdipapirer reguleres af det såkaldte kongruensprincip, der bestemmer, at der skal være overensstemmelse mellem aktiver og passiver i samme valuta. Det er medvirkende årsag til, at

<sup>1)</sup> Tværgående pensionskasser omfatter medlemmer med samme uddannelse eller med ansættelse inden for samme branche, mens firmapensionskasser omfatter personer ansat i samme virksomhed.

Tabel 4 *Forsikringsselskabers og pensionskassers beholdning af obligationer og porteføljeaktier*

| Ultimo     | Obligationer |                             |             |                             | Porteføljeaktier |                             |             |                             | Aktiver<br>i alt |
|------------|--------------|-----------------------------|-------------|-----------------------------|------------------|-----------------------------|-------------|-----------------------------|------------------|
|            | I alt        |                             | Udenlandske |                             | I alt            |                             | Udenlandske |                             |                  |
|            | Mia.kr.      | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.     | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.          | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.     | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.          |
| 1991 ..... | 322          | 63                          | 8           | 2                           | 61               | 12                          | 15          | 3                           | 508              |
| 1994 ..... | 366          | 62                          | 13          | 2                           | 87               | 15                          | 25          | 4                           | 589              |
| 1996 ..... | 462          | 62                          | 13          | 2                           | 122              | 16                          | 44          | 6                           | 740              |
| 1997 ..... | ...          | ...                         | 14          | 2                           | ...              | ...                         | 68          | 8                           | 838              |

Anm.: Tal fra Nationalbankens spørgeskemaundersøgelser ultimo 1991, 1994 og 1996 og porteføljeundersøgelse ultimo 1997 vedrørende udenlandske obligationer og aktier. Opgørelser fra Finanstilsynet vedrørende obligationer, aktier og aktiver i alt. Skadeforsikringsselskabers aktiver er opgjort til nominel værdi. Ultimo 1997 er firmapensionskassers aktiver estimeret på basis af den gennemsnitlige stigning i de øvrige selskabers og kassers aktiver fra 1996 til 1997.

forsikringsselskaber og pensionskasser stadig holder langt den største del af porteføljen i danske værdipapirer udstedt i kroner.

### *Investeringsforeninger*

Investeringsforeninger er i de senere år blevet en vigtig del af det danske marked for opsparing og investering. Siden udgangen af 1991 er investeringsforeningernes aktiver firedoblet. Dette skyldes dels kursstigninger på værdipapirer, dels at det lave renteniveau har tilskyndet opsparere til at søge alternativer til indskud i fx pengeinstitutter.

Tabel 5 *Investeringsforeningers beholdning af obligationer og porteføljeaktier*

| Ultimo     | Obligationer |                             |             |                             | Porteføljeaktier |                             |             |                             | Aktiver<br>i alt |
|------------|--------------|-----------------------------|-------------|-----------------------------|------------------|-----------------------------|-------------|-----------------------------|------------------|
|            | I alt        |                             | Udenlandske |                             | I alt            |                             | Udenlandske |                             |                  |
|            | Mia.kr.      | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.     | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.          | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.     | Pct. af<br>aktiver<br>i alt | Mia.kr.          |
| 1991 ..... | 6            | 26                          | 2           | 9                           | 14               | 61                          | 11          | 48                          | 23               |
| 1994 ..... | 12           | 35                          | 7           | 21                          | 18               | 53                          | 14          | 41                          | 34               |
| 1996 ..... | 27           | 48                          | 6           | 11                          | 25               | 45                          | 19          | 34                          | 56               |
| 1997 ..... | 44           | 49                          | 6           | 7                           | 40               | 45                          | 28          | 31                          | 89               |

Anm.: Tal fra Nationalbankens spørgeskemaundersøgelser ultimo 1991, 1994 og 1996 og porteføljeundersøgelse ultimo 1997 vedrørende udenlandske obligationer og aktier. Opgørelser fra Finanstilsynet vedrørende obligationer, aktier og aktiver i alt.

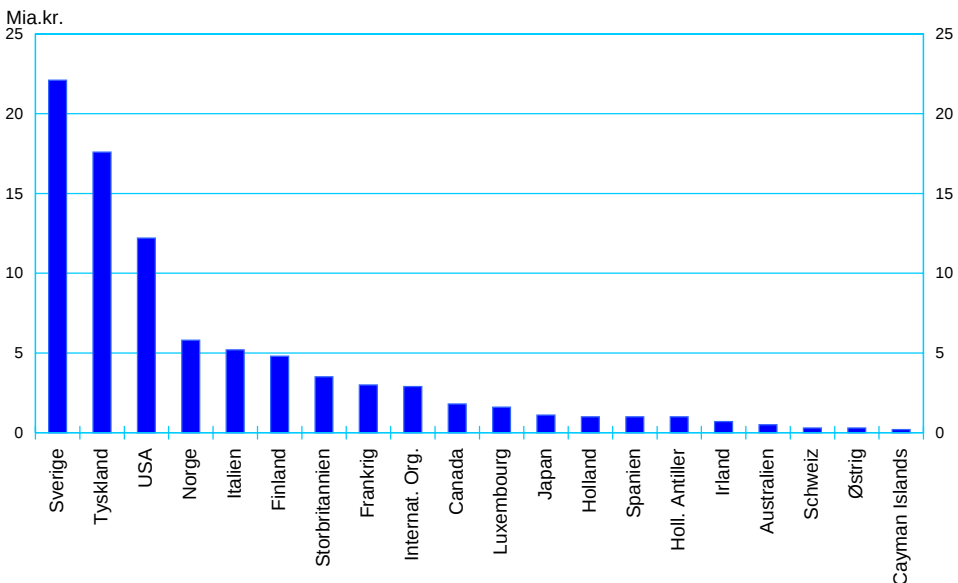
Modsat forsikringselskaber og pensionskasser er det beholdningen af danske obligationer, der især er steget. Beholdningen af udenlandske aktier som andel af samlede aktiver er derimod faldet, men fra et meget højt niveau, jf. tabel 5.

Der kan peges på flere årsager til den stigende beholdning af danske obligationer. En stor del af tilgangen til investeringsforeninger kommer i dag fra privatpersoner med en forholdsvis kort investeringshorisont, som alene har haft obligationer eller slet ikke har nogen investeringserfaring. Endvidere er udbredelsen af afdelinger i indeksobligationer steget de sidste par år. Indeksobligationer købes primært til pensionsdepoter, idet indeksobligationer ligesom aktier er fritaget for realrenteafgiften.

### *Landefordeling*

Nationalbanken har foretaget en undersøgelse af valutaindlændinges beholdning af udenlandske langfristede obligationer og porteføljeaktier fordelt efter udsteders hjemland ved udgangen af 1997, jf. boks 2. Ved langfristede obligationer forstås gældsbeviser med en oprindelig løbetid på over et år, hvorfor undersøgelsesresultatet ikke er sammenligneligt med indlændinges beholdning af udenlandske obligationer i de årlige udlands-gældsopgørelser. Dele af undersøgelsesresultatet fremgår af figur 2 og 3.

Figur 2 *Valutaindlændinges, ekskl. Nationalbankens, beholdning af udenlandske langfristede obligationer fordelt på de 20 største udstederlande, ultimo 1997*



## Boks 2

*Porteføljeundersøgelse*

Som led i en undersøgelse tilrettelagt og koordineret af IMF har Nationalbanken foretaget en undersøgelse af valutaindlændinges beholdning af udenlandske langfristede obligationer og porteføljeaktier fordelt efter udsteders hjemland ved udgangen af 1997.

Nationalbanken, 104 pengeinstitutter og 113 investorer deltog i undersøgelsen. Udvælgelsen af deltagere blev foretaget på basis af spørgeskemaundersøgelsen vedrørende indlændinges mellemværender med udlandet ultimo 1996, nettokøb af udenlandske værdipapirer registreret i betalingsstatistikken og oplysninger fra Finanstilsynet.

De 104 pengeinstitutter omfatter alle gruppe 1, 2 og 3 pengeinstitutter samt gruppe 4 pengeinstitutter, som er valutahandlere. Idet pengeinstitutterne opgør såvel egenbeholdninger som danske kunders beholdninger af udenlandske værdipapirer, er undersøgelsens dækningsgrad tæt på 100 pct., hvad angår den del af indlændinges beholdninger, som er deponeret i pengeinstitutter i Danmark.

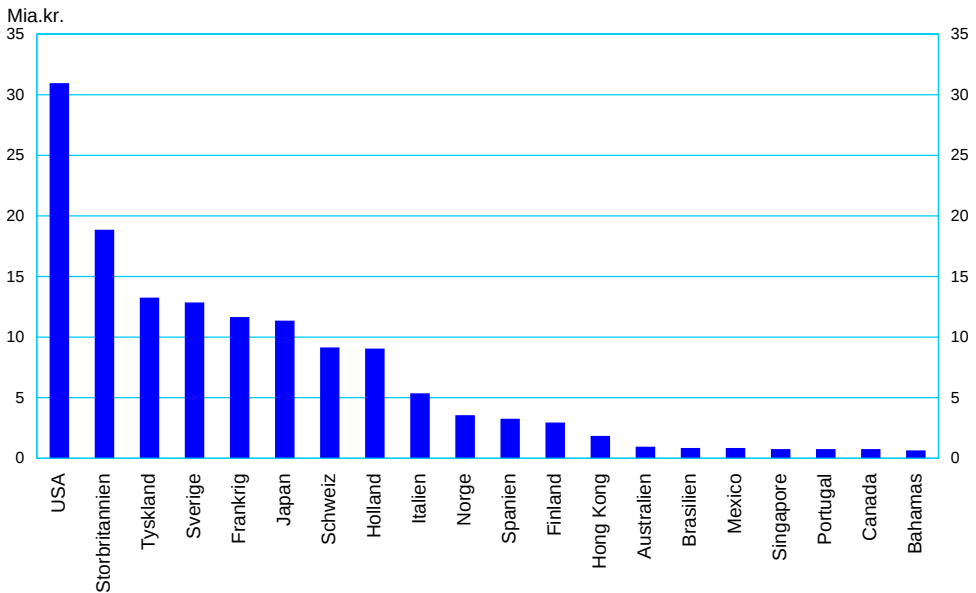
Da undersøgelsen kun omfatter 113 investorer, er dækningsgraden lavere for den del af indlændinges beholdninger, som er deponeret i pengeinstitutter i udlandet eller i egen opbevaring. De 113 investorer ejer hhv. 54 og 91 pct. af alle investorers obligationer og aktier, som er i depot i pengeinstitutter i Danmark. Antages proportionalitet, så de 113 investorer ejer samme andel af alle investorers obligationer og aktier, som er i depot i udlandet eller egen opbevaring, er undersøgelsens samlede dækningsgrad 84 pct. for obligationer og 99 pct. for aktier.

Det samlede resultat af undersøgelsen publiceres i Særlige Opgørelser nr. 2, september 1998.

Der er en forholdsvis lille geografisk spredning på virksomheders og husholdningers obligationsbeholdning. 69 pct. af beholdningen er udstedt af resider i EU-landene. Sverige er det største udstederland med 25 pct. af den samlede beholdning. Obligationsbeholdningen er også koncentreret på et begrænset antal lande, idet de 20 største udstederlande udgør 98 pct. af samtlige udenlandske obligationer. Indlændinge ejer stort set ingen obligationer udstedt af resider i Østeuropa og Afrika. 1 pct. af obligationsbeholdningen er udstedt i Asien, hvor Japan er det største udstederland. Japan figurerer også blandt de 20 største udstederlande, jf. figur 2.

Den geografiske spredning er lidt større på aktier end på obligationer. USA er det største udstederland med 21 pct. af den samlede aktiebeholdning, mens 53 pct. af beholdningen er udstedt af resider i EU-landene.

Figur 3      *Valutaindlændinges beholdning af udenlandske  
porteføljeaktier fordelt på de 20 største  
udstederlande, ultimo 1997*



De 20 største udstederlande tegner sig for 93 pct. af beholdningen. Blandt disse optræder Japan, Hong Kong, Singapore, Brasilien og Mexico, jf. figur 3. 1 pct. af aktiebeholdningen er udstedt i østeuropæiske lande, mens 10 pct. er udstedt i Asien. I Asien er Japan det største udstederland med 8 pct. af den samlede aktiebeholdning, mens aktier udstedt i Hong Kong og Singapore udgør hhv. 1 og 0,5 pct. af aktiebeholdningen.

# Anvendelsen af kreditvurderingsbureauers ratings på de europæiske kapitalmarkeder

v/Kristian Sparre Andersen og Anders Matzen, Kapitalmarkedsafdelingen

## *Introduktion*

Professionelle kreditvurderinger (ratings) af obligationsudstedelser mv. har indtil nu været mere udbredte i USA end i Europa. Årsagen hertil er bl.a. det amerikanske kapitalmarkeds størrelse og diversitet, som medfører, at det i USA er naturligt at tildele ratings en væsentlig rolle i vurderingen af kreditrisikoen ved placering af midler i en bestemt udsteders obligationer. Den øgede integration af de europæiske kapitalmarkeder, som følger af etableringen af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, kan føre til, at ratings får en mere central rolle i Europa. Artiklen belyser en række faktorer af betydning for denne udvikling.

En øget anvendelse af ratings inden for ØMUen må ventes at have en afsmittende effekt på det danske kapitalmarked.

Denne udvikling gør det vigtigt, at der er forståelse for ratings informationsværdi, herunder de faldgruber, som deres anvendelse medfører, jf. boks 1, hvor kreditvurderingsbureauernes rating-skala beskrives. I den forbindelse gennemgås, hvordan kreditvurderingsbureauerne historisk har klaret sig. Der er en tydelig sammenhæng mellem sandsynligheden for, at en udsteder misligholder sine forpligtelser på en given obligation og obligationens rating.

Udviklingen i Asien i 1997 viser dog samtidigt, at der er situationer, hvor ratings ikke har afspejlet de faktiske kreditrisici. Dette skyldes formentlig bureauernes relativt korte erfaring med at foretage kreditvurderinger på disse markeder. Afslutningsvis overvejes derfor, om erfaringerne fra Asien kan anvendes i Europa i en situation, hvor ratings får større udbredelse.

## *Anvendelsen af ratings på de europæiske kapitalmarkeder*

Anvendelsen af ratings har traditionelt været langt mere udbredt i USA end i Europa, jf. boks 2. En udstrakt brug af ratings forudsætter generelt:

- ♦ Investorerne skal føle et behov for at få information om kreditrisikoen på modparter. Erfaringerne fra USA viser, at anvendelsen af ratings er gået ned i perioder, hvor investorerne ikke har vurderet, at der var en kreditrisiko af betydning på de obligationer, som blev udbudt på markedet.

- ♦ Anvendelsen af ratings skal være efficient i den forstand, at alternative måder til at skaffe tilsvarende information skal være dyrere eller mere besværlig. Finansielle virksomheder med kreditgivning som et kerneområde, fx pengeinstitutter, har ikke samme behov for at anvende ratings som andre investorer, der ikke har lignende ekspertise i kreditvurdering. Investorer skal således synes, at inddragelse af ratings mindsker usikkerheden om, hvilket niveau obligationers kreditrisiko ligger på.
- ♦ Ratings skal på den ene side opfattes som retfærdige af udstederne og på den anden side som troværdige af investorerne. En større udbredelse i Europa forudsætter, at kreditvurderingsbureauer bliver anerkendt af markedsdeltagerne. Udsteders betaling for ratings er den primære indtægtskilde for bureauerne. Dette indebærer en risiko for, at ratings bliver for høje. Kreditvurderingsbureauernes troværdighed afhænger imidlertid af, at investorerne har tillid til, at den faktiske kreditrisiko på en given udsteder/låntager afspejles i de tildelte ratings. Er det ikke tilfældet, vil interessen hos obligationsudstedere/låntagere for at få deres gæld ratet ikke kunne fastholdes.
- ♦ En rating skal øge udsteders mulighed for at kunne afsætte sin gæld. Afsætning af gæld uden rating er ofte umulig til mange investorer. Dette vil især gælde, når afstanden mellem obligationsudsteder og investor er stor, enten på grund af det nationale kapitalmarkeds betydelige størrelse (som i USA), eller fordi udsteder og investor ikke er hjemmehørende i samme land. Danske investorers køb af danske realkreditobligationer har således ikke været betinget af en rating. Det har derimod vist sig at være betydeligt lettere at afsætte realkreditobligationer med ratings til udlandet.

Ovenstående forhold indebærer, at ratings primært anvendes i forbindelse med obligationer og andre omsættelige gældsinstrumenter.

Obligationsmarkederne i Europa er sammenlagt af nogenlunde samme størrelsesorden som i USA, jf. tabel 1. En række forhold har imidlertid medført en mindre udbredelse af ratings i Europa.

En væsentlig forskel på kapitalmarkederne i USA og Europa er de amerikanske ikke-finansielle virksomheders udstrakte anvendelse af obligationsfinansiering. Over perioden 1992-97 udstedte ikke-finansielle virksomheder i årligt gennemsnit obligationer på indenlandske markeder svarende til 0,5 mia.dollar i Tyskland, 1,5 mia.dollar i England og 8 mia.dollar i

Tabel 1      *Udestående af omsættelige gældsinstrumenter*

|             | 1996              |                | 1997              |                |
|-------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|             | Offentlige sektor | Private sektor | Offentlige sektor | Private sektor |
|             | Mia.USD           |                |                   |                |
| EU-15 ..... | 4.974,4           | 4.045,4        | 4.545,5           | 3.926,8        |
| Japan ..... | 3.302,1           | 1.787,5        | 3.140,7           | 1.612,0        |
| USA .....   | 7.107,7           | 4.902,3        | 7.386,5           | 5.583,5        |

Kilde: Bank for International Settlements, *International Banking and Financial Market Developments*.

