



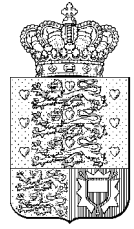
Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 2. kvartal



D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 1 9 9 9





Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 2. kvartal

1999

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

www.nationalbanken.dk

Tryk: Schultz Grafisk A/S, København

ISSN 0107-1289

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 1999 planlægges offentliggjort 14. september 1999.

Indhold

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Ændringer af de pengepolitiske instrumenter	15
Euromønternes nationale side	25
Stabilitets- og vækstpagten: Status efter første runde, foråret 1999	27
<i>Niels Bartholdy, Internationalt Kontor</i>	
Baggrunden for stabilitets- og vækstpagten gennemgås sammen med de første erfaringer fra forårets gennemgang af, hvordan landene agter at opfylde pagtens krav om en offentlig budgetstilling tæt på balance eller i overskud.	
Nationalbankens nye indberetningssystem til betalingsstatistikken	37
<i>Lasse Tryde, Statistisk Afdeling</i>	
Det elektroniske indberetningssystem fungerer efter hensigten. Oplysningerne indsamles nu i stort omfang automatisk, kvaliteten er forbedret, og relevansen af den offentliggjorte statistik kan forøges.	
Kreditgivning under to højkonjunkturer	53
<i>Jens Verner Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen, Hanne Lyngesen og Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling</i>	
Husholdningerne begynder at låne tidligt i et opsving, mens erhvervene først går i gang, når indtjeningen ikke kan finansiere de stigende investeringer. Pengeinstitutterne er generelt de marginale långivere. De aktuelle meget lave tab kan næppe fastholdes, når opsvinget klinger af.	
Industrieksportens markedsandele og konkurrenceevne	69
<i>Heino Bohn Nielsen, Økonomisk Afdeling</i>	
De senere år er markedsandelene faldet efter en god udnyttelse af mulighederne ved den tyske genforening. Den høje kapacitetsudnyttelse kan via eksportpriserne forklare en del af faldet.	
Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Realkreditrådets årsmøde	89

Pressemeddelelse 95

Tabelafsnit

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Oversigten vedrører perioden fra februar til midten af maj 1999

INTERNATIONALE FORHOLD

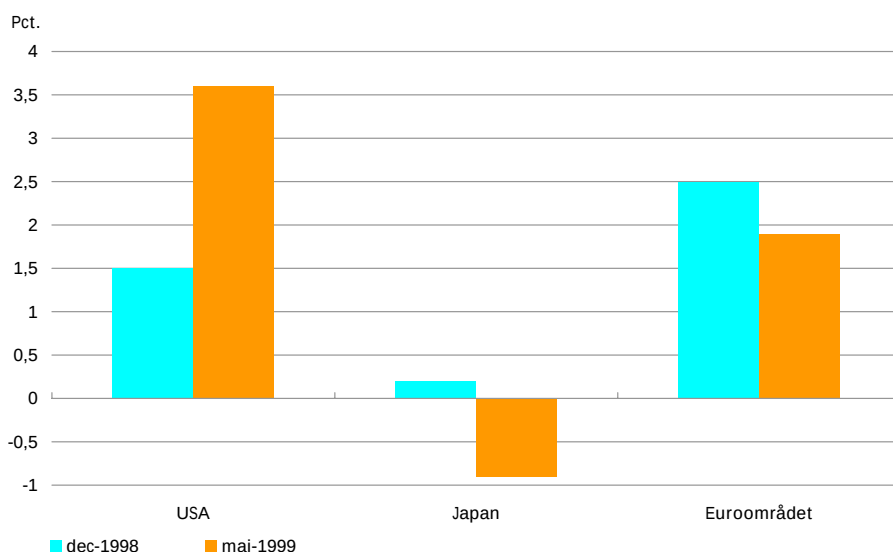
Opsvinget i den amerikanske økonomi er fortsat med uformindsket styrke, og vækstudsigterne er revideret op siden slutningen af 1998, jf. figur 1, der viser ændringerne i OECD's seneste prognose. For euroområdet har udviklingen været svagere end forventet, og skønnet over væksten i 1999 er justeret en smule ned. Det ser stadig skidt ud i Japan, men derimod er der svage tegn på gunstigere konjunkturer i de sydøstasiatiske økonomier.

De foreløbige tal for 1. kvartal 1999 viser, at den amerikanske økonomi stadig vokser med høj fart. Først og fremmest er det det private forbrug, der skaber væksten, men investeringerne vokser også pænt.

Den 10-årige amerikanske statsobligationsrente har siden årsskiftet haft tendens til stigning. Specielt fik den et pænt ryk opad ved offent-

OECD'S VÆKSTSKØN FOR 1999

Figur 1



Kilde: OECD, Economic Outlook.

liggørelsen af væksttallene for 4. kvartal 1998 og 1. kvartal 1999 samt ved offentliggørelsen af inflationen for april. Dette er en indikation af, at væksten og det seneste inflationstal har været højere, end markedet forventede.

Arbejdsløsheden i USA er på det laveste niveau siden 1969. I april kom den årlige stigning i forbrugerprisindekset over 2 pct. for første gang siden 1997. Den underliggende inflation (ekskl. energi og fødevarer) er ligeledes over 2 pct. Der har været et stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster i en årrække, og der er udsigt til et underskud på ca. 3,5 pct. af BNP i 1999. Husholdningernes opsparing har haft en faldende tendens siden 1984 og er nu historisk lav. Dette kan bl.a. tilskrives en meget høj forbrugertillid, som sættes i forbindelse med den fortsatte stigning i aktiekurserne og den gode beskæftigelsessituation.

Væksten i de 11 lande i euroområdet er ikke nær så høj som den amerikanske, men er også drevet af den indenlandske efterspørgsel. Arbejdsløsheden, der er det største økonomiske problem i området, har haft en faldende tendens siden slutningen af 1997. Den er dog stadig meget høj, men med stor spredning, idet den spænder fra under 3 pct. i Luxembourg til over 17 pct. i Spanien. Inflationen (HICP) i euroområdet er omkring 1 pct. De mindste prisstigninger er for tiden i Østrig, mens de højeste er i Portugal.

De 10-årige statsobligationsrenter i euroområdet har haft en svagt stigende tendens siden årsskiftet. Stigningen i den amerikanske rente i forbindelse med offentliggørelsen af de to seneste væksttal og inflations-tallet for april trak eurorenterne med op.

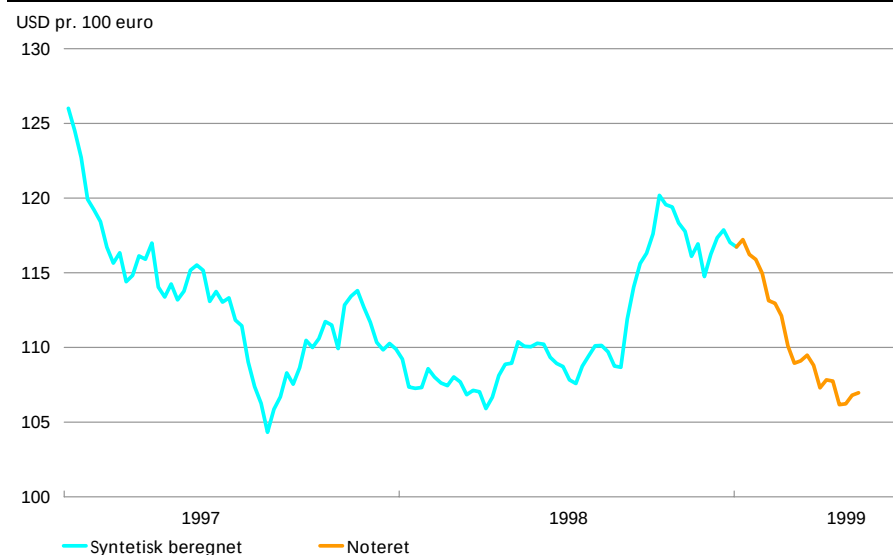
De ledende indikatorer for udviklingen i euroområdet peger i forskellige retninger. Mens forbrugertilliden er stærk, har virksomhedernes tillid haft en faldende tendens siden starten af 1998. Den sidste tid er forbrugernes tillid faldet lidt tilbage, mens seneste tal for virksomhederne viste en lille stigning.