Frankrig. Til sammenligning udstedte ikke-finansielle virksomheder i USA obligationer for 178 mia.dollar.<sup>1)</sup>

De europæiske kapitalmarkeder følger i hovedtræk landegrænserne, og nationale investorer har ofte viden om udstedernes kreditværdighed ad andre kanaler end kreditvurderingsbureauerne.

For statsobligationers vedkommende har ratings normalt mindre betydning end for andre obligationer, idet kreditrisikoen ved statsobligationer regnes for meget lille. Det gælder i særlig grad udstedelser i indenlandsk valuta, hvor staten har en stærk betalingsevne som følge af adgangen til at udskrive skatter og i nogle lande (uden for EU) også muligheden for at foretage monetær finansiering, dvs. betaling af ydelse ved låntagning i landets centralbank. Derfor har de fleste statslige udstedere traditionelt kun ladet deres udenlandske gæld rate, mens rating af indenlandsk statsgæld først har opnået udbredelse i de senere år for at gøre indenlandske statspapirer attraktive for internationale investorer.

Den stigende internationalisering af de finansielle markeder i Europa øger sandsynligheden for, at de europæiske markedsdeltageres anvendelse af ratings nærmer sig de amerikanske. I denne sammenhæng er de ikke-finansielle virksomheders øgede brug af obligationsfinansiering og investorernes ønske om at sprede deres placeringer geografisk med henblik på at diversificere markeds- og kreditrisiko væsentlige elementer. Oprettelsen af EUs indre marked for finansielle tjenesteydelser, herunder liberaliseringen af kapitalbevægelser på tværs af landegrænser, har været en væsentlig drivkraft bag denne udvikling.

Internationaliseringen af de europæiske kapitalmarkeder genfindes i Danmark. Således kan der iagttages en øget anvendelse af ratings blandt

<sup>1)</sup> OECD, *Monthly Financial Statistics*.

## Boks 1

*Kreditvurderingsbureauernes rating-skala*

En rating af en obligationsudsteder/låntager skal alene tolkes som en vurdering af den kreditrisiko, som investor påtager sig ved at erhverve en fordring på denne. En holdning til andre risici på fordringen, fx rente- og valutarisici indgår ikke i ratings.

En rating indebærer aldrig en anbefaling af en given udsteders eller låntagers gældsforpligtelser, og anvendelsen af ratings foregår altid på investors eller långivers eget ansvar og risiko.

Moody's og Standard & Poor's rating-skala for langfristet gæld gengives nedenfor med en summarisk definition af de enkelte skalatrins betydning.

Kreditvurderingsbureauernes "Long Term Debt Rating" er den oprindelige rating, og den der normalt tillægges størst betydning. I dag findes desuden flere andre typer ratings, herunder en "Short Term Debt Rating" og en række specielle ratings anvendt på finansielle virksomheder. I denne artikel tages udgangspunkt i de langfristede ratings.

|                   | Moody's              | S & P               | Definition                                                                                   |
|-------------------|----------------------|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Investment Grade  | Aaa                  | AAA                 | Bedste bonitet, ekstremt stærk betalingsevne                                                 |
|                   | Aa1<br>Aa2<br>Aa3    | AA+<br>AA<br>AA-    | Meget høj bonitet, meget stærk betalingsevne                                                 |
|                   | A1<br>A2<br>A3       | A+<br>A<br>A-       | Bonitet over middel, stærk betalingsevne                                                     |
|                   | Baa1<br>Baa2<br>Baa3 | BBB+<br>BBB<br>BBB- | God bonitet, tilfredsstillende betalingsevne                                                 |
| Speculative Grade | Ba1<br>Ba2<br>Ba3    | BB+<br>BB<br>BB-    | Spekulative elementer, betydelige usikkerhedsmomenter                                        |
|                   | B1<br>B2<br>B3       | B+<br>B<br>B-       | Beskeden sikkerhed for betaling. Betalingsevne besiddes p.t., men stor risiko for problemer  |
|                   | Caa1<br>Caa2<br>Caa3 | CCC+<br>CCC<br>CCC- | Betalingsevne truet, meget sårbar for betalingsproblemer (hos Moody's evt. også misligholdt) |
|                   | Ca<br>C              | CC<br>C             | Udtalte problemer med betalingsevne (hos Moody's ofte misligholdt)                           |
|                   | D                    | D                   | Misligholdt                                                                                  |

## Boks 2      *Historisk oversigt over kreditvurderingsbureauernes aktivitet*

Allerede før 1. verdenskrig udgav en række bureauer i USA vurderinger og analyser af kreditrisikoen på obligationer udstedt af private virksomheder. I begyndelsen var der alene tale om private jernbaneselskaber, der på det tidspunkt var de største låntagere i USA, men efterhånden udvidedes aktiviteten til også at omfatte større industrivirksomheder, forsyningsvirksomheder ("public utilities") samt lande, byer og andre regionale myndigheder.

Antallet af virksomheder med obligationer tildelt en rating af Moody's oversteg 3.000 i 1920. Herefter faldt antallet af ratede virksomheder, bl.a. som følge af konsolidering blandt amerikanske jernbaner og forsyningsselskaber samt krisen i 1930'erne. Antallet af virksomheder med en rating nåede bunden omkring 1950, hvor Moody's vurderede mindre end 700 virksomheders langfristede gæld. En medvirkende faktor bag faldet mellem 1920 og 1950 var desuden, at virksomhederne fortrinsvis optog banklån frem for at udstede obligationer. I 1980'erne tog brugen af ratings i USA for alvor til igen. Det skyldtes udviklingen af det såkaldte "junk bond" marked, et marked for højtforrentede obligationer med stor risiko. Ved udgangen af 1997 vurderedes ca. 4.000 virksomheder over hele verden.

Anvendelse af ratings uden for USA har været langt mindre udbredt. Ikke-amerikanske udstederses motiv til at erhverve en rating har oftest været et ønske om at kunne afsætte obligationer til amerikanske investorer. Antallet af ikke-amerikanske virksomheder med en rating har i 1990'erne været stærkt stigende og udgjorde ved udgangen af 1997 38 pct. af de virksomheder, som Moody's har tildelt en rating.

Den større anvendelse af ratings i USA må desuden tilskrives det forhold, at amerikanske banker og forsikringsselskabers placering af midler siden 1930'erne har været underlagt begrænsninger i form af minimumskrav til udsteders rating.

Branchefordelingen af virksomheder med en rating har ikke været konstant over tiden. I 1920'erne var virksomheder med en rating koncentreret inden for transportsektoren og forsyningsselskaber. I 1990'erne udgør industrivirksomheder og finansielle virksomheder den overvejende del af de virksomheder, som vurderes af bureauerne. Byer og andre regionale myndigheder udgør i dag et meget stort marked for kreditvurderingsbureauerne i USA. Det er ikke tilfældet i Europa. I artiklen fokuseres derfor alene på ratings af virksomheder og lande.

Udover de to store, Moody's Investors Service og Standard & Poor's eksisterer en række mindre kreditvurderingsbureauer, der er specialiserede i kreditvurderingen inden for en eller flere brancher, fx den finansielle, eller et afgrænset geografisk område.

danske markedsdeltagere. Fem af seks realkreditinstitutter har ladet deres mest omsatte obligationer rate de sidste par år. Det har betydning for internationale investorers interesse for obligationerne, idet de udenlandske ejere andele for ratede realkreditobligationsserier er langt højere, end det er tilfældet for ikke-ratede obligationsserier.

ØMUen vil med tiden formentlig føre til en sammensmeltning af de 11 ØMU-landes kapitalmarkeder.<sup>1)</sup> Den uigenkaldelige fastlåsning af medlemslandenes indbyrdes valutakurser indebærer, at den del af rentespændet mellem de deltagende lande, som skyldes valutakursrisiko, elimineres. Dermed reduceres investorernes mulighed for at opnå et ekstra afkast som følge af volatilitet i spændet mellem euro-områdets statspapirer. Investorer, som ønsker et merafkast i forhold til euro-områdets benchmark papirer, ventes derfor at ville fokusere på udstederspecifikke forhold vedrørende kreditrisiko mv.<sup>2)</sup> I den sammenhæng vil ratingen af den enkelte udsteder tiltrække sig øget opmærksomhed, ligesom det er tilfældet i USA.

Valutaunionen vil medføre, at den nuværende segmentering efter landegrænser forsvinder. Således vil offentlig regulering i form af krav om, at institutionelle investorer placerer i national valuta, ikke være relevant inden for euro-området.<sup>3)</sup> Desuden vil skattemæssig forskelsbehandling af inden- og udenlandske fordringer sandsynligvis forsvinde på lidt længere sigt, selv om det ikke kan udelukkes, at der på kort sigt er skatteforhold, som medfører en fortsat opdeling af obligationsmarkederne inden for euro-området. Investorer vil stå over for langt flere udstedere, hvilket øger behovet for information om kreditværdigheden af udstederne. I den sammenhæng er det sandsynligt, at investorerne i større omfang vil basere kreditvurderingen af udstedere på kreditvurderingsbureauernes vurderinger. Samtidig vil den øgede konkurrence om investorerne, som følge af de øgede placeringsmuligheder for den enkelte investor, tilskynde udstederne til at lade sig rate.

Da Danmark ikke deltager, vil starten af ØMUens tredje fase den 1. januar 1999 ikke umiddelbart ændre forholdene på det danske kapitalmarked. Den øgede markedsintegration i euro-området må dog også ventes at få konsekvenser for det danske kapitalmarked. Således vil en øget anvendelse af ratings i euro-området naturligt medføre en større opmærksomhed om ratings blandt danske markedsdeltagere.

### *Kreditvurderingsbureauernes syn på deltagerlandene i tredje fase af ØMU*

Ved igangsættelsen af ØMUens tredje fase vil kreditvurderingsbureauernes syn på de enkelte udstedere ændres. Ændringerne vil især være en konsekvens af en større differentiering i kreditrisikoen inden for de enkelte ud-

<sup>1)</sup> Det Europæiske Råd udpegede i dagene 1.-3. maj 1998 de lande, som deltager i ØMUens tredje fase pr. 1. januar 1999. Disse er: Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

<sup>2)</sup> Bertil From, "Rentespænd i en kommende ØMU", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, maj 1997.

<sup>3)</sup> Eksempelvis er der i 3. livsforsikringsdirektiv kongruensregler om, at 80 pct. af de forsikringsmæssige henrettelser skal være i samme valuta som de fremtidige udbetalinger.

stedergrupper, herunder statslige låntagere. Dette ventes yderligere at bidrage til en skærpet opmærksomhed om ratings i Europa.

Moody's Investors Service og Standard & Poor's har ændret ratingen for de statslige udstedere i flere af eurolandene. De to bureauer har imidlertid haft en forskellig tilgang til ØMUens konsekvenser for ratingen af statslige udstedere i deltagerlandene. Dette skyldes en forskellig vurdering af de faktorer, som har betydning for, om en statslig låntager misligholder sine gældsforpligtelser. Nogle relevante faktorer er:

- ♦ Gældskvoten
- ♦ Statens mulighed for at foretage monetær finansiering
- ♦ Adgangen til at udskrive skatter
- ♦ Andre staters eller overnationale institutioners vilje til at hjælpe (bail out)

Indenlandsk og udenlandsk gæld vurderes normalt forskelligt. Statens mulighed for at foretage monetær finansiering, dvs. muligheden for låntagning i centralbanken, har kun betydning ved kreditvurderingen af statens indenlandske gæld. Statens opkrævning af skatter foregår i indenlandsk valuta. Ved statsgæld i udenlandsk valuta skal den statslige låntager skaffe valuta. Risikoen for, at en statslig låntager misligholder sine betalinger i udenlandsk gæld, vurderes derfor at være større.

Kreditvurderingen af en statslig låntagers gæld i udenlandsk valuta anvendes også ved tildelingen af det såkaldte sovereign ceiling. Sovereign ceiling angiver den højeste rating, som et lands udstedere af gæld i valuta kan opnå.<sup>1)</sup> Antagelsen er, at hvis den statslige låntager ikke kan skaffe udenlandsk valuta til betaling af renter og afdrag på den udenlandske statsgæld, kan de andre låntagere heller ikke. Valutaknapheden for andre låntagere kan enten skyldes en generel kapitalflugt eller forskellige kapitalrestriktioner, som indføres med henblik på at forhindre denne kapitalflugt. Sandsynligheden for valutaknaphed vurderes at være størst i lande med nettogæld til udlandet, hvorfor udlandsgælden indgår som en væsentlig parameter i bureauernes rating af udenlandsk statsgæld.

Ved ratingen af indenlandsk statsgæld tillægger Standard & Poor's det afgørende betydning, om staten har adgang til at foretage monetær finansiering. Afdrag på statsgælden gennem monetær finansiering indebærer ganske vist en risiko for udhuling af gældens reale værdi ved inflation, men i den forbindelse skal det bemærkes, at en rating kun udtrykker kredit-

<sup>1)</sup> Der findes enkelte eksempler på, at udstedere af gæld i udenlandsk valuta har en højere rating end angivet af sovereign ceiling. Dette er som regel forbundet med særlige omstændigheder vedrørende låntageren. Eksempelvis har Øresundskonsortiet A/S en rating på AAA hos Standard & Poor's, mens sovereign ceiling for både Sverige og Danmark er AA+.

risikoen ved en given fordring, ikke andre risici knyttet til obligationen, fx rente-, valuta- eller inflationsrisici.

Standard & Poor's finder, at manglende adgang til monetær finansiering vil forringe statslige udsteders kreditværdighed. Ratingen af indenlandsk statsgæld i lande, som deltager i ØMUen, er derfor i maj 1998 nedjusteret til ratingen gældende for den statslige udsteders gæld i udenlandsk valuta på trods af, at alle EU-lande allerede siden overgangen til ØMUens 2. fase i januar 1994 ikke har haft adgang til monetær finansiering. Det skal bemærkes, at Standard & Poor's nedgradering kun gælder statslige udstedere i lande, som deltager i ØMUens tredje fase. Der er derimod ikke sket en nedjustering af den danske stats indenlandske gæld (AAA) til niveauet for den udenlandske gæld (AA+).

Moody's Investors Service finder derimod, at det er adgangen til at inddrive skatter, som er afgørende for en statslig låntagers kreditværdighed. Denne adgang påvirkes ikke af ØMUen. ØMUen adskiller sig i denne sammenhæng fra føderale strukturer ved, at der ikke er en overnational myndighed, som praktisk eller juridisk lægger begrænsninger på det enkelte deltagerlands evne til at regulere skatter og afgifter. På kort sigt fastholder Moody's derfor de nuværende ratings af deltagerlandenes indenlandske statsgæld.

Da euro-området er nettokreditor over for omverdenen har Moody's Investors Service tildelt alle ØMU-lande det højeste sovereign ceiling (AAA). Såfremt ratingen af den statslige låntagers gæld i udenlandsk valuta hidtil har været lavere end ratingen af den statslige låntagers gæld i in-

Tabel 2 *Ændringer i statslige låntageres rating som følge af ØMUen*

|                | Moody's          |                 | Standard & Poor's |                 |
|----------------|------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
|                | Indenlandsk gæld | Udenlandsk gæld | Indenlandsk gæld  | Udenlandsk gæld |
| Belgien .....  | Aa1              | Aa1             | AA+ ↓             | AA+             |
| Finland .....  | Aaa              | Aaa ↑           | AA ↓              | AA              |
| Irland .....   | Aaa              | Aaa ↑           | AA+ ↓             | AA+             |
| Italien .....  | Aa3              | Aa3             | AA ↓              | AA              |
| Portugal ..... | Aa2              | Aa2 ↑           | AA- ↓             | AA-             |
| Spanien .....  | Aa2              | Aa2             | AA ↓              | AA              |
| Danmark .....  | Aaa              | Aa1             | AAA               | AA+             |

Note: Rating med **fed** angiver ændring. ↑↓ angiver retningen på ændringen.

Alle ØMU-landes indenlandske gæld blev af Standard & Poor's ratet AAA inden udvælgelsen til ØMUen. Ratingen af de øvrige EU-lande er ikke ændret i forbindelse med ØMUens start.

denlandsk valuta, har Moody's derfor opgraderet ratingen af den udenlandske statsgæld. Standard & Poor's har også forhøjet ØMU-landenes sovereign ceiling til AAA, men dette har som nævnt ikke ført til en opgradering af statslige låntageres rating. I tabel 2 opgøres de to bureaux rating af indenlandsk og udenlandsk statsgæld for nogle af ØMUens deltagerlande.

For ikke-statslige låntagere lokaliseret i et af deltagerlandene indebærer det fælles sovereign ceiling for euro-området, at det ved låntagning i udenlandsk valuta er muligt at opnå en højere rating end den, som gælder det pågældende lands udenlandske statsgæld. Dette kan stimulere en øget udstedelsesaktivitet på de internationale obligationsmarkeder.

### *Kvaliteten af kreditvurderingsbureauernes ratings*

Det er relevant at undersøge, om bureauernes vurderinger af kreditrisikoen på obligationsudstedere stemmer overens med de faktiske forhold.

Rating af en obligationsudstedelse skal både tage højde for *sandsynligheden for misligholdelse og tabets størrelse i tilfælde af misligholdelse*. Det skal gælde, at jo bedre rating desto lavere kreditrisiko. Anvendelsen af ratings er således baseret på, at de giver en *konsistent rangordning* af kreditrisikoen på gældsposter. Niveaue for kreditrisikoen på de enkelte trin på rating-skalaen er i den forbindelse af mindre betydning.