Siden den 1. januar 1999, hvor euro blev indført, har den generelt set været faldende over for den amerikanske dollar. Hvis man beregner en syntetisk eurokurs for tiden før 1999 baseret på centralkursen for D-mark, ses det, jf. figur 2, at faldet kommer efter en periode med en markant stigende tendens, hvilket til dels må tilskrives nyhedsværdien i perioden op til starten af ØMU. De aktuelle økonomiske nøgletal og prognoser for de to områder giver en naturlig tendens til styrkelse af dollaren. Medio maj var euroens kurs på samme niveau som i starten af 1998.

Den Europæiske Centralbank, ECB, annoncerede den 8. april 1999, at den primære markedsoperationsrente ville blive ændret fra 3,0 til 2,5 pct. med virkning fra den 14. april. Nedsættelsen blev begrundet med, at der ikke er nogen umiddelbar fare for prisstabiliteten i euroområdet,

EURO OVER FOR AMERIKANSKE DOLLAR

Figur 2



Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Anm.: Ugentlige gennemsnit. Sidste observation er uge 19.

hvorfor der var plads til, at ECB kunne bidrage til udnyttelse af vækstpotentialet. Samtidig understregede ECB, at der til stadighed er brug for strukturelle reformer samt opfyldelse af målene i stabilitets- og vækstpagten for at sikre, at vækstpotentialet bliver udnyttet. Renteændringen førte som tidligere nævnt ikke til fald i de lange renter.

Der er ikke umiddelbart tegn på, at tilbagegangen i Japan er ved at ophøre. I 1998 faldt BNP med knap 3 pct., og det er specielt de private investeringer, der har trukket i nedadgående retning. Fra 1992 til 1998 har den gennemsnitlige vækst været under 1 pct., mens gennemsnittet for de 20 foregående år var over 4 pct. Foruden krisen i banksektoren har tilbagegangen også ført til en af de højeste arbejdsløshedsrater i Japans historie. Det har været svært for Japan at tackle denne udvikling, specielt set i lyset af, at de japanske arbejdere har været vant til ansættelser på livstid. Den usikre situation har ført til et pessimistisk syn på fremtiden og deraf følgende øget opsparing hos husholdningerne. Økonomien ser på dette punkt ud til at være kommet ind i en ond cirkel, hvor en del af løsningen skal findes i en tilpasning af befolkningens forventninger og vaner.

Japanske yen har svinget en del over for dollar og euro i 1999 uden nogen klar tendens. Medio maj var yen svækket over for dollar og styrket over for euro i forhold til kursen ved årets begyndelse. Den 10-årige statsobligationsrente steg fra starten af januar til først i februar, men er

siden faldet igen til omkring 1,25 pct. medio maj, hvilket er det laveste niveau i år.

Det engelske pund er siden årsskiftet apprecieret over for euroen, men deprecieret over for dollar. Reporenten toppede i 1998 med 7,5 pct., og siden har Bank of England nedsat renten flere gange, senest den 8. april 1999 til 5,25 pct. Den samme udvikling genfindes ikke i den 10-årige statsobligationsrente, der har haft en stigende tendens.

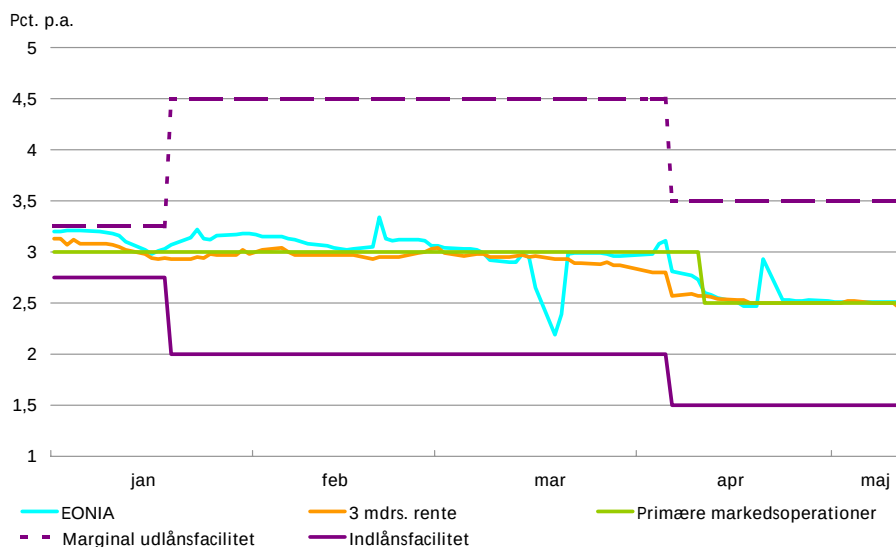
Generelt er den svenske krone apprecieret kraftigt fra et svagt niveau i januar, men har tabt noget af styrkelsen igen. Dog var niveauet for den effektive kurs medio maj stadig højere end ved starten af året. Riksbanken nedsatte reporenten med 0,25 pct. med virkning fra den 17. februar 1999 og igen med 0,25 pct. med virkning fra den 31. marts, hvor renten kom ned på 2,90 pct. I takt med den seneste tids stigning i olieprisen er den norske krone blevet styrket, og den havde medio maj mere end genvundet det tabte terræn fra februar.

LIKVIDITETSSTYRING I EUROOMRÅDET

Samtidig med meddelelsen den 8. april 1999 om nedsættelse af den primære markedsoperationsrente til 2,5 pct., nedsatte ECB også renten på den marginale udlånsfacilitet til 3,5 pct. og renten på indlånsfaciliteten til 1,5 pct. Dette medførte en indsnævring af rentekorridoren til 2

KORTE RENTER I EUROOMRÅDET, 1999

Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Anm.: Se fodnote for beskrivelse af EONIA-renten. Sidste observation er 14. maj.

I den daglige pengepolitiske styring udfører ESCB markedsoperationer, tilbyder stående faciliteter for ind- og udlån samt pålægger kreditinstitutter reservekrav.

Markedsoperationerne. Der udføres hovedsageligt to typer af markedsoperationer, primære og langfristede. *De primære markedsoperationer* er ugentlige og tilfører markedet likviditet mod sikkerhedsstillelse og mod en rentebetaling svarende til den primære markedsoperationsrente. Forretningerne har en løbetid på to uger. Auktionen foregår ved, at kreditinstitutterne indgiver bud, som ESCB bestemmer tildelingen af likviditet ud fra. Tildelingsprocenten angiver forholdet mellem ESCB's tildeling og kreditinstitutternes bud. *De langfristede markedsoperationer* er månedlige og har en løbetid på tre måneder. Udover de to nævnte operationer har ESCB mulighed for *finjusterende og strukturelle operationer*. Disse har til formål at udjævne virkninger af uventede likviditetsudsving samt justere de pengepolitiske modparters nettostilling over for ESCB.

Stående faciliteter. ESCB har to stående faciliteter, som kreditinstitutterne kan benytte: En marginal udlånsfacilitet og en indlånsfacilitet. Renterne på disse to faciliteter udgør korridoren for den primære markedsoperationsrente. *Den marginale udlånsfacilitet* har til formål at sikre det enkelte institut adgang til likviditet mod sikkerhedsstillelse, mens *indlånsfaciliteten* sikrer institutterne en forrentning af overskydende likviditet. Begge faciliteter har dag-til-dag løbetid, og forrentningen sætter korridoren for dag-til-dag renten.

Reservekrav. Alle kreditinstitutter i euroområdet skal deponere 2 pct. (*reservekoefficienten*) af udvalgte passiver på institutternes balancer i ESCB. Reservekravssystemet er gennemsnitligt i den forstand, at det er et krav til det gennemsnitlige indestående på reservekravskontoen over reservekravsperioden. Reservekravsperioden løber normalt fra den 24. i hver måned til den 23. i den efterfølgende måned. De krævede reserver forrentes med den primære markedsoperationsrente.

¹ For en mere udførlig beskrivelse henvises til ECB's dokumentation fra september 1998: "The Single Monetary Policy in Stage Three. General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures".

procentpoint samtidig med, at korridoren blev symmetrisk omkring markedsoperationsrenten, jf. figur 3.

EONIA¹-renten er steget eller faldet mærkbart i slutningen af de første tre reservekravsperioder, siden ansvaret for gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet blev overtaget af Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB). ESCB's instrumenter til styring af likviditeten er kort beskrevet i boks 1.