Moody's og Standard & Poor's har gennem flere år offentliggjort historiske data, som belyser sandsynligheden for, at udstedere med en rating vil misligholde deres betalinger over forskellige tidshorisonter. Data for private virksomheder samt stater, der har udstedt obligationer eller optaget lån

Tabel 3 *Hyppighed af obligationsudstederes misligholdelse, 1970-97*

| Initial rating      | Misligholdt efter: |       |       |       |       |       |
|---------------------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                     | 1 år               | 3 år  | 5 år  | 7 år  | 10 år | 15 år |
|                     | Pct.               |       |       |       |       |       |
| Aaa .....           | 0,00               | 0,00  | 0,14  | 0,37  | 0,82  | 1,71  |
| Aa .....            | 0,03               | 0,10  | 0,39  | 0,70  | 1,07  | 1,79  |
| A .....             | 0,01               | 0,21  | 0,54  | 0,92  | 1,65  | 3,06  |
| Baa .....           | 0,12               | 0,75  | 1,70  | 2,74  | 4,53  | 7,98  |
| Ba .....            | 1,34               | 6,21  | 11,44 | 15,53 | 20,88 | 30,42 |
| B .....             | 6,78               | 19,13 | 28,59 | 35,91 | 43,85 | 49,41 |
| Caa-C .....         | 20,51              | 34,10 | 41,44 | 51,52 | 63,13 | 65,96 |
| Investment Grade .. | 0,05               | 0,34  | 0,84  | 1,40  | 2,40  | 4,35  |
| Speculative Grade . | 3,86               | 11,32 | 17,68 | 22,52 | 28,27 | 36,73 |

Kilde: Moody's Investors Service, "Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-97", februar 1998.  
 Note: Differentiering af ratings ved numeriske suffikser er udeladt i tabellen.

Tabel 4 *Gennemsnitlig årlig ændring i ratings, 1981-97*

| Til<br>Fra | AAA   | AA    | A     | BBB   | BB    | B     | CCC   | Mislig-<br>holdte | Rating<br>ophørt <sup>1)</sup> | I alt |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|--------------------------------|-------|
| AAA ..     | 88,77 | 7,80  | 0,68  | 0,05  | 0,10  | 0,00  | 0,00  | 0,00              | 2,60                           | 100   |
| AA ....    | 0,68  | 88,28 | 7,24  | 0,55  | 0,05  | 0,15  | 0,02  | 0,00              | 3,03                           | 100   |
| A .....    | 0,07  | 2,25  | 87,88 | 4,88  | 0,61  | 0,25  | 0,01  | 0,05              | 4,01                           | 100   |
| BBB ...    | 0,03  | 0,28  | 5,33  | 83,01 | 4,44  | 0,99  | 0,10  | 0,18              | 5,63                           | 100   |
| BB ....    | 0,02  | 0,10  | 0,53  | 7,07  | 74,44 | 7,27  | 0,79  | 0,91              | 8,87                           | 100   |
| B .....    | 0,00  | 0,08  | 0,25  | 0,41  | 6,12  | 73,03 | 3,32  | 4,74              | 12,06                          | 100   |
| CCC ...    | 0,16  | 0,00  | 0,32  | 0,97  | 2,26  | 9,86  | 53,15 | 18,90             | 14,38                          | 100   |

Kilde: Standard & Poor's, "Rating Performance 1997", januar 1998.

Note: Differentiering af ratings ved eventuel tilføjelse af + eller - er udeladt i tabellen.

<sup>1)</sup> I de fleste tilfælde skyldes en ratings ophør, at den gæld, som er omfattet af udstederens rating, er blevet indfriet i sin helhed uden problemer.

vurderet af Moody's, gengives i tabel 3<sup>1)</sup>. Det fremgår tydeligt, at risikoen for misligholdelse stiger, når virksomhedens rating falder.

Gennemsnittene i tabel 3 dækker imidlertid over, at risikoen for misligholdelse varierer meget på både kort og mellemlangt sigt.<sup>2)</sup> Denne variation kan bl.a. forklares med konjunkturernes indvirkning på udstedernes betalingssevne. Ratings tager ganske vist i princippet højde for nuværende og fremtidige konjunkturers forventede indvirkning på betalingssevnen, men eventuelle problemer bliver ofte først store i en lavkonjunktur.

Det er vigtigt, at kreditvurderingsbureauernes politik for tildeling af ratings er rimeligt konstant og ikke ændres hyppigt. For investorerne er det væsentligt, at betydningen af en rating er så stabil som muligt over tiden.

Investorer og långivere, som anvender ratings, skal ligeledes være opmærksom på, at *høje ratings ændres sjældnere end lave ratings*. Foretages der hyppige ændringer for gæld af høj kvalitet, vil denne gæld over en kortere tidshorisont kunne bevæge sig fra at have en meget lav risiko for misligholdelse til en position, hvor denne risiko er blevet ganske betydelig. Dermed vil ratings værdi til rangordning af gæld blive udhulet. Kravet til stabilitet i høje ratings synes da også at være opfyldt, jf. tabel 4, hvori den procentvise årlige bevægelse i Standard & Poor's rating af private virk-

<sup>1)</sup> Tabellen skal aflæses således, at i perioden 1970-97 har eksempelvis 1,70 pct. af alle virksomheder med gæld vurderet Baa inden for en femårs tidshorisont misligholdt deres gældsforpligtelser.

<sup>2)</sup> Til illustration heraf kan det oplyses, at den gennemsnitlige risiko på 1,70 pct. for misligholdelse over en femårsperiode på gæld udstedt af virksomheder vurderet Baa i perioden 1970-97 har varieret mellem 0,56 pct. og 5,25 pct.

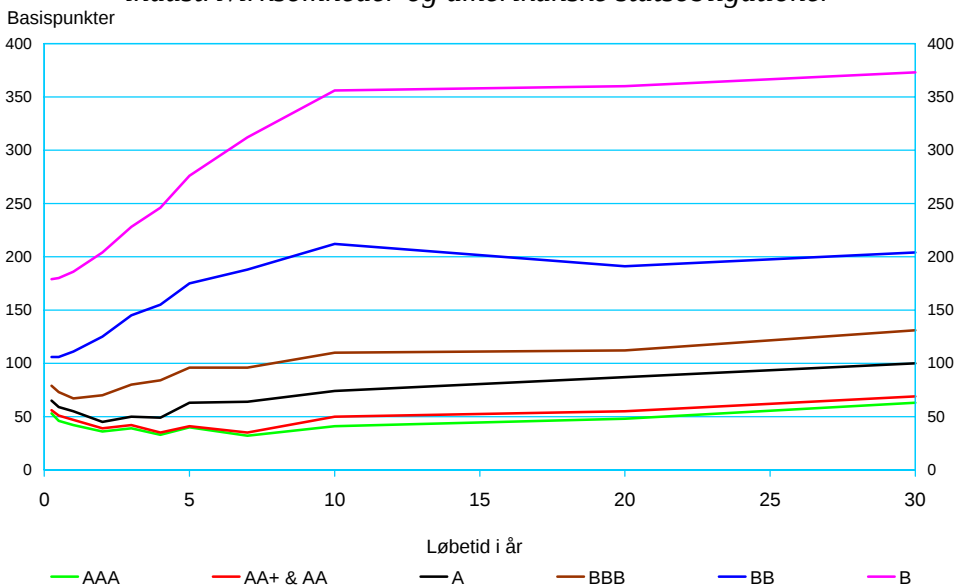
somheder fremgår. Årlige bevægelser på mere end ét trin finder sjældent sted.

Mens det er enkelt at forholde sig til kreditvurderingsbureauernes historiske data over risikoen for misligholdelse, er det væsentligt sværere at vurdere, om ratings i passende grad afspejler det forventede tab, såfremt misligholdelse finder sted. Moody's har søgt at løse dette problem ved at sætte tabsprocenten til forskellen mellem pari og den kurs, som misligholdt gæld blev handlet til i markedet én måned efter, at misligholdelsen fandt sted. Denne metode er dog meget følsom over for rente- og konjunkturudviklingen. Moody's angivelser af gennemsnitlige tabsprocenter sker da også i meget brede konfidensintervaller.

Ved vurderingen af tabel 3 og 4 er det vigtigt at bemærke, at datagrundlaget domineres af amerikanske virksomheder. Datagrundlaget kan derfor ikke uden videre tages til udtryk for kreditvurderingsbureauernes evne til at rate stater eller virksomheder i lande, hvor institutionelle og juridiske forhold afviger væsentligt fra forholdene i USA. Erfaringerne fra det seneste års finansielle og økonomiske krise i en række østasiatiske lande antyder, at der ikke kan anlægges en universel fortolkning af kreditvurderingsbureauernes ratings.

På det amerikanske kapitalmarked kan der observeres en tydelig positiv sammenhæng mellem en udsteders rating og den rente, som udstederen bli-

Figur 1 *Rentespænd mellem obligationer udstedt af amerikanske industrivirksomheder og amerikanske statsobligationer*



Kilde: Bloomberg, 10. august 1998.

ver afkrævet i forbindelse med udstedelse af obligationer, målt ved rentespændet til amerikanske statsobligationer, jf. figur 1 og boks 3. Den rangordning efter kreditrisiko, som er foretaget af kreditvurderingsbureauerne, kan således genfindes i markedet. I den forbindelse er det væsentligt at forstå, at selv om rating-skalaen indholder over 20 trin, er en rating ikke et nøjagtigt mål for kreditrisikoen. Investorer har til sammenligning mulighed for at regulere deres afkastkrav til en obligation på en glidende skala.

Uanset den ovenstående pæne generelle sammenhæng mellem kreditvurderingsbureauernes rating og afkastet på amerikanske udstedere, vil det for den enkelte udsteder oftest gælde, at en ændring af en rating kommer *efter*, at markedet har foretaget en justering af afkast i samme retning. Dette har ofte givet anledning til kritik. Hertil må dog bemærkes, at ikke bare kreditvurderingsbureauer, men også banker og tilsynsmyndigheder ofte har vanskeligt ved at forudse en forværring (eller en forbedring) i udsteders/låntagers betalingsevne i tide.

### Boks 3

### *Sammenhæng mellem rentespænd og rating*

Forskelle i obligationers rating og kreditrisiko afspejles selvsagt i de rentespænd, som observeres i markedet, jf. figur 1.

Udvidelsen i spændet mellem højt- og lavtratede udstedere, når restløbetiden øges, stemmer overens med de forventninger til misligholdelse over tid, som kan aflæses af tabel 3 og 4. Den marginale ændring i rentespændet, som følger af en rating-bevægelse på et trin, er desuden større for udstedere med en "speculative grade rating" (BB+ eller derunder) end for udstedere, der er "investment grade".

Af figuren fremgår endvidere, at udvidelsen af rentespændet mellem højt og lavt noterede udstedere klinger af efter ca. 10 år. Et interessant træk ved frekvensen for misligholdelse er således, at mens der for udstedere med høje ratings er en voksende risiko for misligholdelse over tid, er det modsatte tilfældet for udstedere med lave ratings, hvor den årlige frekvens for misligholdelse er faldende. Forklaringen herpå er, at udstedere med de laveste ratings enten misligholder (relativt tidligt) eller gradvis bevæger sig op ad rating-skalaen, hvorimod der blandt de højtratede udstedere gradvis sker en sivning ned gennem rating-skalaen, hvorved risikoen for misligholdelse øges.

Endelig skal investorer ved fastlæggelse af risikopræmien på en udsteder med en lav rating tage hensyn til, at en stigning (fald) i en udsteders rating indebærer en kursgevinst (-tab) på udstederens obligationsgæld. Dette vil tendere mod at gøre B-ratede udstedelser mere interessante, da der trods den høje risiko for misligholdelse er en chance for en højere rating. Omvendt kan AAA-udstederne kun få deres rating nedsat. Moody's har for 8 års-perioder med start i 1983-89 beregnet, at kun 53 pct. af AAA-udstederne beholdt deres rating i hele perioden. For B-udsteder ville i samme periode 27 pct. få deres rating opjusteret, mens kun 12 pct. ville få den nedjusteret.

Tabel 5 *Udvikling i Standard & Poor's asiatiske landeratings 1997/98*

| Land                | Rating den<br>30. juni 1997 | Rating den<br>30. juni 1998 | Ændring i<br>antal trin |
|---------------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| Sydkorea .....      | AA-                         | BB+                         | - 7                     |
| Malaysia .....      | A+                          | A-                          | - 2                     |
| Phillipinerne ..... | BB+                         | BB+                         | 0                       |
| Singapore .....     | AAA                         | AAA                         | 0                       |
| Hong Kong .....     | A+                          | A+                          | 0                       |
| Kina .....          | BBB+                        | BBB+                        | 0                       |
| Thailand .....      | A                           | BBB-                        | - 4                     |
| Indonesien .....    | BBB                         | CCC+                        | - 8                     |

Kilde: Bloomberg.

### *Kreditvurderingsbureauerne og Asien*

Den finansielle og økonomiske krise, som har ramt en række af de øst-asiatiske lande gennem det seneste år, har givet anledning til en del kritik af kreditvurderingsbureauerne.<sup>1)</sup> Nedenfor gennemgås de væsentligste elementer i den rejste kritik.

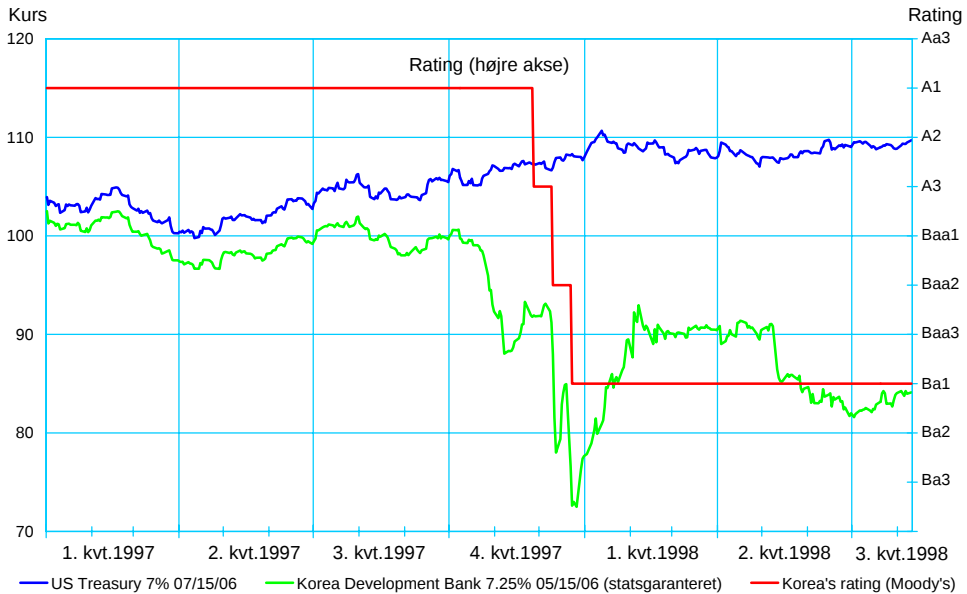
Ratings skal som nævnt opfattes som langsigtede vurderinger af udstedernes betalingsevne. Derfor bør ratingen af et land eller en virksomhed kun ændres sjældent. Endvidere bør bevægelsen inden for en kortere periode kun undtagelsesvis overstige et trin op eller ned på rating-skalaen. I betragtning af de gentagne nedjusteringer af ratings i visse asiatiske lande i 1997-98 kan bureauerne ikke siges at have levet op til deres egen målsætning på dette område.

Sydkorea er i den forbindelse et særlig grelt eksempel. Efter at landets sovereign ceiling i mange år havde ligget stabilt på A1/AA- hos henholdsvis Moody's og Standard & Poor's, blev denne i løbet af 4. kvartal 1997 nedsat med 6-7 trin til Ba1/BB+. Samme billede genfindes for andre lande, jf. tabel 5. Udviklingen i nævnte landeratings har været fulgt af tilsvarende nedsættelser i andre udsteders ratings i de pågældende lande.

Det har været fremført, at bureauerne reagerede for sent i forhold til udviklingen på de finansielle markeder i Asien. I flere tilfælde blev ændringerne af ratings først annonceret efter, at den finansielle krise var indtruffet, og markederne allerede havde reageret med en udvidelse af kreditspændet. For Koreas vedkommende belyses dette i figur 2. Det bemærkes, at Moody's nedjustering den 27. november 1997 fra A1 til A3 kom ca. 3 uger efter, at kursforskellen mellem en sydkoreansk dollarobligation og en tilsvarende amerikansk statsobligation var udvidet med over 10 kurs-

<sup>1)</sup> Jf. fx *Euromoney*, januar 1998 og *Economist*, 13. december 1997.

Figur 2 Kursudvikling for sydkoreansk obligation (statsgaranteret) sammenholdt med Sydkoreas rating og amerikansk statsobligation



Kilde: Bloomberg, 10. august 1998.

point. Ligeledes er det iøjnefaldende, at der i de første 9 måneder af 1997 skete en gradvis forøgelse af kursforskellen mellem de to obligationer. Dette var i overensstemmelse med den stadig stigende bekymring om udviklingen i Asien, herunder Sydkorea.

Kreditvurderingsbureauernes problemer i Asien tilskrives især en manglende indsigt i de grundlæggende politiske, kulturelle og økonomiske forhold i disse lande. Dette kan bl.a. skyldes en mangel på pålidelige informationer, hvorpå kreditvurderingsbureauerne kan basere deres vurderinger.<sup>1)</sup> Eksempelvis kom det bag på mange aktører, herunder bureauerne, at den sydkoreanske valutareserve i væsentligt omfang var placeret i indenlandske banker. I praksis hindrede det anvendelsen af denne del af reserven. Tilsvarende blev problemerne i Thailand ikke mindre, da det blev klart, at den offentliggjorte valutareserve var blevet udhulet gennem centralbankens opkøb af thailandske baht på termin.

Kreditvurderingsbureauernes vurdering af bankerne i de asiatiske lande har endvidere båret præg af, at de kun vurderede relativt få banker i området. Herved har markedskendskabet for at kunne vurdere den enkelte bank

<sup>1)</sup> Niels Peter Hahneemann og Lars Krogh Jessen, "Valutakrisen i Sydøstasien", Danmarks Nationalbank, *Kvar-  
talsoversigt*, 4. kvartal 1997.

ikke været tilstrækkeligt. En afledt konsekvens heraf har desuden været, at de ikke i tide har erkendt og offentligt tilkendegivet faren for, at landenes banksektor som helhed ville få problemer.

Kreditvurderingsbureauerne har til deres forsvar fremført, at de allerede inden rating-nedsættelserne i Asien for alvor tog fart i flere tilfælde havde udsendt vurderinger og analyser, som henledte opmærksomheden på nogle af de forhold, som var medvirkende årsager til krisens udvikling<sup>1)</sup>, herunder landenes store omfang af kortfristet gæld. Fra bureauernes side er det også fremhævet, at kursskredet på bl.a. koreanske obligationer i slutningen af 1997 var for kraftigt i forhold til obligationernes kreditrisiko, jf. figur 2.<sup>2)</sup> De store bevægelser i obligationskurserne i forhold til bureauernes opfattelse af kreditrisikoen kan dog også tages som udtryk for, at investorerne ved udgangen af 1997 ikke længere har opfattet ratings i de østasiatiske lande som troværdige. Derfor har investorerne siden udgangen af 1997 ikke tillagt ratings nogen afgørende betydning ved investeringer i østasiatiske værdipapirer.

Desuden har det været fremført, at kreditvurderingsbureauerne i for høj grad har ladet sig påvirke af udstedere og myndigheder i de pågældende lande. Bureauerne har på deres side kunnet fremdrage eksempler på, at kritiske bemærkninger om forholdene i de asiatiske lande blev imødegået i kommentarer fra bl.a. store internationale investeringsbanker, der angav et betydelig mere optimistisk billede af forholdene.

Endelig skal det bemærkes, at ved opstart i et nyt marked vil kvaliteten i kreditvurderingsbureauernes arbejde først reelt kunne efterkontrolleres, når faktisk konstaterede frekvenser for misligholdelse kan sammenholdes med ratings på et tilstrækkelig antal debitorer i det pågældende marked gennem en passende lang periode. Da bureauernes tilstedeværelse i Asien er af nyere dato og omfatter relativt få udstedere, har det hidtil ikke været muligt.

### *Konklusion*

Anvendelsen af ratings på et kapitalmarked er tæt forbundet med virksomheders finansiering gennem obligationsudstedelser. Flere af de europæiske kapitalmarkeder er karakteriseret ved et tæt forhold mellem banker og virksomheder, hvor virksomhederne stort set kun finansierer sig gennem banker og andre finansielle institutioner. Dette forklarer den hidtidige

<sup>1)</sup> Jf. fx Moodys rapport fra maj 1998, "White paper – Moody's Rating Record in the East Asian Financial Crisis".

<sup>2)</sup> Moody's har i en rapport fra februar 1998, "East Asia: A Retrospective", fremhævet det problematiske i, at mange investorer enten af egen drift eller som følge af krav fra tilsynsmyndigheder foretog massive salg af obligationer i december 1997 alene begrundet i de lavere ratings.

relativt begrænsede anvendelse af ratings i Europa. I takt med en stigende internationalisering af de europæiske kapitalmarkeder synes forudsætnin-  
gerne for anvendelse af ratings dog at være ændrede. Denne tendens vil  
formentlig forstærkes efter igangsættelsen af ØMUens tredje fase.

En række forudsætninger skal dog være opfyldt, før kreditvurderingsbu-  
reauernes ratings kan fungere som et værdifuldt supplement til investorernes  
egne vurderinger af kreditrisikoen på obligationsudstedere og låntage-  
re:

- ♦ Offentligt tilgængelige oplysninger, som danner grundlag for fast-  
læggelsen af ratings, skal være pålidelige. Dette har ikke været tilfæl-  
det i Asien.
- ♦ Kreditvurderingsbureauerne skal have et indgående markedskend-  
skab. Dette synes at være tilfældet i USA, men har tilsyneladende ik-  
ke været det i Asien. Uanset en større lighed mellem amerikanske og  
europæiske forhold, må forskelle i fx lovgivning og regnskabspraksis  
mellem ellers nært beslægtede lande ikke undervurderes.

Tvivler investorerne på kvaliteten af bureauernes analyser og vurderin-  
ger, vil det have en negativ afsmitning på den hastighed, hvormed ratings  
tages i anvendelse i Europa.

For så vidt angår Danmark, taler en erhvervsstruktur med mange små  
virksomheder næppe for større efterspørgsel efter ratings på låntagerside.  
Kun få virksomheder, ud over dem som allerede vurderes af kreditvurde-  
ringsbureauerne, har et lånebehov, som gør udstedelse af obligationer til-  
knyttet en rating interessant. I den forbindelse spiller realkreditinstitut-  
ternes store betydning for virksomhedernes langfristede låntagning en central  
rolle. Der er næppe mange danske virksomheder, som vil kunne opnå bed-  
re lånevilkår ved obligationsudstedelse direkte i markedet end på realkre-  
ditlån.

Omvendt vil der blandt fx institutionelle investorer kunne forventes en  
stigende anvendelse af ratings i omtrent samme takt som i andre europæi-  
ske lande ved placering af midler i europæiske obligationsudstedelser, jf.  
dog forbeholdene ovenfor. En eventuel introduktion af myndighedskrav til  
institutionelle investorers formueplaceringer i form af fx minimumskrav til  
udstederes rating vil selvsagt bidrage væsentligt til en sådan udvikling.

# De baltiske landes økonomiske og finansielle udvikling

v/Louise Andersen og Kristian Kjeldsen, Internationalt Kontor

## *Indledning*

De baltiske lande oplever i disse år en kraftig økonomisk vækst efter den økonomiske tilbagegang i forbindelse med uafhængigheden i begyndelsen af 1990'erne. Ligeledes er den finansielle sektor i alle tre lande inde i en hastig og overvejende sund udvikling efter bankkriserne tidligere i 1990'erne. Som for andre såkaldte "emerging markets" er den markante økonomiske vækst ledsaget af store betalingsbalanceunderskud i forbindelse med en betydelig vækst i landenes investeringer.

Finansieringen af store betalingsbalanceunderskud kræver, at landene fører en stabil økonomisk politik og har en sund finansiell sektor under effektivt tilsyn. Den økonomiske politik i de baltiske lande følger dette spor, og det har skabt den nødvendige tillid blandt udenlandske investorer, der finansierer en stor del af betalingsbalanceunderskuddene gennem investeringer og långivning. På trods af de store betalingsbalanceunderskud befinder de baltiske lande sig derfor strukturelt og institutionelt i en forholdsvis gunstig position. Medvirkende hertil er gennemførelsen af vidtrækkende stabilitetsorienterede økonomiske programmer støttet af IMF.

## *Makroøkonomisk udvikling*

Alle tre lande oplevede i perioden umiddelbart efter Sovjetunionens opløsning store fald i produktionen målt ved det reale BNP. Først fra og med 1996 blev den reale BNP-vækst for alvor positiv, jf. figur 1.

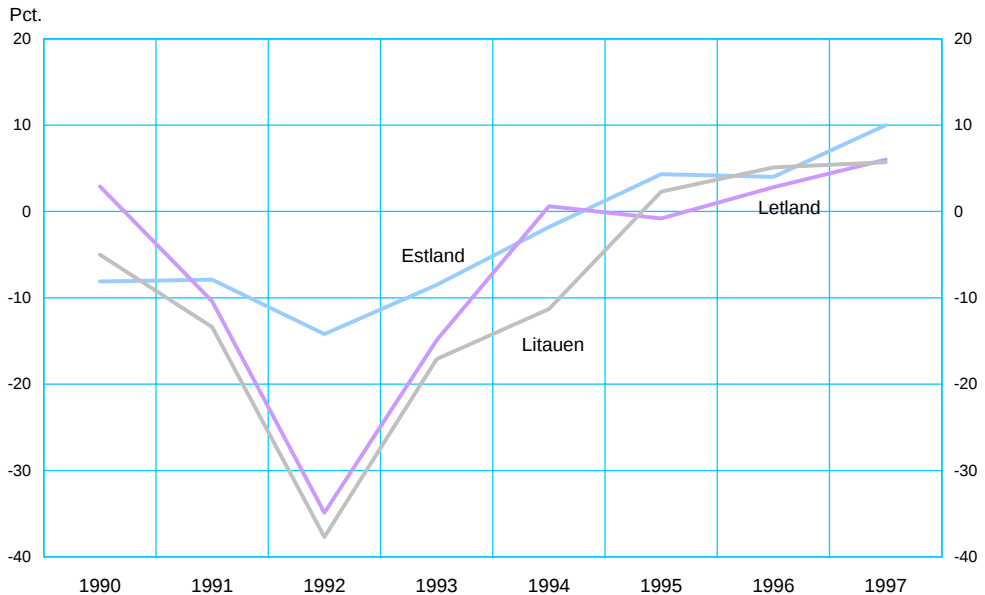
I Estland nåede væksten i det reale BNP i 1997 op på 10 pct., primært som følge af en stærk vækst i det private forbrug, de private investeringer og eksporten. I Letland og Litauen var væksten også bredt baseret med en betragtelig vækst i investeringerne. Det reale BNP steg i 1997 med ca. 6 pct. i både Letland og Litauen.

BNP per capita er for 1997 foreløbigt opgjort til 3.200 dollar i Estland, 2.200 dollar i Letland og 2.500 dollar i Litauen. Til sammenligning er Danmarks BNP per capita ca. 30.000 dollar, mens det er ca. 10.000 dollar i Portugal, som i 1997 havde EUs laveste BNP per capita.<sup>1)</sup> Forskellene vil dog være mindre målt ved et købekraftskorrigeret BNP per capita.<sup>2)</sup>

<sup>1)</sup> For de baltiske lande stammer oplysningerne fra EBRD, mens Eurostat er kilden for Danmark og Portugal, hvor BNP er opgjort i løbende priser. Det skal bemærkes, at tallene for de baltiske lande er behæftet med stor usikkerhed.

<sup>2)</sup> Ved købekraftskorrektion tages der højde for det generelt lavere prisniveau i de baltiske lande. Det har dog ikke været muligt at fastlægge et konsistent købekraftskorrigeret BNP-mål for de baltiske lande i 1997.

Figur 1 *Den reale BNP-vækst, 1990-1997*



Kilde: EBRD, *Transition Report Update*, 1998.

Note: Tal for 1997 er skønnet.

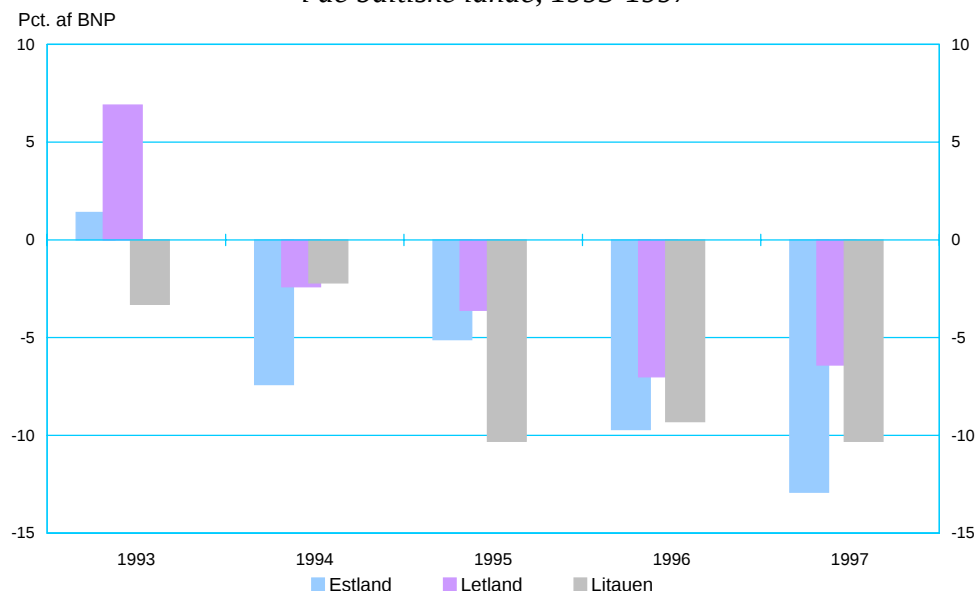
Underskuddene på betalingsbalancens løbende poster er i dag de tre landes største økonomiske problem. Underskuddene er en naturlig følge af de store strukturelle ændringer, som landene gennemgår i disse år i forbindelse med opbygningen af et nyt kapitalapparat. Den stærke indenlandske efterspørgsel har medført, at importen er steget betydeligt mere end eksporten. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster udgjorde i Estland i 1997 ca. 13 pct. af BNP som følge af et handelsbalanceunderskud på ca. 25 pct.<sup>1)</sup> og et overskud på tjenestebalancen på ca. 12 pct. I Litauen nåede underskuddet på de løbende poster i 1997 også op over 10 pct., mens det i Letland udgjorde knap 7 pct., jf. figur 2.

De store betalingsbalanceunderskud indebærer, at landene udsætter sig for en betydelig risiko med hensyn til udlændinges fortsatte vilje til at investere i landet. Da underskuddet på de løbende poster skal finansieres af et tilsvarende overskud på kapitalposterne, er landene meget afhængige af udenlandske investeringer og muligheden for udenlandsk låntagning.

Såfremt kapitalposterne hovedsageligt består af lån med kort løbetid eller porteføljeinvesteringer, som hurtigt kan trækkes tilbage, er landenes ri-

<sup>1)</sup> Et væsentligt problem i forbindelse med opgørelsen af betalingsbalancen i Estland er omfanget af transithandel. Estlands nationalbank har derfor i 1998 udviklet en metode til at ekskludere transithandel i opgørelsen af betalingsbalancen.

Figur 2 *Betalingsbalancens løbende poster  
i de baltiske lande, 1993-1997*



Kilde: EBRD, *Transition Report Update*, 1998.

Note: Tal for 1997 er skønnet.

siko yderligere forøget sammenlignet med en situation, hvor kapitalindstrømningen består af lån med mellemlang eller lang løbetid og udenlandske direkte investeringer, Foreign Direct Investments (FDI). Estland er det land, som har den største andel af porteføljeinvesteringer, og denne andel har været stigende de seneste år, mens omvendt andelen af FDI har været faldende siden 1994. I Letland og Litauen er omfanget af FDI markant stigende, mens porteføljeinvesteringerne er begrænsede. Andelen af FDI opgjort i forhold til BNP udgjorde i Estland 2,8 pct. i 1997, i Letland 7,6 pct. og i Litauen 3,6 pct.<sup>1)</sup> Det bør nævnes, at FDI ikke nødvendigvis har karakter af langtløbende investeringer, og da tallene er behæftet med datausikkerhed og store ændringer fra år til år, bl.a. som følge af privatiseringer, skal disse tal tolkes med stor varsomhed.

Som en indikator for, om landenes valutareserver står mål med de stadigt voksende underskud på de løbende poster, kan man anvende forholdet mellem de samlede valutareserver og de månedlige udgifter på betalingsbalancens løbende poster. Normalt anses det for passende, at valutareserverne i gennemsnit mindst svarer til ca. tre måneders udgifter på de løbende poster (eller blot importudgifterne). Målt med denne tommelfingerregel synes landenes reserver lidt i underkanten, jf. tabel 1.

<sup>1)</sup> Kilde: EBRD, *Transition Report Update*, 1998.

Tabel 1 *Antal måneders udgifter på betalingsbalancens løbende poster, der er dækket af valutareserver, 1994-1997*

|               | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---------------|------|------|------|------|
| Estland ..... | 2,5  | 2,3  | 2,0  | 2,2  |
| Letland ..... | 4,6  | 3,0  | 2,9  | 2,7  |
| Litauen ..... | 2,8  | 2,7  | 2,2  | 2,3  |

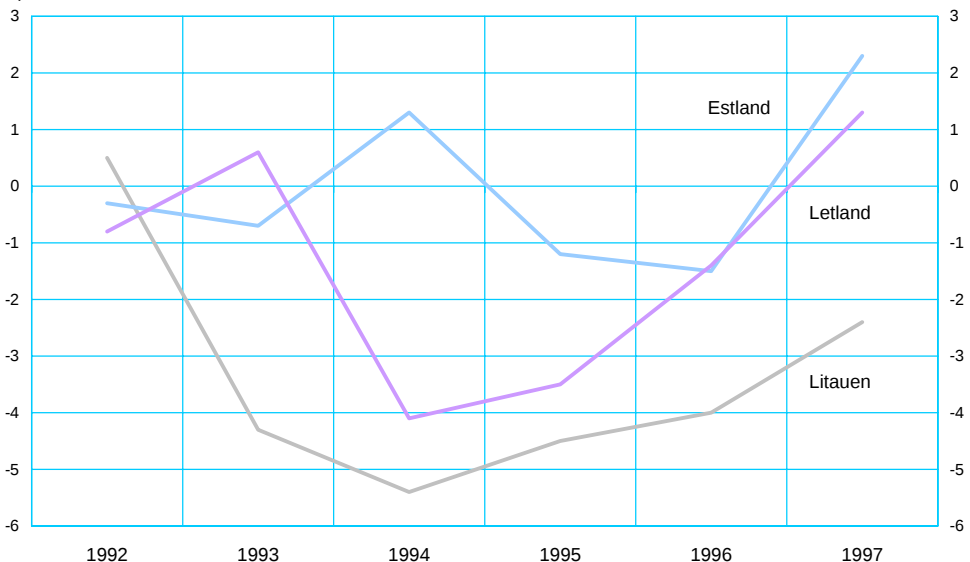
Kilde: EBRD, Transition Report Update, 1998.