Det er en naturlig konsekvens af det indførte reservekravssystem, at udsvingene i dag-til-dag renten er større i slutningen af reservekravsperioden, som normal skifter den 23. i måneden, da det er sidste mulighed for at opfylde reservekravet. Stigningen i EONIA-renten ved slutningen

¹ "Euro Overnight Index Average". Et sammenvejede gennemsnit af rentesatserne for usikrede dag-til-dag kontrakter indberettet af et panel af større banker i euroområdet.

af første reservekravsperiode den 23. februar 1999 skyldtes, at der var en del af kreditinstitutterne, der manglede likviditet for at opfylde reservekravet. Den samlede reservebeholdning for hele banksektoren oversteg dog det samlede krav. Samme forklaring, om end med omvendt fortegn, gælder for faldet i EONIA ved slutningen af den anden reservekravsperiode, hvor kreditinstitutterne havde rigeligt med likviditet til at opfylde deponeringskravet. Desuden må det markante fald i renten også tilskrives markedets forventning om rentenedsættelse samt ekstra store likviditetstildelinger fra ESCB ved slutningen af anden reservekravsperiode. Denne udvikling illustrerer, at tilpasningen til situationen med et fælles europengemarked kræver tilvænning fra markedsdeltagernes side og derfor tager nogen tid.

Udsvingene i EONIA-rente har ikke smittet af på 3-måneders renten, der i hovedtræk har fulgt renten for de primære markedsoperationer. Forud for ECB's rentenedsættelse var 3-måneders renten dog begyndt at falde, men de to renter var medio maj på samme niveau.

DEN DANSKE RENTEUDVIKLING

Med virkning fra den 1. marts 1999 nedsatte Nationalbanken renten på indskudsbeviser og genkøbsforretninger med 0,10 pct. til 3,40 pct. Årsagen var stor valutaindstrømning i februar, hvor valutareserven blev forøget med knap 10 pct. til 127 mia.kr. I marts fortsatte indstrømningen af valuta, og valutareserven steg til knap 142 mia.kr. I april var Nationalbankens køb af valuta beskedent, og valutareserven steg med godt 1 mia.kr. Kronens kurs i forhold til euro har været stabil i hele 1999 på et niveau lidt stærkere end centralkursen.

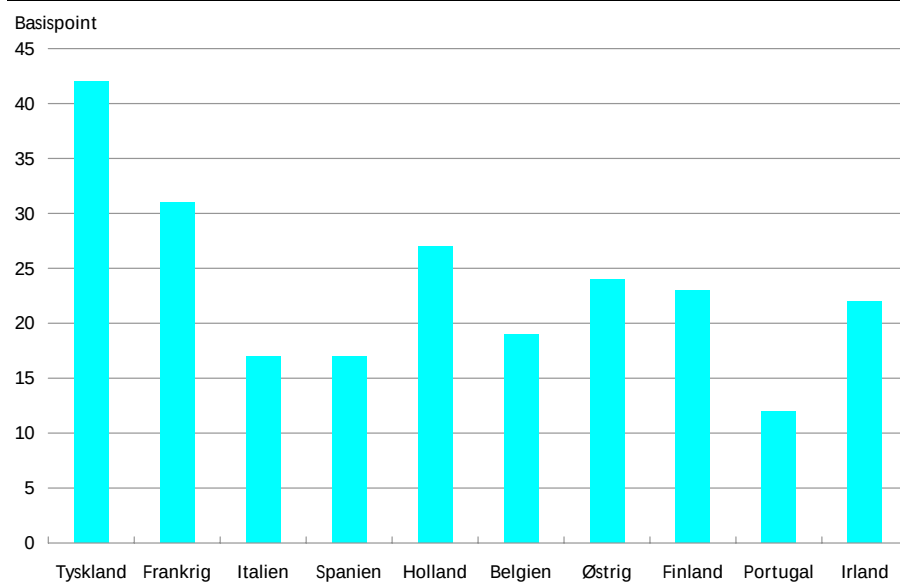
Nationalbanken fulgte ECB's renteændring i begyndelsen af april og nedsatte diskontoen og foliorenten med 0,50 pct. til 2,75 pct. med virkning fra den 9. april 1999. Diskontosatsen var dermed den laveste siden 1933. Renten på genkøbsforretninger og indskudsbeviser blev ligeledes nedsat med 0,50 pct. til 2,90 pct. Pengeinstitutterne nedsatte som hovedregel rentesatserne tilsvarende. Indlånsrenten er nu så lav, at et yderligere fald i udlånsrenten vil indsnævre bankernes rentemarginal og dermed hæmme indtjeningsniveauet.

Kronens faste kurs i forhold til euro har indebåret, at den er blevet svækket i forhold til dollar og andre valutaer. Den effektive kronekurs har derfor haft en faldende tendens og er nu nede på niveauet fra begyndelsen af 1998.

Siden indførelsen af euro har den danske 10-årige statsobligation tæt fulgt den tyske. Medio maj var spændet 42 basispoint, jf. figur 4. Det gennemsnitlige spænd til eurolandene var 23 basispoint.

DANSKE 10-ÅRIG RENTESPÆND TIL EUROLANDENE, 18. MAJ 1999

Figur 4



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Anm.: Et basispoint er 1/100 af en procent.

Renten på den danske 10-årige statsobligation er ikke faldet i forbindelse med nedsættelsen af diskontoen den 9. april. Medio maj var niveauet for den 10-årige rente godt 4,50 pct., hvilket var lavere end det generelle niveau i 1998. Sammenholdt med situationen omkring årsskiftet er obligationsrenten dog steget, mens pengeinstitutternes renter er lavere.

Den økonomiske aktivitet vil alt i alt ikke blive nævneværdigt påvirket af den lave diskonto, da udviklingen i obligationsrenten er vigtigere for realøkonomien end udviklingen i de korte renter. Overordnet må den økonomiske politik i disse år dog tage højde for de relativt lempelige pengepolitiske forhold, som følger af fastkurspolitikken. Dette indebærer imidlertid ikke, at den økonomiske politik skal justeres ved enhver ændring i de pengepolitiske renter. Politikken må derimod tilrettelægges med et længere sigte på baggrund af en vurdering af udsigterne for de kommende år. Det centrale er, at der fremlægges og fastholdes en stram økonomisk politik for år 2000, og at de udgiftspolitiske mål for 1999 ikke overskrides.

Renten på toneangivende realkreditobligationer er steget lidt siden årsskiftet, og har i hovedtræk fulgt udviklingen i de internationale kapitalmarkedsrenter. Set over en længere periode har tendensen i realkreditrenterne siden starten af 1995 været faldende og har dermed ført til mange konverteringer i 1998 og 1999. Ved juli-terminen 1999 er der således ekstraordinære indfrielse for knap 56 mia.kr., hvilket er et højt

niveau, men dog lavere end ved de fire største indfrielse siden begyndelsen af 1998. Ved juli-terminen er der især ekstraordinære indfrielse af obligationer med en kupon på 7 pct. Der er dog også mange indfrielse af obligationer med en kupon på 6 pct., hvor omfanget for første gang overstiger de samlede indfrielse i 8, 9 og 10 pct. obligationer.

AKTIVITETSUDVIKLINGEN

Produktionen (BNP) steg med næsten 3 pct. i 1998. Som følge af forårets konflikt på arbejdsmarkedet er forløbet igennem året vanskeligt at vurdere. Produktionen (sæsonkorrigeret) var uændret fra 3. til 4. kvartal, men det skal dog ses i lyset af et højt niveau i 3. kvartal som følge af indhentning af produktionstab under konflikten. Såvel det offentlige som det private forbrug voksede støt gennem året. En markant lageropbygning synes at have fundet sted i slutningen af 1998, hvilket overgangsvis kan dæmpe aktiviteten og importen i 1999, indtil lagrene er normaliserede.