Note: For Litauen anvendes månedlige importudgifter på handelsbalancen. Tal for 1997 er skønnet.

Den høje kapitalindstrømning til landene som følge af finansieringen af betalingsbalanceunderskuddet betyder, at den økonomiske politik skal virke kontraktiv for at modvirke overophedning og inflation. Jo større del af kapitalimporten, der anvendes til forbrug frem for investeringer, jo vigtigere er det, at der føres en kontraktiv økonomisk politik, og at den overskydende likviditet opsuges fx gennem udstedelse af statsobligationer. Uanset at de offentlige finanser i de baltiske lande forekommer sunde ud fra en EU målestok, er en strammere finanspolitik en effektiv måde at dæmpe forbruget på, da det er særdeles vanskeligt direkte at påvirke den private sektors opsparingsadfærd. De offentlige budgetter i de tre lande er, som det ses i figur 3, blevet klart forbedret siden midten af 1990'erne. Både Estland og Letland havde således overskud på de offentlige budgetter i 1997.

Figur 3 *Udviklingen i den offentlige budgetsaldo, 1992-1997*

I pct. af BNP



Kilde: EBRD, Transition Report Update, 1998.

Note: Tal for 1997 er skønnet.

Tabel 2 *Pris- og lønudvikling i de baltiske lande, 1993-1998*

| Procentvise ændringer | 1993  | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|-----------------------|-------|------|------|------|------|------|
| Estland               |       |      |      |      |      |      |
| - inflation .....     | 89,8  | 48,0 | 29,0 | 23,0 | 11,0 | 12,0 |
| - lønudvikling .....  | 93,3  | 72,2 | 35,7 | 23,5 | 19,6 |      |
| Letland               |       |      |      |      |      |      |
| - inflation .....     | 108,0 | 35,9 | 25,0 | 17,6 | 8,4  | 6,0  |
| - lønudvikling .....  | -     | 60,0 | 24,1 | 14,9 | 21,6 |      |
| Litauen               |       |      |      |      |      |      |
| - inflation .....     | 410,4 | 72,1 | 39,5 | 24,7 | 8,9  | 6,4  |
| - lønudvikling .....  | 233,0 | 82,0 | 43,0 | 31,0 | 24,7 |      |

Kilde: EBRD, *Transition Report Update*, 1998, dog BIS, *Economic Indicators for Eastern Europe*, april/ maj 1998, for lønudviklingen i 1997.

Note: Inflationen er opgjort ved forbrugerprisstigninger (årligt gennemsnit) og lønudviklingen er for den månedlige bruttoindtjening for ansatte i industrien.

Tal for 1997 er skønnet, mens tal for 1998 er prognoser.

Den positive udvikling i de offentlige budgetter skyldes, ud over en stram styring af de offentlige udgifter, stigende indtægter som følge af den øgede BNP-vækst i 1996 og 1997 og et faldende renteniveau. I Letland nævnes også forbedret skatteopkrævning som årsag til budgetforbedringen, mens Litauen i 1997 hævdede en række momssatser.

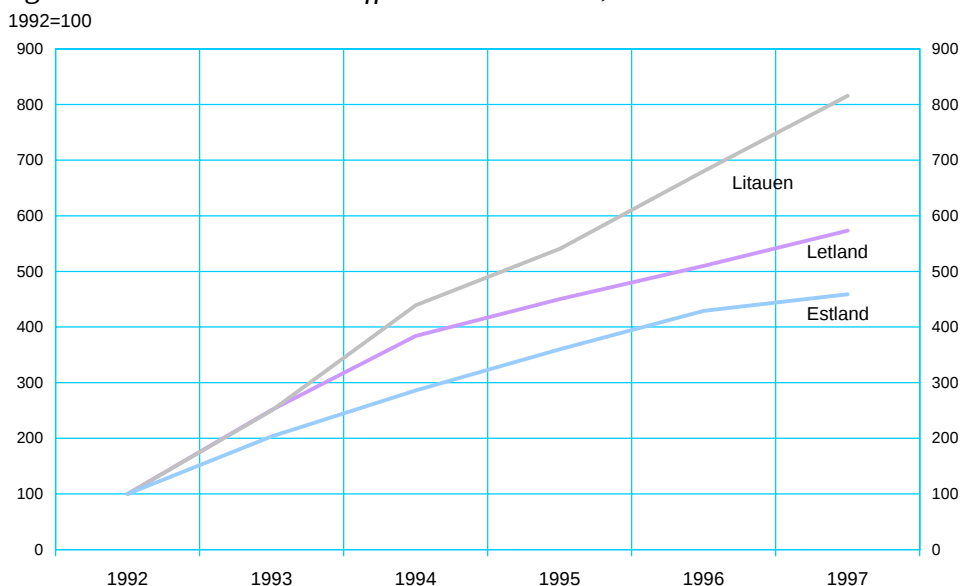
Inflationen har været klart nedadgående i alle år, men fra et højt udgangspunkt. Landene er således gået fra at have gennemsnitlige årlige forbrugerprisstigninger på omkring 200 pct. i 1991 til 11 pct. i Estland, 8 pct. i Letland og 9 pct. i Litauen i 1997, jf tabel 2, (gennemsnittet i EU var i 1997 1,7 pct. målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks). De seneste år har inflationen haft tendens til at stagnere omkring 10 pct. uden yderligere fald, hvilket er et ikke ukendt problem for en række andre lande, som tidligere har haft meget høj inflation. De senere års forbrugerprisstigninger skyldes bl.a. store prisstigninger på regulerede varer som fx bolig, el, vand og varme, der hidtil har været subsidierede.

Lønudviklingen har fulgt det generelle fald i prisudviklingen, men der har dog i nogle år været tale om en kraftig reallønsfremgang i visse sektorer.

Tabel 3 *Valutakurssystemer i de baltiske lande*

|         |                                                                                                                           |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Estland | "Currency board" siden 1992, 8 kroon = 1 D-mark.                                                                          |
| Letland | Fastkurspolitik over for SDR siden 1994, 0,7997 lat = 1 SDR.                                                              |
| Litauen | "Currency board" siden 1994, nu overgangsfase væk fra "currency board" over til alm. fastkurspolitik, 4 litas = 1 dollar. |

Figur 4 *Den reale effektive valutakurs, 1992=100*



Kilde: BIS, *Economic Indicators for Eastern Europe*, diverse udgaver.

Anm.: Indeksene er beregnet med anvendelse af handelsvægtede forbrugerprisstigninger fra 21 industrilande.

En væsentlig faktor bag den relativt hurtige nedbringelse af inflationen er landenes konsekvente fastkurspolitik, jf. tabel 3. Estland anvender et såkaldt "currency board", hvor seddel- og møntomløbet er dækket af landets valutareserve.<sup>1)</sup> Dette virker som en garant for, at estiske kroon kan omveksles til D-mark, som er ankervalutaen. Litauen har valgt gradvist at skifte fra det nuværende "currency board" i US-dollar til en almindelig fastkurspolitik over for euroen eller en kurv af valutaer bestående af dollar, euro og muligvis andre europæiske valutaer. Skiftet væk fra "currency board" kombineres med ændringer i centralbankloven for at gøre centralbanken mere uafhængig. I Letland fører man fastkurspolitik over for SDR, men selvom man aldrig officielt har haft et "currency board", har landet reelt haft seddel- og møntomløbet dækket af valutareserverne.

Fastkurspolitikken over for henholdsvis D-mark (Estland), SDR (Letland) og dollar (Litauen) har sammen med landenes relativt høje inflation ført til en markant appreciering af de reale effektive valutakurser, jf. figur 4. Da fastlåsningen af valutakurserne imidlertid skete på et meget lavt niveau, og landene derudover har haft store produktivitetsstigninger, er kon-

<sup>1)</sup> "Currency board" i Estland og Litauen dækker udover seddel- og møntomløbet også de private bankers indskud i centralbanken, og i Litauen dækkes endvidere regeringens indskud i centralbanken samt passiver denomineret i litas, inklusive passiver i de tidligere sovjetiske banker.

kurrenceevnen bevaret, og alle tre lande har haft betragtelige stigninger i eksporten siden 1992.

Set i lyset af de baltiske landes store underskud på betalingsbalancens løbende poster og den deraf afledte afhængighed af udenlandske investorer tillid er de baltiske lande også afhængige af, at andre "emerging markets" rundt om i verden oplever en stabil og ikke uroskabende udvikling. Asienkrisen har ikke haft alvorlig betydning for de tre baltiske lande, men Estland oplevede dog i efteråret 1997 et kortvarigt pres på kroonen, der automatisk førte til forhøjede rentesatser på grund af "currency board". En vis effekt har også kunnet observeres i forbindelse med den aktuelle krise i Rusland.

Det må konkluderes, at de tre baltiske lande befinder sig i en højvækstperiode, hvor udviklingen på betalingsbalancen udgør den mest iøjnefaldende risiko. Landene fører en stram offentlig udgiftspolitik, og inflationen er bragt ned under eller tæt på 10 pct. Fastkurspolitikken har ført til store reale aprecieringer af valutakurserne, hvilket på sigt yderligere kan forværre betalingsbalancen, såfremt produktivitetstigningerne aftager og den relativt høje inflation - særligt i Estland - ikke nedbringes yderligere.

### *Udviklingen i den finansielle sektor*

Den finansielle sektor i alle tre baltiske lande har gennemgået en markant udvikling siden begyndelsen af 1990'erne. Særlig de seneste par år har væksten i sektoren været særdeles høj. Hvorvidt udviklingen fortsætter afhænger bl.a. af den økonomiske og finansielle udvikling i Rusland. Det er i denne forbindelse vigtigt, at der udvises forsigtighed i forbindelse med transaktioner med Rusland.

### *Banksektoren*

Alle tre baltiske lande oplevede bankkriser efter uafhængigheden; Estland i 1992 og Letland og Litauen i 1995 og 1996. I de to sidstnævnte lande var der dog ikke tale om fare for pengevæsenets stabilitet. De sidste par år er den finansielle sektor i alle tre lande stabiliseret med reduktion i antallet af banker. IMF opfordrede imidlertid i forbindelse med de seneste landekonsultationer til yderligere tiltag for at sikre en fortsat positiv udvikling, jf. boks 1.

Som det fremgår af figur 5, har der været en kraftig udlånsvækst i Estland siden 1993, mens bankkriserne i Letland og Litauen fortsat har en afdæmpende effekt på udlånene. Effekten er mest udtalt i Letland, da Letlands centralbank ikke foretog nogen bankredninger og derved ikke fungerede som "lender of last resort". I Litauen var centralbanken væsentlig me-

re aktiv i afhjælpning af krisen. Den begyndende vækst i udlånene viser dog en styrket tillid til banksektoren.

Der gennemføres fortsat tiltag med henblik på at styrke tilliden til den finansielle sektor. Centralbankerne forbedrer og planlægger udbygninger af reguleringen af den finansielle sektor. I alle tre lande er BIS-kapitalkravene for dækning af kreditrisiko indført, mens krav om dækning af markedsrisiko forventes indført snarest. Indskydergarantiordninger er ved at blive indført, dog foreløbig med begrænset dækning, og finanstillsynene i alle tre

#### Boks 1

#### Udtalelser fra IMF

IMFs eksekutiv-direktører har udtalt følgende om udviklingen i den finansielle sektor i forbindelse med de seneste artikel IV-konsultationer i de baltiske lande:

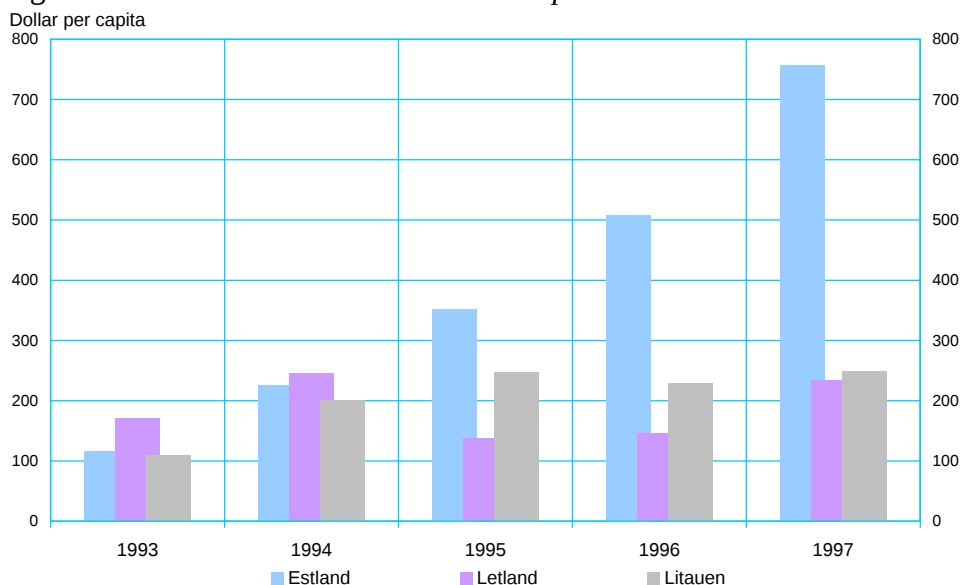
*Estland: "Directors viewed with concern the rapid expansion of domestic bank credit, all the more so because the pace of such growth could outstrip the banks' ability to assess risks properly. They commended the Bank of Estonia for aggressively availing itself of the policy instruments at its disposal - within the limitations imposed by the currency board arrangement - to reduce the growth rate of commercial bank credit and to strengthen the banking system. They encouraged the authorities to implement vigorously the reinforcement of bank prudential standards in the coming months; to extend this effort to nonbank financial intermediaries; and to strengthen bank supervision."*

*Letland: "Directors were encouraged by the increased confidence in the financial system and the steps taken by the authorities to achieve strong supervision of banks and an appropriate regulatory framework for the financial sector. They welcomed the authorities' intention to closely monitor the development of credit, and take action, if necessary, to curb credit growth and ensure the continued health of the banking system".*

*Litauen: "While acknowledging that the situation in the banking system has improved, Directors stressed that a further strengthening was needed, and called on the authorities to address the remaining weaknesses, especially those related to state-controlled banks. Directors recommended their speedy privatization, and emphasized the need to ensure that their operations in the meantime are in full compliance with prudential regulations and are carried out on a strictly commercial basis. Directors called on the Bank of Lithuania to remain vigilant in guarding against excessive reliance by the domestic banking system on short-term inflows from abroad".*

Kilde: IMF Press Information Notices, webadresse [www.imf.org](http://www.imf.org).

Figur 5 *Bankernes udlån til den private sektor*



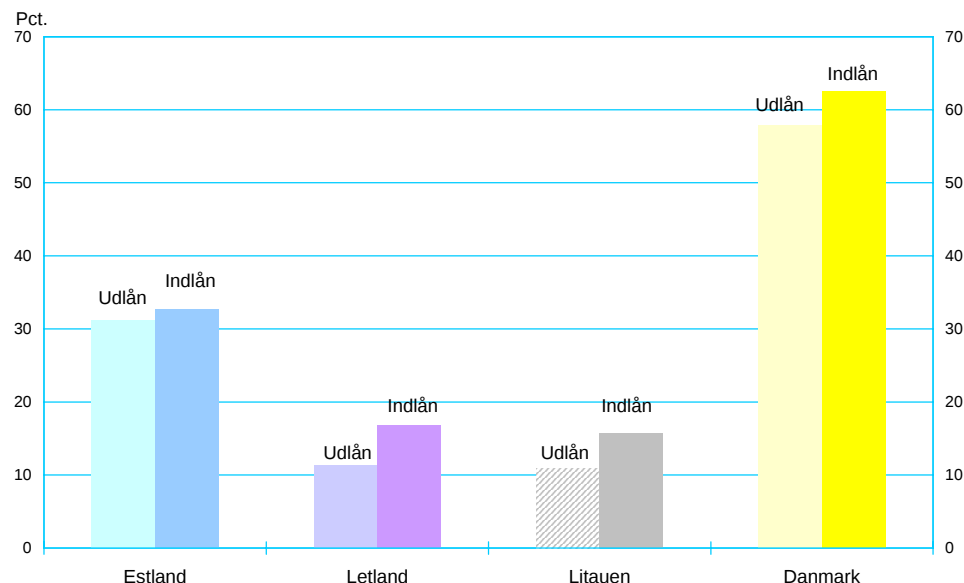
Kilde: IMF, *International Financial Statistics*, July 1998.

lande styrkes på en række områder bl.a. gennem opbygning af databaser med omfattende oplysninger om de private banker. Estland har strammet kapitaldækningskravene i oktober 1997 fra 8 pct. til 10 pct. af de risikovægtede aktiver som følge af den stærke vækst i banksektoren. Kravene vil blive strammet yderligere i løbet af 1998, såfremt det findes nødvendigt. Som følge af, at den kommercielle banksektor i alle tre lande er forholdsvis nyetableret, mangler der dog fortsat kreditvurderingsekspertise og generel erfaring med bankdrift. I den forbindelse kan det nævnes, at Eesti Maapank, der har ca. 5 pct. af bankmarkedet i Estland, kom under konkursbehandling i juni 1998 som følge af store tab på spekulationsforretninger.

I alle tre lande er banktilsynet underlagt centralbanken, mens tilsynet med den øvrige del af den finansielle sektor hører under finansministerierne. Det overvejes dog bl.a. i Estland at etablere et samlet tilsyn, der skal dække hele den finansielle sektor. Alle tre lande planlægger at indføre EUs kapitaldirektiv, CAD (Capital Adequacy Directive) inkl. markedsrisikobestemmelserne. Centralbankerne i alle tre lande nyder en høj grad af uafhængighed, og forholdene på de finansielle markeder er meget liberale. Alle tre lande er rated med "investment grade" af de internationale ratingbureauer.

I Estland og Letland er stort set alle banker privatiserede eller ved at blive privatiserede. I Litauen er kun ca. halvdelen af banksektoren fuldt pri-

Figur 6 *Bankers udlån og indlån i forhold til BNP i 1997*



Kilde: Nationalbankerne i Estland, Letland og Litauen samt Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1997*.

vatiseret, og de banker, der kun er delvist privatiserede, har tilmed fået dispensation fra kapitaldækningskravene. Denne dispensation forventes dog at ophøre snarest. Antallet af banker er reduceret væsentligt i alle tre lande de sidste par år. Senest har Estlands nationalbank i juli 1998 godkendt to bankfusioner; den ene mellem den største og næststørste bank, Hansapank og Houipank, og den anden mellem den tredjestørste og fjerdestørste bank, Ühispank og Tallina Pank. Efter disse fusioner er der 9 banker i Estland, hvor den største bank har en markedsandel på næsten 50 pct. og den næststørste ca. 35 pct. I Litauen fusionerede de to største fuldt kommercielt fungerende banker, Vilniaus Bankas og Bankas Hermes, i foråret, og der forventes også at ske en yderligere konsolidering i banksektoren i Letland.

Betragtes bankernes ud- og indlån i forhold til BNP, ses det af figur 6, at ud- og indlånene er væsentlig højere i Estland sammenlignet med de to øvrige baltiske lande. I den forbindelse påpegede IMF i december 1997, at "The banking system might overextend itself and face liquidity problems, should credit risks be poorly judged or capital inflows slow down"<sup>1)</sup>. Der er en vis mistillid til banksystemet efter problemerne i 1995-96 i Letland og Litauen. Desuden har den langsomme privatiseringsproces og den høje realrente også haft en dæmpende effekt. Der forlanges stort set sikkerhed for

<sup>1)</sup> IMF Press Information Notices, webadresse [www.imf.org](http://www.imf.org).

al udlån, men sikkerhedsstillelsen består dog ofte af vanskeligt omsættelige aktiver.

De største banker i Estland har etableret filialer i Letland og Litauen og ser i stigende grad alle tre baltiske lande under ét som det fremtidige hjemmemarked. De største private banker i alle tre lande har enten etableret filialer i Rusland, Hviderusland og Ukraine eller har korrespondentbanker i disse lande primært for at servicere deres indenlandske kunder, der opererer på disse markeder. Bankerne foretager også porteføljeinvesteringer i disse markeder på grund af de høje afkast, der kan opnås i disse lande, og der synes at være en høj grad af bevidsthed om, hvilke risici sådanne investeringer har. I Estland optager enkelte banker lån i D-mark og videreudlåner i estiske kroon til en langt højere rente end D-mark-renten. Valutakursrisikoen på disse transaktioner opfattes som næsten ikke-eksisterende som følge af "currency board", men dette forudsætter naturligvis opretholdelse af den faste valutakurs.

### *Kapitalmarkederne*

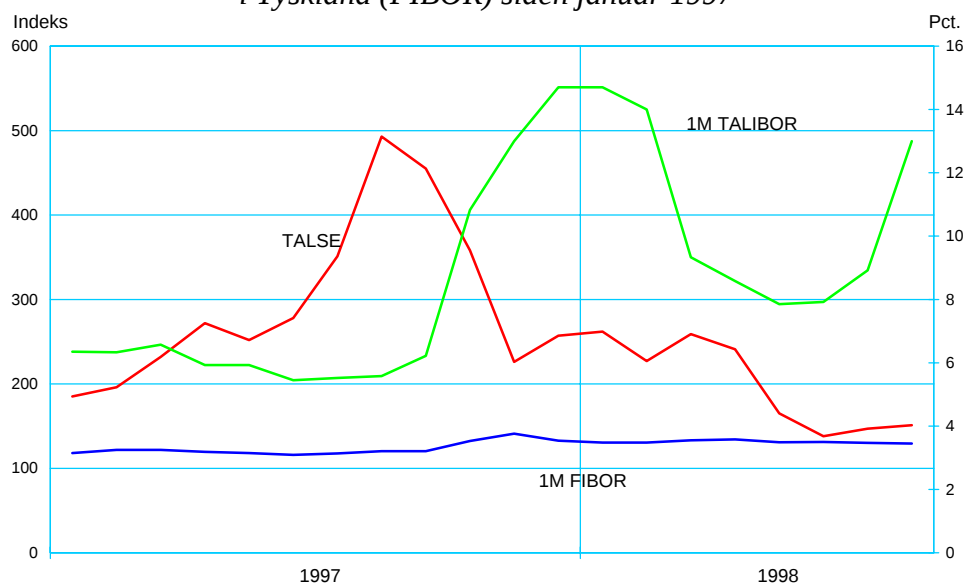
Aktiemarkederne har hidtil haft en forholdsvis lille betydning som finansieringskilde for virksomheder i de baltiske lande. Kapitaliseringsgraden (markedsværdien af aktiemarkedet i forhold til BNP) var ultimo 1997 omkring 26 pct. i Estland, 7 pct. i Letland og 9 pct. i Litauen.<sup>1)</sup> Kapitaliseringsgraden i Danmark, der er forholdsvis lav blandt de vesteuropæiske lande, er omkring 50 pct., mens den er over 100 pct. i USA. Aktiemarkedet domineres af bankaktier i alle tre lande, hvor fx over halvdelen af markedet i Estland består af bankaktier, mens markedet i Letland er mere spredt. Alle tre lande har elektroniske fondsbørser, hvor der også handles korte statsobligationer med maximale løbetider på to år. I Estland og Litauen er pengemarkederne svagt udviklede, da centralbanken ikke er aktiv i pengemarkedet og ikke anvender traditionelle pengepolitiske instrumenter som følge af "currency board". Dette er bl.a. baggrunden for ønsket i Litauen om at afvikle "currency board" til fordel for et traditionelt fastkursarrangement. Udviklingen af kapitalmarkedet begrænses også af manglen på udbud af statsobligationer som følge af overskud på statsbudgetterne i Estland og Letland. Derudover er lokale myndigheder i flere tilfælde afskåret fra at udstede obligationer.

Betragtes udviklingen på Estlands aktiemarked, ses det af figur 7, at aktieindekset (TALSE) steg markant i sommeren 1997 (formodentlig som følge af en spekulativ boble i forbindelse med rygter om bankfusioner) for

---

<sup>1)</sup> Kilde: EBRD, *Transition Report*, 1997.

Figur 7 *Udviklingen i aktieindekset TALSE (venstre skala) og 1-månedrenten (højre skala) i Estland (TALIBOR) og i Tyskland (FIBOR) siden januar 1997*



Kilde: Bloomberg. Ugentlige data, seneste observation 26. august 1998.

derefter at falde brat i efteråret sandsynligvis som reaktion på krisen i Sydøstasien. Aktiemarkedet har, som nævnt, endnu kun beskeden betydning for virksomhedernes finansiering, og der var derfor stort set ingen realøkonomiske effekter af først stigningen og derefter det store fald i aktieindekset. Udviklingen på aktiemarkedet bliver dog brugt af udenlandske investorer som en indikator for det økonomiske klima, og faldet i aktiekurserne kan derfor have haft en afdæmpende virkning på de udenlandske investeringer. 1-måned renten (1M TALIBOR) lå stabilt på omkring 6 pct. frem til slutningen af oktober 1997, hvorefter den steg til knap 15 pct. ved årsskiftet. Rentestigningen skyldtes pres mod valutakursen muligvis som følge af afsmittende effekter fra valutakriserne i Asien, hvor investorer søgte mod de mere traditionelle markeder, en såkaldt "safe haven"-effekt, som måske medførte, at valutamarkederne ville teste andre "emerging markets" med fast valutakurs. Presset var dog kortvarigt og ophørte efter gennemførelse af IMF støttede økonomiske programmer, der indeholdte en markant stramning af den økonomiske politik. Som et væsentligt element i dette program oprettedes en stabiliseringsfond, hvortil en del af overskuddet på de offentlige finanser indbetales og investeres i tyske statsobligationer. Renten steg igen i sommeren 1998, hvilket tyder på, at der har været et vist

pres på den estiske kroon som følge af krisen i Rusland. Aktiemarkedene i Letland og Litauen faldt ligeledes i oktober 1997, hovedsageligt som en reaktion på aktiekursfaldet i Estland, og som følge af at estiske investorer trak sig ud af disse markeder. Ligesom i andre "emerging markets" faldt aktieindeksene markant i slutningen af august 1998 som følge af krisen i Rusland.

Som følge af aktiemarkedernes beskedne størrelse kan det på længere sigt komme på tale at slå de tre børser sammen, idet selskaberne alternativt vil rejse kapital på andre børser - fx de nordiske - der er væsentlig mere likvide. Der forventes yderligere privatiseringer særligt i Letland og Litauen, hvor kun ca. 60 pct. af økonomien er privatiseret. Dette forventes at øge kapitalformidlingen via fondsbørserne markant.

Mangel på erfaringer med kreditgivning og lovgivning omkring sikkerhedsstillelse har medført en markant vækst i leasingmarkederne i forhold til traditionel bankvirksomhed, og hovedparten af bankerne har etableret selvstændige leasingselskaber.

I alle tre lande er der planer om at etablere et finansieret pensionsopsparingssystem til afløsning for de nuværende "pay-as-you-go"-systemer. Der arbejdes også på at få etableret realkreditmarkeder i alle tre lande<sup>1)</sup>, hvilket vil betyde en væsentlig forbedring af privatpersoners muligheder for at låne. Forsikringsmarkederne er også under udbygning. Disse tiltag forventes på længere sigt at medføre en væsentlig udvikling af kapitalmarkederne.

### *Afsmittende effekter fra Rusland og Asien*

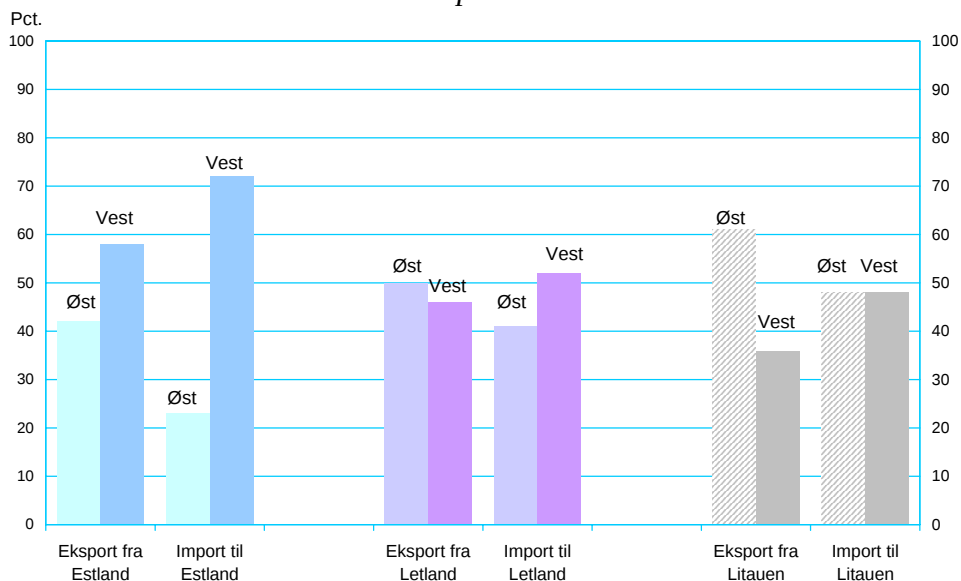
Indtil videre har den negative økonomiske udvikling i Rusland kun haft en begrænset afsmittende effekt på de baltiske lande. Sammensætningen af de baltiske landes udenrigshandel er af en vis betydning, da landene overvejende importerer deres varer fra de vestlige lande, mens en stor del af eksporten fortsat sælges til Rusland og andre tidligere sovjetrepublikker. Estland er det land, der har den største samhandel med Vesteuropa, jf. figur 8, men der skal dog tages forbehold for den store transithandel gennem Estland. Hovedparten af Letlands og Litauens eksport går til central- og østeuropæiske lande.

For den finansielle sektors vedkommende består sårbarheden over for Rusland primært af de baltiske bankers udlån til russiske kunder, indskud i russiske banker, samt investeringer i russiske statsobligationer. Der synes dog at være en høj grad af bevidsthed om, hvilken risiko der er forbundet med disse investeringer.

---

<sup>1)</sup> Danmark deltager i realkreditprojekter i Letland og Litauen.

Figur 8 *De baltiske landes eksport og import opdelt efter samhandelspartnere i 1996*



Kilde: IMF, *Direction of Trade Statistics*, marts 1998.

Note: Øst dækker Rusland og de central- og østeuropæiske lande, mens Vest dækker de industrialiserede lande.

Da samhandlen med øvrige lande ikke er inkluderet i figuren, summer tallene ikke til 100 pct.

Med hensyn til Asienkrisens afsmittende effekter kan det til en vis grad fremhæves, at krisen nærmest havde en positiv effekt på de finansielle markeder i Estland. Særlig aktiemarkedet oplevede en form for "overop-hedning" i sommeren 1997, og Asienkrisen havde derfor en belejlig af-dæmpende effekt. Ligeledes må presset på den estiske kroon i oktober 1997 siges at være en afledt effekt fra Asienkrisen. Letland og Litauen blev stort set kun indirekte berørt gennem en afsmittende effekt fra Est-land.

De underliggende økonomiske problemer i de baltiske lande må vurde-res at være betydeligt mindre end i de kriseramte asiatiske lande og Rus-land. Dette gælder uanset, at opsparingsunderskuddet, som følge af beta-lingsbalanceunderskuddet, er særdeles stort, og at en stram finanspolitik derfor er nødvendig for at sikre en holdbar makroøkonomisk udvikling. De baltiske lande er også i en mere favorabel udgangssituation end de krise-ramte lande. I forhold til de asiatiske lande gælder dette bl.a. reguleringen af og tilsynet med den finansielle sektor, men fremgangen må dog vurderes med en vis forsigtighed. Det skal understreges, at den privatiserede del af de baltiske økonomier, og særlig den finansielle sektor, opererer under me-re liberaliserede forhold, end hvad der er tilfældet i flere af de asiatiske

lande. Den høje grad af centralbankuafhængighed i alle tre baltiske lande er ligeledes med til at styrke troværdigheden af den økonomiske politik.

### *Sammenfatning*

De baltiske lande har i de seneste par år vist imponerende økonomiske resultater med høje væksttal og en kraftig afdæmpning af inflationstakterne opnået gennem en konsekvent fastkurspolitik. Inflationen er dog stadig høj sammenlignet med fx gennemsnittet i EU, og fastkurspolitikken har derfor ført til en kraftig appreciering af de reale valutakurser. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster bør på længere sigt nedbringes for at sikre en stabil økonomisk udvikling.

Den finansielle sektor har ligeledes gennemgået en positiv udvikling efter de bankkriser, der ramte Estland i 1992 og Letland og Litauen i 1995 og 1996. Banktilsynene er under konstant udbygning, og der gennemføres fortsat tiltag med henblik på at styrke tilliden til den finansielle sektor. Aktiemarkederne er også i kraftig vækst, men har endnu kun mindre betydning som finansieringskilde for virksomhederne. En fremtidig indførelse af realkreditsystemer og finansierede pensionssystemer forventes at medføre en væsentlig udbygning af den finansielle sektor i alle tre lande.

Krisen i Asien har kun haft beskeden realøkonomisk virkning i de baltiske lande, og vil kun handelsmæssigt kunne påvirke landene gennem fx generel lavere økonomisk vækst i deres samhandelspartnere. De store aktiekursfald i Estland i efteråret 1997 kom som en indirekte reaktion på Asienkrisen efter markante kursstigninger i løbet af sommeren. De forværrede økonomiske problemer i Rusland har påvirket en række såkaldte "emerging markets", og heller ikke de baltiske lande er gået ramt forbi.

## Pressemeddelelser

---

### *Den 29. maj om rentenedsættelse*

Med virkning fra i dag nedsættes diskontoen med  $\frac{1}{4}$  pct. til  $3\frac{3}{4}$  pct. Fo-liorenten nedsættes ligeledes med  $\frac{1}{4}$  pct. til  $3\frac{3}{4}$  pct. Renten på indskudsbe-viser og genkøbsforretninger nedsættes tilsvarende med 0,25 pct. til 4,00 pct.