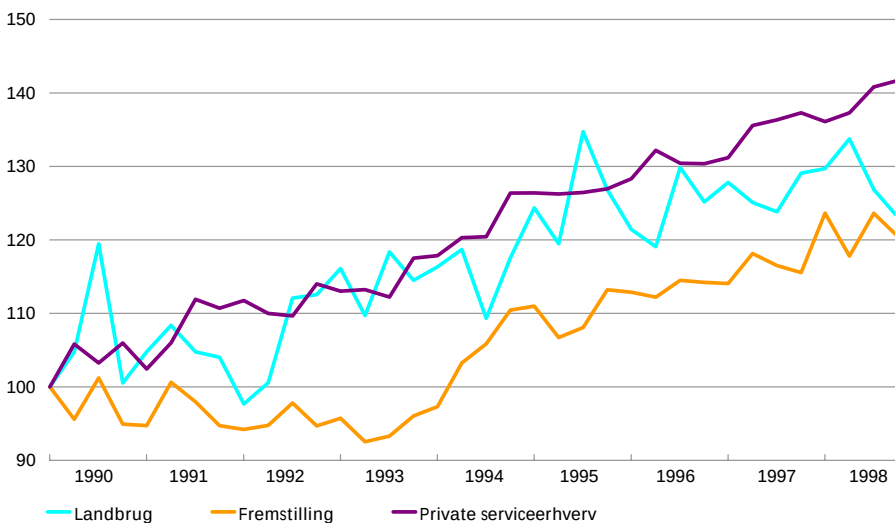
Det seneste års tid er væksten især skabt i servicesektoren, mens værditilvæksten udvikler sig svagere i fremstillingssektoren og er direkte faldende i landbruget, jf. figur 5.

Som det fremgår af figuren, har værditilvæksten i de private serviceerhverv været jævnt stigende siden 1990, mens landbrugets produktion

BRUTTOVÆRDITILVÆKST

Figur 5

Indeks (1990, 1. kvartal = 100)



Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: Sæsonkorrigerede data. Faste priser. Sidste observation er 4. kvartal 1998.

har været mere svingende, og fremstillingssektorens vækst først tog fart i 1993/94 – i begyndelsen af opsvinget. Den seneste tid har fremstillingssektoren lidt under de høje lønstigninger, mens landbruget specielt har været trykket af lave svinepriser. Til gengæld har serviceerhvervene nydt godt af boomet i det private forbrug.

Geografisk set er koncentrationen af servicevirksomheder størst i hovedstadsregionen. Hovedstadens andel af den samlede ledighed har været faldende siden slutningen af 1995, hvilket også passer med en stærkere vækst i servicesektoren end i industrien.

I marts 1999 var den sæsonkorrigerede arbejdsløshed 5,9 pct. og dermed den laveste siden 1980. Pinsepakkens reduktion af værdien af rentefradraget trådte i kraft ved årsskiftet, og det ser ud til, at der har fundet en opbremsning i nybyggeriet sted. Bilsalget er ligeledes faldet fra det meget høje niveau i 1998, mens der var yderligere, men moderat vækst i omsætningen i detailhandlen i de første måneder af 1999. Forbrugernes tillid er på det laveste niveau i mere end 5 år. Det er især forbrugernes forventninger til den danske økonomi, der er pessimistiske, mens synet på privatøkonomien er forholdsvis positivt.

Der gør sig en betydelige usikkerhed gældende om omfanget af lageropbygningen i slutningen af 1998, hvilket bevirker, at usikkerheden om den kommende tids økonomiske udvikling er større end normalt. Indikatorerne peger dog ikke på et egentligt tilbageslag. Selv om det centrale skøn er en afdæmpet vækst, er det en mulighed, at der igen kommer en periode med stærk vækst, når virksomhederne har normaliseret deres lagre.

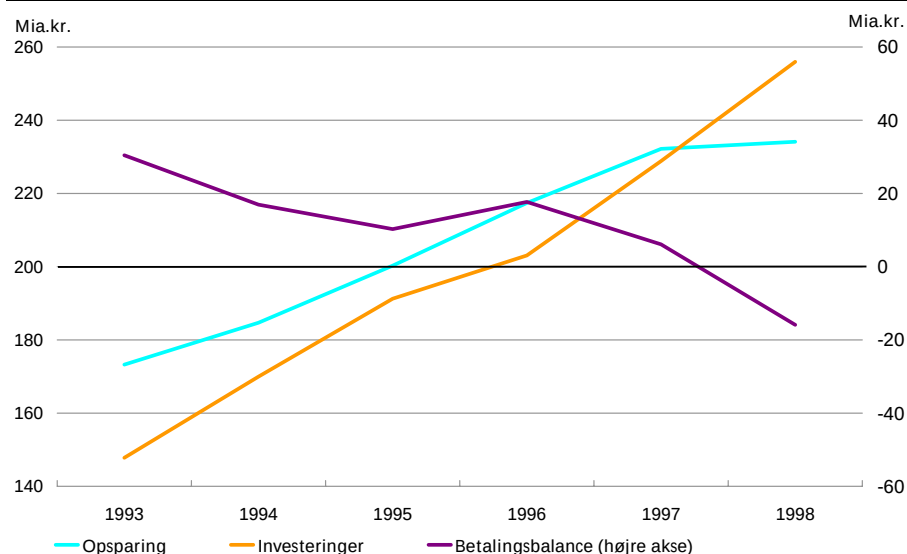
BETALINGSBALANCEN

I 1998 blev underskuddet på betalingsbalancens løbende poster 15,9 mia.kr., hvilket er en forværring på 22 mia.kr. i forhold til 1997. I både januar og februar 1999 var de løbende poster dog bedre end året før. Ses de to måneder under ét, skyldes ca. 2,5 mia.kr. af den samlede forbedring (år-til-år) på næsten 3,5 mia.kr. rentebetalinger og løbende overførsler, hvor der normalt kan være store forskydninger i betalingsmønstret fra år til år.

Forbedringen af handelsbalancen finder sted ved et lavere niveau for både eksport og import end i efterårsmånederne og kan være påvirket af de tidligere nævnte lagerbevægelser. Det er på den baggrund svært at vurdere, om forbedringen er af permanent karakter eller ej. Der kan være tale om, at betalingsbalancen i andet halvår af 1998 afveg fra den underliggende tendens i markant negativ retning, mens afvigelser i første halvår 1999 bliver positive.

OPSPARING, INVESTERINGER OG BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 6



Kilde: Danmarks Statistik.

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster fremkommer som forskellen mellem opsparing og investeringer. Udviklingen i den danske opsparing og investeringer samt betalingsbalancens løbende poster er gengivet i figur 6. Det fremgår, at forværringen af betalingsbalancesaldoen i 1998 skyldes, at væksten i opsparingen bøjede af, mens investeringerne fortsatte den stigende tendens.

Siden 1993 har der været en klar stigende tendens i de private investeringer, mens den private opsparingstilbøjelighed er faldet. De offentlige finanser har været i bedring siden 1994, men ikke i tilstrækkelig grad til at kunne opveje det private opsparingsunderskud.

SAMMENLIGNING AF DET DANSKE OG AMERIKANSKE OPSVING

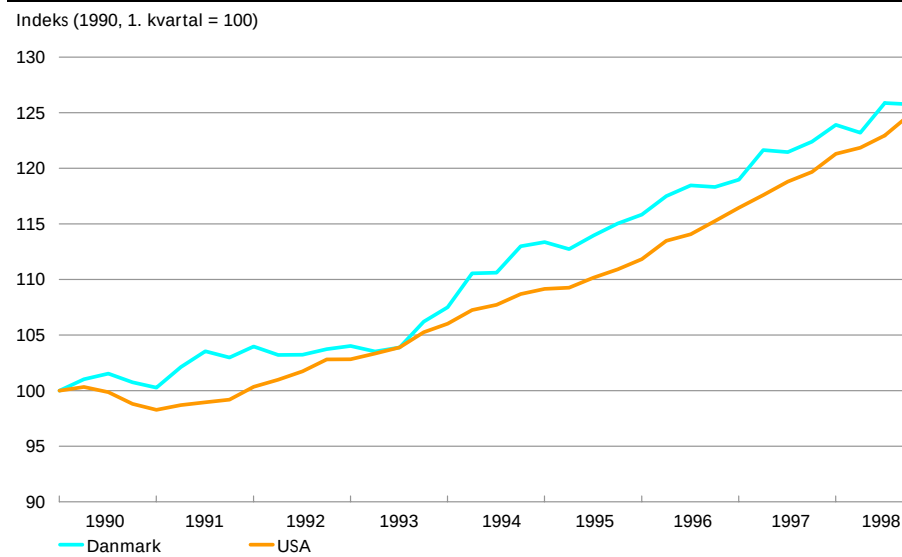
Der er en række lighedspunkter i de seneste års konjunkturudvikling i Danmark og USA. Siden 1990 har væksten i BNP stort set været den samme, om end det amerikanske opsving har været mere jævnt end det danske, jf. figur 7.

Det amerikanske opsving startede i 1992, mens det danske for alvor tog fart i 1994. De seneste år har begge opsving været relativt stabile med lidt lavere vækst i Danmark end i USA, hvor arbejdsstyrken gennem hele opsvinget er steget betydeligt.

I begge lande har væksten været trukket af stigende forbrugs- og investeringsefterspørgsel, ligesom den gennemsnitlige beskæftigelsesvækst har været omkring 2 pct. om året.

BNP I FASTE PRISER, SÆSONKORRIGERET

Figur 7



Kilde: WEFA og Danmarks Statistik.

Anm.: Sidste observation er 4. kvartal 1998.

Det amerikanske såvel som det danske opsving har været karakteriseret ved stabile inflationsrater. Det amerikanske niveau var i det meste af perioden knap 3 pct., mens den danske inflation har været omkring 2 pct. Den seneste tid har inflationstakterne været på nogenlunde samme niveau.

Opsvingene har kostet nogenlunde det samme på betalingsbalancen i USA og Danmark, når man tager hensyn til økonomiernes størrelse. Forskellen mellem de to lande er, at USA startede med et beskedent underskud på de løbende poster, mens Danmark havde overskud. Et andet fællestræk er, at der i begge lande er kommet overskud på de offentlige finanser.

Trods de store forskelle på økonomierne i USA og Danmark har der således været markante fællestræk ved de to opsving. USA – en stor økonomi med flydende valutakurs – har på samme måde som Danmark – en lille økonomi med fast valutakurs – kunnet nedbringe arbejdsløsheden til et langt lavere niveau end for få år siden ved fortsat lav inflation målt ved stigningen i forbrugerpriserne. Lavinflationen kan dog i begge lande til dels tilskrives de faldende råvarepriser frem til begyndelsen af 1999. Ikke mindst den voldsomme forringelse af saldoen på betalingsbalancens løbende poster er et tegn på, at landene opererer tæt på økonomiernes kapacitetsgrænse med deraf følgende risiko for stigende løninflation.

PRISUDVIKLINGEN

Forbrugerprisindekset steg i april 1999 med 2,4 pct. i forhold til april 1998, hvilket er lidt stærkere end de foregående måneder. Den høje prisstigningstakt skyldes især højere energipriser samt prisstigning på offentlige ydelser.

Mens stigende oliepriser frem til 1997 påvirkede inflationen i opadgående retning, har faldet frem til 1999 haft den modsatte effekt, jf. figur 8, der viser energiprisernes betydning for nettopriserne.

På det seneste er olieprisen steget betydeligt, og hvis denne udvikling fortsætter, vil det uundgåeligt føre til højere forbrugerpris-inflation end i 1998. En sådan udvikling vil med lidt varierende styrke gøre sig gældende i alle lande, uden man af den grund kan tale om genopståede inflationsproblemer, men blot om en korrektion til kunstigt lave prisstigninger i 1998. Det afgørende er at undgå, at stigende energipriser forplanter sig til arbejdsmarkedet i form af lønstigninger ude af takt med produktivitetsudviklingen.

I beregningen af indeksene for netto- og forbrugerpriser er den halvårslige indregning af husleje-posten blevet fremrykket, således at den fra og med 1999 bliver indregnet i februar og juli, hvor det tidligere var maj og november. Dette betyder, at niveauet for forbrugerprisindekset

ENERGIPRISERNES BETYDNING FOR INFLATIONEN

Figur 8

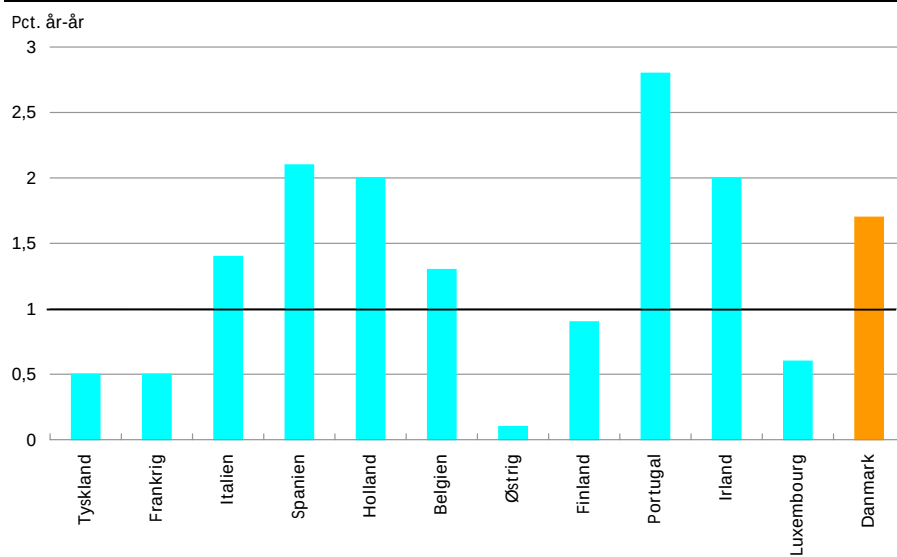


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Anm.: Energiprisernes betydning er beregnet med vægten som angivet i tabel 1. Ved at betragte nettoprisindekset ses bort fra afgifter. Sidste observation er april 1999.

INFLATION (HICP), MARTS 1999

Figur 9



Kilde: Eurostat.

Anm.: Den tykke linje angiver det vægtede gennemsnit for hele euroområdet. Tallene for Frankrig, Holland og Østrig er foreløbige.

midlertidigt vil være højere i perioderne februar-april og juli-oktober, end hvis fremrykningen ikke havde fundet sted. Fremrykningen øger isoleret set stigningstakten (år-til-år) med 0,2 pct. i perioden februar-april. Tilsvarende øges prisstigningerne juli-oktober, hvorfor den gennemsnitlige inflation for hele 1999 af rent tekniske grunde vil blive højere end uden denne omlægning.

Inflationen målt ved det harmoniserede prisindeks (HICP) var 1,7 pct. i både marts og april og dermed den højeste i mere end et år. Prisstigningstakten i Danmark er for tiden godt 0,5 pct. højere end i euroområdet set under ét, men dog lavere end i fire af landene, jf. figur 9.

Den seneste tid har tendensen i inflationen været stort set uændret, hvis man ser bort fra fremrykningen af huslejeopslaget, som det fremgår af tabel 1. Den høje kapacitetsudnyttelse har medført en markant stigning i "Andre faktorer", der afspejler udviklingen i indenlandsk løn og avance og dermed i den underliggende inflation. Ifølge Dansk Arbejdsgiverforenings strukturstatistik var den årlige lønstigning i 1998 omkring 4,0 pct. Tendensen var stigende i løbet af året og væksten betydeligt højere end produktivitetsvæksten og lønstigningerne i udlandet. Lønstigninger i den offentlige sektor er nået op på et niveau omkring de 4,5 pct. om året. Det er dog værd at notere sig, at de lokale lønreguleringer i industrien i 1999 ser ud til at blive lavere end i 1998.

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE Tabel 1

	Forbrugerpris- indeks		Netto- pris- indeks	Energi	Import	Indenlandske priser									
						I alt	Føde- varer	Husleje	Offent- lige ydelser	Andre faktorer					
	Vægte														
	HICP	CPI	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	2,0	2,1	1,9	-2,5	2,5	2,2	3,1	1,8	2,5	2,0					
1996	2,1	2,1	2,0	6,6	0,1	1,9	1,7	1,6	1,1	2,4					
1997	1,9	2,2	2,2	2,7	0,9	2,4	3,6	2,8	2,2	1,8					
1998	1,3	1,9	1,5	-2,8	0,6	1,9	1,8	2,1	-0,9	2,3					
1998 1. kv.	1,6	2,0	1,8	-1,7	1,4	2,1	4,1	2,5	-0,4	1,6					
1998 2. kv.	1,4	2,0	1,7	-0,7	0,9	2,0	2,5	2,1	-1,5	2,3					
1998 3. kv.	1,2	1,7	1,2	-4,0	0,4	1,7	0,6	1,9	-1,9	2,6					
1998 4. kv.	1,1	1,7	1,2	-4,7	-0,1	1,9	0,1	2,0	0,4	2,8					
1999 1. kv.	1,4	2,0	1,5	-7,0	2,1	0,3	2,8	2,1	-0,7	3,1					

Anm.: Vægtgrundlag pr. september 1996.
Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korrigeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til nedsættelse 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 i andre sektorer. Samtidig stiger efterspørgslen efter serviceydelser set i et længere perspektiv typisk hurtigere end efterspørgslen efter andre produkter.
HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

Ændringer af de pengepolitiske instrumenter

BAGGRUND

Danmarks Nationalbank gennemfører med virkning fra den 21. juni 1999 en række ændringer af de pengepolitiske instrumenter. Ændringerne vedrører ikke de overordnede rammer for udførelsen af pengepolitikken, der i sin nuværende form har været i kraft siden 1992. Der er navnlig tale om en tilpasning af vilkårene for sikkerhedsstillelse i forbindelse med lån i Nationalbanken til international praksis på området og heraf afledte ændringer af mere teknisk karakter.

DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER – OVERORDNEDE RAMMER

Nationalbankens pengepolitiske instrumenter bruges i det følgende som en fællesbetegnelse for de faciliteter, Nationalbanken normalt anvender til at styre og forrente mellemværender med de pengepolitiske modparter.

Pengepolitikken gennemføres via Nationalbankens fastsættelse af renten på de pengepolitiske mellemværender, der består af

- indskud på foliokonti på dag-til-dag basis
- 14-dages forretninger, hvor modparterne enten låner i Nationalbanken mod sikkerhed i værdipapirer (pengepolitiske lån) eller placerer ved at købe indskudsbeviser.

Nettostillingen over for Nationalbanken defineres som summen af modparternes samlede folioindeståender og indskudsbevisbeholdning fratrasket de samlede pengepolitiske lån.

Den samlede nettostilling er set fra modparternes synspunkt bestemt udefra og påvirkes først og fremmest af Nationalbankens køb og salg af valuta. På kort sigt kan statens nettobetalinger i kroner medføre betydelige udsving i nettostillingen. Maastricht-traktatens forbud mod monetær finansiering af statslige underskud sikrer, i kombination med en aftale mellem regeringen og Nationalbanken om fordelingen af statens låntagning i kroner og fremmed valuta, at statens indenlandske låntagning inden for året neutraliserer statsfinansernes virkning på nettostil-

lingen. Andre faktorer, herunder forskydninger i seddel- og møntomløbet, påvirker også nettostillingen, men beløbsmæssigt er effekten herfra beskeden.

Indskud på foliokonti i Nationalbanken er likviditet i snæver forstand, idet modparterne på eget initiativ umiddelbart kan anvende indeståenderne som betalingsmiddel. I det følgende anvendes begrebet likviditet synonymt med modparternes folioindeståender.

Nationalbanken åbner fast en gang om ugen for indgåelsen af 14-dages forretninger, hvor modparterne til samme rente har mulighed for at låne eller placere i Nationalbanken, og dermed holde tilstrækkelig likviditet til at håndtere de forventede likviditetsudsving en uge frem. Individuelle likviditetsbehov må udlignes i pengemarkedet, da Nationalbanken ikke tillader modparterne at være i overtræk på deres foliokonti ved afslutningen af det pengepolitiske døgn kl. 15.30. Inden for dagen tillades overtræk mod sikkerhed (intradag-kredit) som led i betalingsformidlingen. Ved overtræk inden for dagen beregnes ingen rente.

Nationalbanken modvirker større forskydninger i likviditeten uden for de faste operationer ved ekstraordinære operationer i indskudsbeviser. Tilførsel af likviditet sker ved, at Nationalbanken tilbyder tilbagekøb af indskudsbeviser. Opsugning af likviditet sker ved ekstraordinære salg af indskudsbeviser.

Modparternes mulighed for at få tilført likviditet uden for de ordinære operationer ved tilbagesalg af indskudsbeviser indebærer, at modparterne, set under ét, altid vil holde en vis mængde indskudsbeviser, selv om nettostillingen er negativ. Det kan modparterne gøre uden omkostninger, da renten på indskudsbeviser svarer til renten på udlån. Der er således et vist element af balanceoppustning indbygget i det danske instrumentsæt, idet en given nettostilling typisk vil være sammensat af betydelige bruttomellemværender på aktiv- og på passivside af Nationalbankens balance.

Konstruktionen medfører, at et skift i modparternes nettostilling fra gæld til tilgodehavende i Nationalbanken eller omvendt ikke påvirker renten på pengemarkedet.

Modparterne vil normalt frit kunne sammensætte nettostillingen gennem anvendelsen af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter¹. Dermed er fastsættelse af de officielle renter det centrale pengepolitiske styringsinstrument. Mængdemæssig styring af likviditeten spiller under normale omstændigheder ingen rolle i pengepolitikken. Det danske system er dermed relativt liberalt set i internationalt perspektiv.

¹ Indførelsen af foliorammer, jf. afsnit 4, lægger en kvantitativ begrænsning på modparternes folioindskud. Begrænsningen herfra vil dog kun yderst sjældent have praktisk betydning.

Inden for rammerne af det nuværende regelsæt kan Nationalbanken dog erstatte den almindelige brug af instrumenterne med mængdemæssig styring af likviditeten, hvis det findes nødvendigt af penge- og valutapolitiske hensyn. Anvendelsen af kvantitative begrænsninger på modparternes adgang til likviditet i Nationalbanken anvendes kun yderst sjældent. Sidste gang det skete var i 1993 i forbindelse med krisen i det europæiske valutasamarbejde EMS.

De officielle renter

Indskud på folio forrentes med *foliorenten*, der siden 1992 har svaret til diskontoen. Ændringer af *diskontoen* er et signal om en generel ændring i renteniveauet. Pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter over for kunder følger normalt udviklingen i diskontoen.

Foliorenten udgør under normale forhold bunden for dag-til-dag renten på pengemarkedet, da indskud i Nationalbanken for den enkelte modpart altid er et alternativ til udlån i pengemarkedet. Udviklingen i dag-til-dag renten påvirkes primært af udsving i de samlede folioindeståender, men der er også en teknisk effekt fra Nationalbankens instrumenter. Der er i princippet ingen overgrænse for dag-til-dag renten i det danske system. Nationalbankens forpligtelse til at sikre, at systemlikviditeten aldrig bliver negativ, lægger dog i praksis indirekte et loft over dag-til-dag renten.

Under normale forhold er den afgørende rentesats *udlåns- og indskudsbevisrenten*. Ændringer i denne rente udtrykker Nationalbankens intentioner for udviklingen i pengemarkedsrenterne.

Udlåns- og indskudsbevisrenten er altid højere end diskontoen, men spændet varierer noget, uden at der i øvrigt er faste regler for spændets størrelse.

ÆNDRINGERNE AF DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER

Med virkning fra den 21. juni 1999 ændres de pengepolitiske instrumenter på en række områder. Ændringerne vedrører ikke de overordnede systemmæssige rammer, men har mere karakter af tekniske tilpasninger.

Ændringerne indebærer, at sikkerhedsgrundlaget for modparternes pengepolitiske lån i Nationalbanken udvides med realkreditobligationer og visse andre obligationer. For at kunne håndtere det udvidede sikkerhedsgrundlag omlægges de pengepolitiske udlån fra genkøbsforretninger til udlån mod sikkerhed. I økonomisk forstand er der ingen forskel på de to typer af transaktioner, men omlægningen til udlån mod sikkerhed giver en række praktiske og administrative fordele.

Omlægningen fra genkøbsforretninger til udlån mod sikkerhed har gjort det muligt at afvikle de pengepolitiske lån med umiddelbar likviditetsvirkning. Udlånsforretningerne, der tidligere blev indgået torsdag med valør fredag, flyttes som konsekvens heraf til fredag.

Renten på pengepolitiske lån i Nationalbanken, der tidligere hed renten på genkøbsforretninger, vil fremover hedde Nationalbankens udlånsrente.

Omlægningen af udlånsforretningerne indebærer endvidere, at modparternes sikkerhedsstillelse i forbindelse med pengepolitiske lån, lån til kontantdepoter og intradag-kredit kan samles i en fælles sikkerhedspulje, såkaldt *pooling*, idet Nationalbankens lån til modparterne inden for dagen og lån i forbindelse med kontantdepoter i forvejen gennemføres som udlån mod sikkerhed i værdipapirer. Indskudsbeviser vil fortsat kun kunne anvendes som sikkerhed for intradag-kredit. Overgangen til *pooling* vil gøre modparternes sikkerhedsstillelse i Nationalbanken væsentlig mere smidig.

Der indføres samtidig fælles retningslinier for Nationalbankens beregning af belåningsværdien af værdipapirer til brug for kronekredit i forbindelse med pengepolitiske lån, intradag kredit og lån til kontantdepoter. Det får som praktisk konsekvens, at modparterne i forbindelse med pengepolitiske lån i Nationalbanken ikke længere kan belåne den fulde markedsværdi af de bagvedliggende obligationer. Fremover vil belåningsprocenten være under 100 og afhænge af markedsrisikoen på de værdipapirer, der anvendes som sikkerhed.