Valutamarkedet var i april og begyndelsen af maj præget af usikkerhed forud for folkeafstemningen om Amsterdam-traktaten. Nationalbankens renteforhøjelse den 5. maj stabiliserede markedet, og i maj har Nationalbankens køb og salg af valuta stort set opvejet hinanden.

Afklaringen af situationen efter folkeafstemningen giver grundlag for at nedsætte Nationalbankens renter.

Eventuel henvendelse bedes rettet til Kirsten Mordhorst på tlf. 33 63 60 21.

### *Den 14. august om usikkerhed om opgørelsen af betalingsbalancen*

Forskellen mellem Danmarks Nationalbanks opgørelse af valutastatistikken og Danmarks Statistiks opgørelse af betalingsbalancen har i den sene-ste tid givet anledning til forståelig usikkerhed med hensyn til udviklingen på betalingsbalancen. Nationalbankens valutastatistik viser for 12 måne-ders perioden juni 1997 til maj 1998 et overskud på 8,6 mia.kr., mens Danmarks Statistiks betalingsbalanceopgørelse viser et underskud på 4,2 mia.kr. Forskellen er således 12,8 mia.kr.

Differencen skyldes dels forskellige opgørelsesprincipper, dels forskelle i de tilgrundliggende data.

Den mest fundamentale forskel i opgørelsesprincipperne er, at valutastatistikken registrerer indtægter og udgifter i forbindelse med varehandel på betalingstidspunktet, mens de i betalingsbalanceopgørelsen registreres på transaktionstidspunktet, dvs. når varen rent fysisk ind- eller udføres. På grund af den udstrakte brug af leverandørkreditter vil betalingen typisk finde sted nogle måneder efter transaktionstidspunktet.

Forskel i registreringstidspunkt vil normalt ikke have den store betydning, når man betragter en 12-måneders periode. I perioder er forskellen dog betydelig. I den konkrete situation skal opmærksomheden henledes på, at den negative effekt, som konflikten på arbejdsmarkedet har haft på beta-lingsbalancen, indgår umiddelbart i Danmarks Statistiks opgørelse for april og maj, men først vil slå fuldt igennem i valutastatistikken i de kommende måneder i takt med, at betalingerne effektueres.

Herudover er der en række andre mindre definitoriske forskelle i opgørelserne, herunder forskelle vedrørende opgørelsen af renter og udbytter.

Den problematiske forskel vedrører det tilgrundliggende datamateriale. Danmarks Statistiks udenrigshandelstal bygger på indberetninger fra toldmyndighederne og fra 1993 tillige fra virksomhederne. Nationalbankens valutastatistik bygger på betalinger gennem danske pengeinstitutter.

Problemet består i manglende overensstemmelse mellem de to former for indberetninger og ses af, at valutastatistikens varebetalinger og Danmarks Statistiks opgørelse af ind- og udførsel af varer siden 1993 ikke har udviklet sig parallelt, hvilket var tilfældet tidligere.

Problemstillingen er i øvrigt ikke unik for Danmark. Andre EU-lande har problemer af samme type.

Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik har arbejdet intensivt med disse problemer, siden de blev klarlagt i 1995. Arbejdet koordineres i en kontaktgruppe, hvori også Økonomiministeriets departement deltager.

I Danmarks Nationalbank har en omfattende omlægning af valutastatistikken været under forberedelse gennem længere tid. Det nye system bliver implementeret i oktober 1998, og herefter følger en indkøringsfase. Denne omlægning forbedrer afgørende mulighederne for en detaljeret sammenligning af valutastatistikken med Danmarks Statistiks oplysninger om ind- og udførsel. Som følge af de forskellige registreringsprincipper kræves dog, at det nye system er kørt ind og har fungeret i en periode, før meningsfyldte sammenligninger kan foretages.

I Danmarks Statistik har man siden 1995 løbende gennemført en lang række kontroller af udenrigshandelsoplysningerne, bl.a. ved at sammenholde tallene med oplysninger fra momssystemet og foretage sammenligninger med andre landes opgørelser af samhandelen med Danmark. Resultatet af disse kontroller rapporteres løbende i "Kvaliteten af udenrigshandelstallene", som kan rekvireres.

Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik er opmærksom på den usikkerhed, som opgørelserne har forårsaget. Der vil blive arbejdet med en afklaring på problemstillingen i 1999, hvor de detaljerede analyser af sammenhængen mellem valutastatistikens varebetalinger og Danmarks Statistiks udenrigshandelsoplysninger kan gennemføres.

# Tabelafsnit

---

|                                                                                                         |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Renter og aktiekursindeks .....                                                                         | 1  |
| Udvalgte poster fra Nationalbankens balance .....                                                       | 2  |
| Forskellige faktorerers påvirkning af<br>pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken..... | 3  |
| Udvalgte poster fra de finansielle institutioners balance samt<br>pengemængden .....                    | 4  |
| Pengeinstitutternes udlån.....                                                                          | 5  |
| Betalinger fra og til udlandet (nettobetalinger fra udlandet) .....                                     | 6  |
| Nationalregnskabets forsyningsbalance .....                                                             | 7  |
| Betalingsbalancens hovedposter (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.

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 7. september 1998.

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 valutakursserierne i tabel 9, hvor Danmarks Nationalbank er kilde.

Tabel 1

## Renter og aktiekursindeks

| Gældende ultimo<br>året/ fra | Nationalbankens<br>rentesatser |                                                               | Ultimo         | Penge-<br>markeds-<br>rente,<br>3 måne-<br>ders<br>usikret | Effektive<br>obligationsrenter |                            | Aktie-<br>kurs<br>indeks<br>(total) |
|------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------------------------|----------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
|                              | Diskonto                       | Gen-<br>købsfor-<br>retninger<br>og ind-<br>skuds-<br>beviser |                |                                                            | 10-årig<br>stat                | 30-årig<br>real-<br>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                                 |
|                              |                                |                                                               | 1997 aug ..... | 3,61                                                       | 6,25                           | 7,61                       | 609                                 |
| 10. okt. 1997                | 3,50                           | 3,75                                                          | 1998 mar.....  | 3,82                                                       | 5,15                           | 6,49                       | 767                                 |
| 6. maj 1998                  | 4,00                           | 4,25                                                          | apr.....       | 3,91                                                       | 5,29                           | 6,56                       | 727                                 |
| 29. maj 1998                 | 3,75                           | 4,00                                                          | maj.....       | 4,10                                                       | 5,07                           | 6,43                       | 748                                 |
|                              |                                |                                                               | jun.....       | 4,02                                                       | 4,94                           | 6,36                       | 734                                 |
|                              |                                |                                                               | jul.....       | 4,08                                                       | 4,91                           | 6,30                       | 737                                 |
| 7. sep. 1998                 | 3,75                           | 4,00                                                          | aug.....       | 4,45                                                       | 4,82                           | 6,46                       | 654                                 |

Tabel 2

## Udvalgte poster fra Nationalbankens balance

| Ultimo            | Valuta-reserven | Seddel-og mønt-omløb | Statens indestå-ende i National-banken | Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken |                |                             |                     |
|-------------------|-----------------|----------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------|----------------|-----------------------------|---------------------|
|                   |                 |                      |                                        | Indskuds-beviser                                          | Indlån (folio) | Lån (gen-købsforret-ninger) | Nettostilling i alt |
|                   |                 |                      |                                        |                                                           |                |                             |                     |
| Milliarder kroner |                 |                      |                                        |                                                           |                |                             |                     |
| 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.....         | 129,7           | 38,7                 | 34,0                                   | 52,1                                                      | 18,0           | 19,8                        | 50,3                |
| 1997 aug.....     | 112,3           | 36,7                 | 34,9                                   | 59,8                                                      | 1,8            | 23,6                        | 37,9                |
| 1998 mar.....     | 139,6           | 37,2                 | 52,1                                   | 49,4                                                      | 13,5           | 18,7                        | 44,2                |
| apr.....          | 119,1           | 39,0                 | 47,5                                   | 41,7                                                      | 15,8           | 31,8                        | 25,7                |
| maj.....          | 117,9           | 39,0                 | 72,0                                   | 30,3                                                      | 4,0            | 34,4                        | -0,1                |
| jun.....          | 117,9           | 39,6                 | 59,0                                   | 34,3                                                      | 14,8           | 36,2                        | 13,0                |
| jul.....          | 119,7           | 39,5                 | 49,8                                   | 62,5                                                      | 2,1            | 41,1                        | 23,5                |
| aug.....          | 90,9            | 39,2                 | 52,3                                   | 32,5                                                      | 15,2           | 55,1                        | -7,4                |

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

|                   | Statsfinanserne                      |                                   |                       | National bankens nettovalutakøb | National bankens nettoobligationskøb | Andre faktorer | Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken |        |
|-------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|---------------------------------|--------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------------------|--------|
|                   | Indenlandsk bruttofinansieringsbehov | Salg af indenlandske statspapirer | Likviditetspåvirkning |                                 |                                      |                | Ændring                                                   | Ultimo |
|                   |                                      |                                   |                       |                                 |                                      |                |                                                           |        |
|                   |                                      |                                   |                       |                                 |                                      |                |                                                           |        |
| Milliarder kroner |                                      |                                   |                       |                                 |                                      |                |                                                           |        |
| 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 .....        | 73,8                                 | 73,0                              | 0,8                   | 43,2                            | -1,5                                 | -4,3           | 38,2                                                      | 50,3   |
| 1997 aug.....     | -1,4                                 | 7,3                               | -8,8                  | -0,3                            | 1,3                                  | 0,3            | -7,5                                                      | 37,9   |
| 1998 mar ....     | 3,9                                  | 11,6                              | -7,7                  | -1,9                            | 0,9                                  | 2,8            | -6,0                                                      | 44,2   |
| apr.....          | 9,9                                  | 9,8                               | 0,1                   | -16,0                           | -0,5                                 | -2,1           | -18,5                                                     | 25,7   |
| maj.....          | -24,9                                | -0,4                              | -24,4                 | -1,2                            | 0,1                                  | -0,2           | -25,8                                                     | -0,1   |
| jun.....          | 22,1                                 | 9,4                               | 12,7                  | 0,3                             | 0,8                                  | -0,8           | 13,0                                                      | 13,0   |
| jul .....         | 17,3                                 | 8,0                               | 9,3                   | 1,7                             | -0,3                                 | -0,2           | 10,5                                                      | 23,5   |
| aug.....          | -22,9                                | -5,7                              | -17,2                 | -14,2                           | 0,6                                  | -0,2           | -30,9                                                     | -7,4   |

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

| Ultimo                               | Realkreditinstitutter |                              | Pengeinstitutter   |                 |                     |                 | Beholdning af indenlandske obligationer | 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     |                              |                    |                 |                     |                 |                                         |               |
| 1993.....                            | 735,4                 | 354,0                        | 292,2              | 105,5           | 505,8               | 156,2           | 149,5                                   | 416,6         |
| 1994.....                            | 756,3                 | 379,5                        | 274,9              | 106,0           | 475,2               | 152,5           | 172,8                                   | 394,0         |
| 1995.....                            | 783,2                 | 399,4                        | 286,7              | 114,8           | 491,4               | 164,3           | 176,8                                   | 410,1         |
| 1996.....                            | 828,4                 | 434,1                        | 302,7              | 122,3           | 527,8               | 172,8           | 181,0                                   | 439,8         |
| 1997.....                            | 888,2                 | 481,3                        | 330,1              | 131,1           | 556,5               | 185,6           | 174,9                                   | 462,6         |
| 1997 jul.....                        | 866,0                 | 461,3                        | 322,2              | 125,5           | 563,6               | 188,0           | 165,3                                   | 477,7         |
| 1998 feb....                         | 916,9                 | 495,7                        | 332,6              | 129,3           | 567,1               | 196,1           | 186,4                                   | 473,2         |
| mar....                              | 916,2                 | 495,2                        | 339,7              | 135,4           | 551,3               | 189,6           | 203,0                                   | 458,4         |
| apr....                              | 926,4                 | 504,2                        | 338,1              | 133,1           | 586,7               | 201,0           | 189,1                                   | 494,9         |
| maj....                              | 936,6                 | 511,3                        | 344,4              | 131,9           | 577,3               | 205,6           | 193,1                                   | 486,7         |
| jun....                              | 935,0                 | 512,7                        | 356,1              | 136,9           | 556,8               | 196,1           | 205,3                                   | 466,1         |
| jul.....                             | 947,5                 | 521,4                        | 346,0              | 134,4           | 593,3               | 201,6           | 192,5                                   | 503,2         |
| Ændring i forhold til året før, pct. |                       |                              |                    |                 |                     |                 |                                         |               |
| 1993.....                            | ...                   | ...                          | -9,0               | -9,1            | 10,4                | 3,1             | -6,3                                    | 11,2          |
| 1994.....                            | 1,0                   | 4,1                          | -5,6               | 1,7             | -6,0                | -2,3            | 21,8                                    | -5,4          |
| 1995.....                            | 4,1                   | 5,4                          | 6,1                | 8,7             | 3,2                 | 7,6             | -3,4                                    | 4,1           |
| 1996.....                            | 5,1                   | 7,9                          | 6,8                | 6,9             | 7,2                 | 5,1             | -2,7                                    | 7,2           |
| 1997.....                            | 6,8                   | 9,9                          | 9,9                | 8,8             | 5,3                 | 7,4             | -4,4                                    | 5,2           |
| 1997 jul.....                        | 6,3                   | 9,2                          | 12,1               | 6,9             | 6,2                 | 5,8             | -5,3                                    | 6,2           |
| 1998 feb....                         | 7,9                   | 11,0                         | 8,7                | 10,2            | 3,3                 | 6,4             | 8,6                                     | 2,9           |
| mar....                              | 8,1                   | 11,1                         | 7,3                | 10,8            | 3,2                 | 5,5             | 6,2                                     | 2,9           |
| apr....                              | 8,5                   | 11,6                         | 10,6               | 11,4            | 6,0                 | 9,6             | 10,6                                    | 6,2           |
| maj....                              | 8,6                   | 11,7                         | 10,0               | 10,4            | 5,4                 | 6,3             | 9,3                                     | 5,5           |
| jun....                              | 8,5                   | 11,5                         | 9,5                | 10,0            | 3,9                 | 6,2             | 15,2                                    | 3,6           |
| jul.....                             | 8,3                   | 11,6                         | 8,2                | 8,6             | 5,1                 | 7,1             | 15,1                                    | 5,3           |

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-<br>landsk<br>valuta | I kroner       | I uden-<br>landsk<br>valuta | I kroner                                   | I uden-<br>landsk<br>valuta | I kroner       | I uden-<br>landsk<br>valuta |
|                                      | Milliarder kroner              |                             |                |                             |                                            |                             |                |                             |
| 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.....                            | 312,7                          | 17,4                        | 61,7           | 49,9                        | 46,4                                       | 38,2                        | 3,4            | 132,0                       |
| 1997 jul ....                        | 305,0                          | 17,3                        | 55,2           | 40,2                        | 44,3                                       | 34,1                        | 3,6            | 132,8                       |
| 1998 feb ...                         | 314,4                          | 18,2                        | 65,2           | 53,6                        | 45,9                                       | 38,6                        | 3,0            | 140,8                       |
| mar ..                               | 320,1                          | 19,6                        | 86,2           | 51,7                        | 46,8                                       | 39,4                        | 3,5            | 150,0                       |
| apr ...                              | 317,9                          | 20,2                        | 79,2           | 52,1                        | 50,2                                       | 38,4                        | 3,1            | 144,0                       |
| maj ..                               | 325,1                          | 19,3                        | 72,4           | 53,1                        | 51,4                                       | 37,1                        | 2,9            | 149,0                       |
| jun ...                              | 334,9                          | 21,2                        | 68,1           | 56,9                        | 51,1                                       | 37,3                        | 2,8            | 150,2                       |
| jul ....                             | 325,9                          | 20,1                        | 78,3           | 52,1                        | 48,6                                       | 37,3                        | 2,8            | 150,2                       |
| Ændring i forhold til året før, pct. |                                |                             |                |                             |                                            |                             |                |                             |
| 1993.....                            | -8,9                           | -11,5                       | 295,3          | -4,8                        | 39,6                                       | -22,1                       | 39,9           | 10,8                        |
| 1994.....                            | -5,6                           | -6,9                        | -29,7          | 11,8                        | 35,5                                       | -29,9                       | -38,2          | -26,2                       |
| 1995.....                            | 6,5                            | 0,6                         | 6,4            | -24,1                       | -3,2                                       | -12,3                       | 2,4            | 26,6                        |
| 1996.....                            | 6,8                            | 5,5                         | 24,4           | 29,5                        | 34,8                                       | -21,6                       | 39,7           | 37,7                        |
| 1997.....                            | 9,5                            | 17,3                        | 40,3           | 22,7                        | 24,5                                       | 4,2                         | -13,6          | 41,4                        |
| 1997 jul ....                        | 11,5                           | 24,2                        | 69,3           | 1,9                         | 39,3                                       | -16,2                       | 18,5           | 68,2                        |
| 1998 feb ...                         | 8,6                            | 11,8                        | 3,9            | 35,2                        | 13,8                                       | 15,9                        | -28,5          | 43,1                        |
| mar ..                               | 6,3                            | 26,7                        | 75,2           | 26,6                        | 12,7                                       | 18,9                        | -15,8          | 39,8                        |
| apr ...                              | 9,8                            | 26,4                        | 53,6           | 28,0                        | 19,7                                       | 15,4                        | -10,4          | 33,3                        |
| maj ..                               | 9,4                            | 20,6                        | 40,5           | 39,0                        | 19,1                                       | 10,7                        | -24,0          | 32,9                        |
| jun ...                              | 8,4                            | 29,2                        | 26,0           | 51,9                        | 17,4                                       | 12,2                        | -27,6          | 20,8                        |
| jul ....                             | 7,6                            | 17,3                        | 42,1           | 29,5                        | 9,6                                        | 9,5                         | -21,8          | 13,3                        |