Uafhængigt af ændringerne i vilkårene for sikkerhedsstillelse i Nationalbanken udvides modpartskredsen til også at omfatte realkreditinstitutter.

Som følge af udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget indføres et loft for indskud på foliokonti i Nationalbanken ved dagens slutning. Ved overskridelse af det individuelle loft konverterer Nationalbanken automatisk overskydende beløb til indskudsbeviser. Konverteringen vil dog kun finde sted i de tilfælde, hvor det samlede loft for de pengepolitiske modparter under ét er overskredet.

DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER EFTER OMLÆGNINGEN

Modparter

De pengepolitiske modparter er

- pengeinstitutter med tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed efter bank- og sparekasseloven
- realkreditinstitutter med tilladelse til at drive realkreditvirksomhed efter realkreditloven

- filialer i Danmark af kreditinstitutter fra andre EU-lande eller lande, som EU har indgået samarbejdsaftale med, der driver pengeinstitutvirksomhed som defineret i bank- og sparekasseloven eller realkreditvirksomhed som defineret i realkreditloven.

Efter udvidelsen af modpartskredsen med realkreditinstitutter skønnes antallet af modparter at blive knap 160. Kun en mindre del af modparterne indgår regelmæssigt 14-dages forretninger med Nationalbanken.

Foliorammer

Som led i udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget indføres for hver modpart et loft for det daglige indestående på foliokontoen ved dagens slutning. Loftet skal medvirke til, at modparterne i en situation med optræk til valutauro ikke på eget initiativ kan mobilisere en likviditetsreserve, som kan bruges til spekulation mod den danske krone. De individuelle rammer fastsættes af Nationalbanken under hensyntagen til modpartens kapitalgrundlag og aktivitet i pengemarkedet. Rammerne fastsættes som udgangspunkt for en ubegrænset periode.

Modparternes samlede ramme er summen af de individuelle rammer. Den samlede ramme er fastsat til godt 20 mia.kr. Ved overskridelse af de individuelle rammer overfører Nationalbanken automatisk overskydende beløb til modpartens indskudsbeviskonto. Nationalbankens salg af indskudsbeviser i forbindelse med rammeoverskridelser vil altid ske i det indskudsbevis, der på dagen for overskridelsen har den længste restløbetid.

Individuelle rammeoverskridelser effektueres dog kun i de tilfælde, hvor modparternes samlede ramme er overskredet. Dette vil i praksis ske yderst sjældent, og Nationalbanken vil i situationer, hvor en rammeoverskridelse kan forudses, normalt på forhånd tilbyde salg af indskudsbeviser, så konverteringer undgås.

Som hjælp til modparternes likviditetsplanlægning udsender Nationalbanken den næstsidste bankdag i hver måned skøn over statens forventede indenlandske bruttofinansieringsbehov fordelt på dage for de to følgende måneder, den såkaldte dagsfordeling.

Derudover udsender Nationalbanken månedsfordelinger med skøn over det forventede nettofinansieringsbehov. Månedsfordelingerne udsendes fire gange om året og baseres på Finansloven og Finansministeriets løbende skøn over statsfinanserne, der offentliggøres i Budgetoversigterne.

Den anden bankdag i hver måned udsender Nationalbanken en presmeddelelse med oplysninger om statens faktiske finansieringsbehov i den forudgående måned og Nationalbankens nettokøb af valuta.

Dags- og månedsfordelingerne samt pressemeddelelsen om valuta og likviditet offentliggøres også på Nationalbankens websted på internettet www.nationalbanken.dk.

Modparternes nettostilling over for Nationalbanken offentliggøres hver dag kl. 16.00 på DN-nyheder, der er et elektronisk informationsnetværk, som anvendes af Nationalbanken til at kommunikere oplysninger til de pengepolitiske modparter og til finansielle nyhedstjenester.

Ordinære forretninger med 14-dages løbetid

De ordinære pengepolitiske operationer med 14-dages løbetid indgås normalt den sidste bankdag i hver uge. Nationalbankens salg af indskudsbeviser sker mellem kl. 10.00 og kl. 15.30, mens udlånsforretninger indgås mellem kl. 10.00 og kl. 13.00. Begge typer af forretninger har umiddelbar likviditetsvirkning, og der er ingen kvantitative begrænsninger på modparternes køb af indskudsbeviser og indgåelse af pengepolitiske lån.

Renten på lån i Nationalbanken svarer til indskudsbevisrenten.

Der vil på ethvert tidspunkt være to udestående indskudsbevisserier og to udestående pengepolitiske lån. Hver indskudsbevis- og låneserie betegnes med årstal og ugenummer, der refererer til forfaldstidspunktet (ex 99/27 for det indskudsbevis/pengepolitiske lån, der forfalder den 9. juli 1999).

Meddelelse om ordinære salg af indskudsbeviser og indgåelse af udlånsforretninger, og renten hvortil forretningerne kan indgås, sker normalt kl.10.00 den sidste bankdag i ugen via DN-nyheder.

Opsugning af likviditet

Opsugning af likviditet sker ved, at Nationalbanken sælger indskudsbeviser til modparterne. Modparternes køb af indskudsbeviser afvikles over foliokontoen, og registreres udelukkende på modparternes indskudsbeviskonti i Nationalbanken.

Indskudsbeviser handles i stykstørrelser på 1 mio.kr.

Indskudsbeviserne bærer ingen nominel rente, men er nulkuponpapirer, som sælges til underkurs og indfries til pari, så afkastet svarer til indskudsbevisrenten.

Indskudsbeviser kan handles indbyrdes mellem modparterne via DN-Forespørgelsesservice, der populært sagt er modparternes *home-banking* system i Nationalbanken. Handler med indskudsbeviser til kurser under 99 vil ikke blive gennemført. Denne mindstekurs tilpasses i forhold til det aktuelle renteniveau.

Modparterne kan indberette handler med almindelig afvikling dvs. på handelsdagen, eller handler med senere afvikling. Med senere afvikling

forstås bankdage i perioden fra bankdagen efter indberetningen til dagen før indskudsbeviserne forfalder.

Ved indskudsbevisernes forfald krediteres den pågældende modparts foliokonto inden ekspeditionstidens begyndelse med bevisets pålydende værdi.

Tilførsel af likviditet

Tilførsel af likviditet sker ved, at Nationalbanken indgår udlånsforretninger mod sikkerhed i obligationer med modparterne.

Modparten anmoder om optagelse af pengepolitiske lån gennem DN-Forespørgselsservice. Er fornøden sikkerhedsstillelse tilstede, jf. afsnittet om sikkerhedsstillelse, udbetales lånet umiddelbart efter anmodningen. Låneprovenuet krediteres modpartens foliokonto og debiteres en tilknyttet lånekonto.

Renten på de enkelte lån beregnes ved lånets optagelse på basis af pengemarkedskonventionen (faktisk/360) og tilskrives den dag, lånet forfalder.

Ved lånets forfald debiteres rentebeløbet på lånekontoen, hvorefter det lånte beløb inklusiv rente overføres fra foliokontoen til lånekontoen. Bogføringen vil være afsluttet inden ekspeditionstidens begyndelse.

Ekstraordinære operationer

Nationalbankens ansvar for at sikre en tilstrækkelig systemlikviditet indebærer, at det kan være nødvendigt at tilføre eller opsuge likviditet uden for de faste terminer. Sådanne ekstraordinære operationer vil typisk være foranlediget af større statslige ind- eller udbetalinger, men kan også skyldes Nationalbankens køb- eller salg af valuta.

Ved de ekstraordinære operationer anvendes kun indskudsbeviser. Tilførsel af likviditet sker ved, at Nationalbanken tilbagekøber indskudsbeviser fra modparterne, mens opsugning af likviditet sker ved, at Nationalbanken åbner for salg af indskudsbeviser.

Meddelelse om ekstraordinære operationer i indskudsbeviser sker normalt på handelsdagen kl. 10.00 via DN-nyheder.

Ekstraordinær opsugning af likviditet

Opsugning af likviditet uden for de ordinære operationer sker ved, at Nationalbanken sælger indskudsbeviser. Opsugningen foregår i praksis ved, at Nationalbanken genåbner for salg af en eksisterende indskudsbevisserie. Normalt vil salget ske i serien med længst restløbetid. Ekstraordinære salg af indskudsbeviser fremgår af den likviditetsprognose, Nationalbanken udsender den sidste bankdag i hver måned.