Tabel 6

*Betalinger fra og til udlandet (nettobetalinger fra udlandet)*

|                       | Løbende<br>betalinger | Kapital-<br>overførs-<br>ler | Kapitalimport |                               |                      |                                       | Fejl og<br>udela-<br>delser | Forøgelse<br>af valuta-<br>reserven |
|-----------------------|-----------------------|------------------------------|---------------|-------------------------------|----------------------|---------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|
|                       |                       |                              | I alt         | Heraf:                        |                      |                                       |                             |                                     |
|                       |                       |                              |               | Direkte investeringer         |                      | Danske<br>Krone-<br>obliga-<br>tioner |                             |                                     |
|                       |                       |                              |               | Uden-<br>landske i<br>Danmark | Danske i<br>udlandet |                                       |                             |                                     |
| Milliarder kroner     |                       |                              |               |                               |                      |                                       |                             |                                     |
| 1993.....             | ...                   | ...                          | ...           | ...                           | ...                  | ...                                   | ...                         | ...                                 |
| 1994.....             | ...                   | ...                          | ...           | ...                           | ...                  | ...                                   | ...                         | ...                                 |
| 1995.....             | 6,5                   | -0,5                         | 1,6           | 21,5                          | -16,6                | 37,8                                  | 5,8                         | 13,4                                |
| 1996.....             | 14,2                  | 0,2                          | 14,6          | 2,3                           | -13,6                | 30,8                                  | -8,2                        | 20,8                                |
| 1997.....             | 10,1                  | 0,7                          | 53,9          | 18,5                          | -27,8                | 44,8                                  | -21,7                       | 43,0                                |
| apr 96 - jun 97 ....  | 6,6                   | 0,7                          | 34,2          | 3,2                           | -12,9                | 41,7                                  | -18,7                       | 22,7                                |
| jul 97 - jun 98 ..... | 4,5                   | 0,5                          | 15,7          | 42,3                          | -30,2                | 42,4                                  | -14,3                       | 6,4                                 |
| 1997 jun.....         | -0,5                  | 0,0                          | -2,7          | 2,0                           | -1,1                 | 9,5                                   | 4,4                         | 1,2                                 |
| 1998 jan.....         | 2,7                   | 0,3                          | 24,8          | 21,9                          | -3,9                 | 7,6                                   | -3,2                        | 24,6                                |
| feb.....              | 1,0                   | 0,5                          | -12,0         | 1,6                           | 0,0                  | -2,4                                  | -6,8                        | -11,5                               |
| mar.....              | -1,5                  | -0,8                         | -2,8          | 2,0                           | -2,3                 | 2,2                                   | 11,5                        | -0,6                                |
| apr.....              | -2,9                  | 0,1                          | -15,2         | 0,1                           | -1,2                 | 2,1                                   | -2,4                        | -20,5                               |
| maj.....              | 1,8                   | 0,3                          | -2,9          | 3,0                           | -2,7                 | 11,9                                  | -0,4                        | -1,2                                |
| jun.....              | -2,5                  | 0,0                          | 3,5           | 2,2                           | -3,8                 | -7,5                                  | -1,0                        | 0,0                                 |

Tabel 7

## Nationalregnskabets forsyningsbalance

|                                                                |              | Brutto-<br>national-<br>produkt | Indenlandsk efterspørgsel |                      |                                        |                      |        | Eksport<br>af varer<br>og<br>tjenester | Import<br>af varer<br>og<br>tjenester |
|----------------------------------------------------------------|--------------|---------------------------------|---------------------------|----------------------|----------------------------------------|----------------------|--------|----------------------------------------|---------------------------------------|
|                                                                |              |                                 | Privat<br>konsum          | Offentligt<br>konsum | Faste<br>brutto-<br>investe-<br>ringer | Lagerfor-<br>øgelser | I alt  |                                        |                                       |
|                                                                |              |                                 |                           |                      |                                        |                      |        |                                        |                                       |
| 1993.....                                                      |              | 910,1                           | 452,3                     | 240,9                | 164,7                                  | -6,6                 | 851,3  | 317,8                                  | 259,0                                 |
| 1994.....                                                      |              | 965,3                           | 492,8                     | 250,3                | 170,0                                  | 3,2                  | 916,3  | 341,8                                  | 292,8                                 |
| 1995.....                                                      |              | 1012,9                          | 513,1                     | 259,7                | 189,3                                  | 10,3                 | 972,5  | 358,4                                  | 317,9                                 |
| 1996.....                                                      |              | 1067,0                          | 536,9                     | 272,1                | 205,1                                  | 5,0                  | 1019,0 | 376,4                                  | 328,5                                 |
| 1997.....                                                      |              | 1125,6                          | 567,9                     | 284,6                | 225,8                                  | 6,8                  | 1085,1 | 406,6                                  | 366,1                                 |
|                                                                |              |                                 |                           |                      |                                        |                      |        |                                        |                                       |
| 1997                                                           | 1. kvtr .... | 268,4                           | 135,5                     | 69,4                 | 51,3                                   | 4,8                  | 260,9  | 92,6                                   | 85,1                                  |
|                                                                | 2. kvtr .... | 284,2                           | 144,4                     | 71,5                 | 57,7                                   | 0,7                  | 274,2  | 102,4                                  | 92,4                                  |
|                                                                | 3. kvtr .... | 279,8                           | 138,2                     | 71,8                 | 55,8                                   | 2,9                  | 268,8  | 103,1                                  | 92,1                                  |
|                                                                | 4. kvtr .... | 293,2                           | 149,8                     | 72,0                 | 61,0                                   | -1,6                 | 281,2  | 108,5                                  | 96,5                                  |
| 1998                                                           | 1. kvtr .... | 284,7                           | 142,4                     | 72,2                 | 59,3                                   | 6,6                  | 280,6  | 99,8                                   | 95,7                                  |
|                                                                |              |                                 |                           |                      |                                        |                      |        |                                        |                                       |
| Realvækst i forhold til året før, pct.                         |              |                                 |                           |                      |                                        |                      |        |                                        |                                       |
| 1993.....                                                      |              | 1,5                             | 1,5                       | 3,1                  | 0,8                                    | ...                  | 1,6    | 0,2                                    | 0,2                                   |
| 1994.....                                                      |              | 3,6                             | 7,3                       | 2,3                  | 1,4                                    | ...                  | 5,3    | 7,9                                    | 13,8                                  |
| 1995.....                                                      |              | 3,1                             | 2,7                       | 2,0                  | 12,0                                   | ...                  | 4,6    | 5,3                                    | 9,7                                   |
| 1996.....                                                      |              | 3,5                             | 2,7                       | 2,4                  | 6,1                                    | ...                  | 3,2    | 4,4                                    | 3,8                                   |
| 1997.....                                                      |              | 3,5                             | 3,6                       | 2,2                  | 8,1                                    | ...                  | 3,8    | 5,3                                    | 6,5                                   |
|                                                                |              |                                 |                           |                      |                                        |                      |        |                                        |                                       |
| 1997                                                           | 1. kvtr .... | 1,9                             | 2,4                       | 3,2                  | 6,0                                    | ...                  | 2,1    | 1,2                                    | 1,6                                   |
|                                                                | 2. kvtr .... | 4,2                             | 6,0                       | 1,5                  | 11,5                                   | ...                  | 5,0    | 6,4                                    | 8,7                                   |
|                                                                | 3. kvtr .... | 3,0                             | 2,0                       | 1,4                  | 8,5                                    | ...                  | 3,7    | 6,1                                    | 8,6                                   |
|                                                                | 4. kvtr .... | 4,7                             | 3,9                       | 2,7                  | 6,4                                    | ...                  | 4,6    | 7,2                                    | 7,0                                   |
| 1998                                                           | 1. kvtr .... | 3,7                             | 3,2                       | 2,0                  | 12,9                                   | ...                  | 5,5    | 5,8                                    | 10,7                                  |
|                                                                |              |                                 |                           |                      |                                        |                      |        |                                        |                                       |
| Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct. |              |                                 |                           |                      |                                        |                      |        |                                        |                                       |
| 1997                                                           |              | 1. kvtr ....                    | 1,2                       | 0,6                  | 0,7                                    | 1,5                  | ...    | 0,9                                    | 1,7                                   |
|                                                                | 2. kvtr .... | 1,8                             | 1,7                       | 0,1                  | 5,5                                    | ...                  | 2,6    | 1,1                                    | 3,2                                   |
|                                                                | 3. kvtr .... | 0,5                             | -1,6                      | 0,6                  | 0,9                                    | ...                  | 0,5    | 2,0                                    | 2,1                                   |
|                                                                | 4. kvtr .... | 1,2                             | 3,1                       | 1,1                  | -1,0                                   | ...                  | 0,5    | 2,1                                    | 0,5                                   |
| 1998                                                           | 1. kvtr .... | -0,3                            | -0,9                      | 0,2                  | 6,9                                    | ...                  | 1,4    | -2,1                                   | 2,4                                   |

Tabel 8

*Betalingsbalancens hovedposter (nettoindtægter)*

|                   | Varer (fob) | Tjenester | Vare- og<br>tjeneste-<br>balance | Løn- og<br>formue-<br>indkomst | Løbende<br>overførsler | Løbende<br>poster i alt |
|-------------------|-------------|-----------|----------------------------------|--------------------------------|------------------------|-------------------------|
| Milliarder kroner |             |           |                                  |                                |                        |                         |
| 1993.....         | ...         | ...       | ...                              | ...                            | ...                    | ...                     |
| 1994.....         | ...         | ...       | ...                              | ...                            | ...                    | ...                     |
| 1995.....         | ...         | ...       | ...                              | ...                            | ...                    | ...                     |
| 1996.....         | ...         | ...       | ...                              | ...                            | ...                    | ...                     |
| 1997.....         | 36,5        | 0,5       | 37,0                             | -21,1                          | -8,9                   | 6,9                     |
| jun 96 - maj 97   | ...         | ...       | ...                              | ...                            | ...                    | ...                     |
| jun 97 - maj 98   | 29,3        | -0,5      | 28,8                             | -22,9                          | -10,1                  | -4,2                    |
| 1997 maj.....     | 3,7         | 0,3       | 4,0                              | -1,5                           | -1,4                   | 1,1                     |
| dec.....          | 2,8         | 0,8       | 3,5                              | -3,4                           | -1,5                   | -1,4                    |
| 1998 jan.....     | 1,9         | -1,3      | 0,7                              | -1,0                           | 1,0                    | 0,6                     |
| feb.....          | 2,2         | -0,6      | 1,7                              | -0,7                           | -0,5                   | 0,4                     |
| mar.....          | 2,2         | 0,2       | 2,3                              | -4,2                           | -0,3                   | -2,2                    |
| apr.....          | 0,9         | -0,2      | 0,6                              | -3,7                           | -0,8                   | -3,9                    |
| maj.....          | 1,2         | -0,5      | 0,6                              | 0,2                            | -0,8                   | 0,0                     |

Tabel 9

*Priser og valutakurser*

|               | Forbruger-<br>prisindeks             | Netto-<br>prisindeks | Engros-<br>prisindeks | Kroner per<br>100 DM | Kroner per<br>100 USD | Effektiv<br>kronekurs | Real<br>effektiv<br>kronekurs<br>baseret på<br>forbruger-<br>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                | 100,0                 | 103,0                                                               |
| 1997 aug..... | 2,5                                  | 2,6                  | 2,4                   | 380,95               | 701,77                | 98,3                  | 101,3                                                               |
| 1998 mar..... | 2,3                                  | 2,1                  | 1,0                   | 381,18               | 696,04                | 99,6                  | 102,7                                                               |
| apr.....      | 2,2                                  | 1,9                  | 0,5                   | 381,34               | 691,66                | 99,7                  | 102,7                                                               |
| maj.....      | 2,0                                  | 1,7                  | -0,6                  | 381,07               | 676,46                | 100,7                 | 104,0                                                               |
| jun.....      | 1,7                                  | 1,5                  | -0,1                  | 380,89               | 682,91                | 101,0                 | 104,2                                                               |
| jul.....      | 1,8                                  | 1,3                  | -0,5                  | 381,06               | 685,01                | 100,8                 | 103,9                                                               |
| aug.....      | ...                                  | ...                  | ...                   | 380,92               | 681,08                | 101,7                 | ...                                                                 |

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 m²           | Antal stk.                      | Nettotal                  |
|                 |               |                        | 1990=100                                   |              |                   |                                 |                           |
| 1993 .....      | 348,8         | 12,4                   | 101                                        | 101,3        | 4.038             | 82.007                          | -4                        |
| 1994 .....      | 343,4         | 12,3                   | 111                                        | 107,2        | 5.065             | 138.973                         | 7                         |
| 1995 .....      | 288,4         | 10,4                   | 116                                        | 108,0        | 5.858             | 135.245                         | 8                         |
| 1996 .....      | 245,6         | 8,9                    | 117                                        | 109,6        | 7.269             | 142.165                         | 5                         |
| 1997 .....      | 220,2         | 7,9                    | 122                                        | 111,8        | 8.234             | 152.756                         | 9                         |
| Sæsonkorrigeret |               |                        |                                            |              |                   |                                 |                           |
| 1997 aug.....   | 216,7         | 7,8                    | 122                                        | 111,0        | 689               | 11.444                          | 10                        |
| 1998 mar .....  | 192,7         | 7,0                    | 125                                        | 113,7        | 689               | 12.374                          | 10                        |
| apr .....       | 189,5         | 6,8                    | 116                                        | 114,9        | 649               | 12.702                          | 9                         |
| maj .....       | 186,5         | 6,7                    | 115                                        | 112,6        | 635               | 10.419                          | 7                         |
| jun .....       | 182,4         | 6,6                    | 125                                        | 111,9        | 638               | 18.533                          | 3                         |
| jul .....       | 180,8         | 6,5                    | ...                                        | ...          | ...               | 12.567                          | -4                        |
| aug.....        | ...           | ...                    | ...                                        | ...          | ...               | ...                             | -1                        |

Tabel 11

## Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer

|                                    | Beskæftigelse |        | Lønindeks<br>i fremstil-<br>Lingsvirk-<br>somhed | Real<br>effektiv<br>kronekurs<br>baseret på<br>timeløn-<br>ninger | Sammensat<br>konjunkturindikator for |                                    | Ejendoms-<br>priser<br>(enfamilie-<br>huse) |
|------------------------------------|---------------|--------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------------|
|                                    | I alt         | Privat |                                                  |                                                                   | Industri                             | Bygge- og<br>anlægsvirk-<br>somhed |                                             |
|                                    | 1000 personer |        | Februar<br>1996=100                              | 1980=100                                                          | Nettotal                             |                                    | I pct. af<br>ejendoms-<br>værdi 1996        |
| 1993.....                          | 2.533         | 1.760  | ...                                              | 99,7                                                              | -12                                  | -19                                | 86,4                                        |
| 1994.....                          | 2.526         | 1.757  | 94,1                                             | 99,2                                                              | 11                                   | 10                                 | 96,9                                        |
| 1995.....                          | 2.566         | 1.796  | 97,6                                             | 103,6                                                             | 6                                    | 10                                 | 104,2                                       |
| 1996.....                          | 2.598         | 1.814  | 101,4                                            | 103,0                                                             | -8                                   | 7                                  | 112,0                                       |
| 1997.....                          | 2.657         | 1.855  | 105,2                                            | ...                                                               | 6                                    | 7                                  | 124,6                                       |
| Sæsonkorigeret                     |               |        |                                                  |                                                                   |                                      |                                    |                                             |
| 1997 2.kvt .....                   | 2.648         | 1.849  | 104,8                                            | 102,2                                                             | 7                                    | 12                                 | 123,7                                       |
| 3.kvt .....                        | 2.663         | 1.858  | 105,7                                            | 99,9                                                              | 7                                    | 6                                  | 126,5                                       |
| 4.kvt .....                        | 2.684         | 1.876  | 106,6                                            | ...                                                               | 5                                    | 6                                  | 127,8                                       |
| 1998 1.kvt .....                   | 2.691         | 1.879  | 107,8                                            | ...                                                               | 5                                    | 4                                  | 129,6                                       |
| 2.kvt .....                        | ...           | ...    | ...                                              | ...                                                               | 2                                    | 16                                 | ...                                         |
| Vækst i forhold til året før, pct. |               |        |                                                  |                                                                   |                                      |                                    |                                             |
| 1997 2.kvt .....                   | 2,0           | 2,1    | 3,9                                              | -0,6                                                              | ...                                  | ...                                | 12,7                                        |
| 3.kvt .....                        | 2,2           | 2,0    | 3,8                                              | -3,1                                                              | ...                                  | ...                                | 11,8                                        |
| 4.kvt .....                        | 2,8           | 3,0    | 3,8                                              | ...                                                               | ...                                  | ...                                | 8,4                                         |
| 1998 1.kvt .....                   | 2,3           | 2,3    | 4,1                                              | ...                                                               | ...                                  | ...                                | 7,6                                         |
| 2.kvt .....                        | ...           | ...    | ...                                              | ...                                                               | ...                                  | ...                                | ...                                         |