Ekstraordinær tilførsel af likviditet

Ekstraordinær tilførsel af likviditet sker ved, at Nationalbanken tilbagekøber indskudsbeviser.

Hvis tilbagekøbet er annonceret på forhånd, sker tilbagekøbet med et fast tillæg til den gældende indskudsbevisrente. Normalt købes der tilbage i begge udestående serier. Annoncerede tilbagekøb fremgår af den likviditetsprognose, Nationalbanken udsender den sidste bankdag i hver måned.

Tilbagekøb af indskudsbeviser, der skyldes større uforudsete udsving i likviditeten, sker ligeledes med et fast tillæg til indskudsbevisrenten.

Hvis tilbagekøbet sker i en situation, hvor modparternes likviditetsmangel skyldes mindre udsving i likviditeten, der burde være forudset i forvejen, købes indskudsbeviserne tilbage til en markedsrelateret rente, der typisk er noget højere end indskudsbevisrenten.

De ikke-annoncerede tilbagekøb sker normalt via pengemarkeds-mæglerne.

Andre ekstraordinære operationer i indskudsbeviser

Nationalbanken kan endvidere, når det findes nødvendigt, åbne for genkøbsforretninger i indskudsbeviser (indskudsbevisswaps). Sådanne operationer vil typisk finde sted i situationer, hvor modparternes likviditet inden for få dage påvirkes af store modsatrettede bevægelser.

SIKKERHEDSSTILLELSE I NATIONALBANKEN

Nationalbanken kræver sikkerhed for alle former for udlån. Det gælder både for lån inden for dagen (intradag-kredit), for pengepolitiske lån og for lån til kontantdepoter. Muligheden for usikret kredit inden for dagen blev afviklet fra 1995 og ophørte endeligt i 1998.

Som led i omlægningen af de pengepolitiske udlån fra genkøbsforretninger til udlån mod sikkerhed er arrangementet i Nationalbanken lagt om, sådan at pantsatte værdipapirer samles i en fælles sikkerhedspulje, der kan bruges som sikkerhed for flere typer af udlån, dvs. pengepolitiske lån, lån til kontantdepoter og intradag-kredit. Indskudsbeviser kan dog fortsat kun tjene til sikkerhed for intradag-kredit. Det nye arrangement gør sikkerhedsstillelsen over for Nationalbanken mere smidig ved bl.a. at gøre det nemmere for modparterne at håndtere ombytninger af sikkerheder i forretningernes løbetid. Pantsætningen sker i praksis ved, at modparten overfører aktiver til et sikkerhedsdepot i Værdipapircentralen, der er pantsat til Nationalbanken.

Den samlede ramme for den likviditet, en modpart kan modtage fra Nationalbanken, består af den totale værdi af de værdipapirer (efter

GÆLDENDE MARGINER OG HAIRCUTS PR. 21. JUNI 1999 VED
SIKKERHEDSSTILLELSE I DANMARKS NATIONALBANK

Tabel 1

	Pct.	Pct. point
Margin	2	
Haircuts for VP-registrerede aktiver:		
Restløbetid til og med 3 år	0	
Restløbetid over 3 år til og med 7 år	1	
Restløbetid over 7 år	3	
<i>Tillæg til haircut for VP-registrerede aktiver:</i>		
Med begrænset likviditet (cirkulerende mængde mindre end 3 mia.kr.)..		10

Anm.: Hvis belåningsværdien af de pantsatte VP-registrerede aktiver udgør mindre end 101 pct. af de udestående lån skal marginen på 2 pct. reableres.

margin og haircuts, jf. nedenfor), som er pantsat til Nationalbanken, indeståendet på den til sikkerhedsdepotet tilknyttede afkastkonto og belåningsværdien af modpartens beholdning af indskudsbeviser.

Belåningsværdien af VP-registrerede aktiver findes ved fra værdipapirernes kursværdi at fratrække såkaldte *haircuts*, der afhænger af værdipapirernes restløbetid og likviditet, jf. tabel 1.

Indskudsbevisernes belåningsværdi er fastsat til kurs 99. Belåningsværdien svarer til den fastsatte mindstekurs ved handel med indskudsbeviser.

Intradag-kreditte bestemmes residualt i den forstand, at belåningsværdien først anvendes til dækning af indgåede pengepolitiske lån og lån til kontantdepoter. Eventuel overskydende sikkerhed bestemmer herefter sammen med belåningsværdien af modpartens beholdning af indskudsbeviser det samlede intradag-maksimum, jf. opstillingen neden for:

Beregning af intradag-maksimum:

Belåningsværdi efter margin af sikkerheder i sikkerhedsdepotet
 + indestående på afkastkonto (evt. ikke frigivne udtrækninger)
 = *Samlet belåningsværdi efter margin af pantsatte aktiver*
 - Pengepolitiske lån
 - Maksimum for lån vedrørende kontantdepoter
 = *Overskydende sikkerhed*
 + belåningsværdi af indskudsbeviser
 = *Intradag-maksimum*
 - træk på folio
 = *Disponibelt beløb*

VP-registrerede aktiver, der kan anvendes som sikkerhed

Nationalbanken accepterer følgende værdipapirer i danske kroner, der er registreret i Værdipapircentralen samt noteret på Københavns Fondsbørs som sikkerhed for kronelån:

- Papirer udstedt af den danske stat, Fiskeribanken eller Hypotekbanken.
- Obligationer garanteret af den danske stat.
- Obligationer udstedt af KommuneKredit og Det Færøske Landsstyre.
- Realkreditobligationer udstedt af institutter omfattet af realkreditloven.
- Obligationer udstedt af Danmarks Skibskreditfond og Dansk Landbrugs Reallånefond.

Derudover kan Nationalbanken efter en konkret vurdering acceptere andre aktiver som sikkerhed for kronekredit.

Marginer og haircuts

De daglige kursudsving på de pantsatte værdipapirer indebærer, at værdien af det pantsatte depot løbende ændrer sig. For at minimere risikoen for, at værdien af modpartens pengepolitiske lån og lån til kontantdepoter overstiger værdien af de belånte værdipapirer, skal belåningsværdien overstige de ydede lån med en margin på p.t. 2 pct., sådan at der ved et lån på 100 kr. skal stilles sikkerhed med en belåningsværdi på 102 kr.

Ved ydelse af pengepolitiske lån og lån til kontantdepoter samt ved udtagelse af værdipapirer fra sikkerhedsdepotet skal belåningsværdien altid overstige summen af allerede udestående lån og de lån, der ydes, med marginen på 2 pct.

Af hensyn til den daglige administration af sikkerhedsdepotet indkaldes supplerende sikkerhedsstillelse i øvrigt kun i de situationer, hvor belåningsværdien af de pantsatte værdipapirer udgør mindre end 101 pct. af de udstående 14-dages lån og lån til kontantdepoter. Efter indkaldelse af supplerende sikkerhed skal belåningsværdien overstige de udestående lån med marginen på 2 pct.

Udtrækninger på obligationer i sikkerhedsdepotet placeres på en pantsat afkastkonto og indgår i sikkerhedsgrundlaget på lige fod med belåningsværdien af værdipapirer efter margin. I det omfang anden fornøden sikkerhed er tilstede, vil indeståendet på afkastkontoen dagligt blive overført til foliokontoen.

Tilskrevne renter på pantsatte værdipapirer bogføres direkte på foliokontoen.

Ombytning af sikkerheder sker ved, at modparten først indlægger og derefter udtager sikkerheder fra det pantsatte depot.



Euromønternes nationale side

Den 1. januar 1999 indledtes tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU. Ved overgangen til tredje fase blev de nationale valutaer for de 11 deltagende lande uigenkaldeligt fastlåst overfor euroen. De nye eurosedler og -mønter er først klar til udsendelse 1. januar 2002, bl.a. som følge af produktionstiden. Indtil da eksisterer euroen alene som "kontopenge", dvs. i elektronisk form, og man skal derfor i denne overgangsperiode fortsat benytte de nationale valutaer. Euroen indføres ikke i Danmark, fordi vi med Edinburgh-aftalen ikke deltager i tredje fase.

Eurosedlernes og -mønternes udseende er allerede fastlagt¹. Mens sedlerne vil være ens i udseende i alle eurolandene, vil mønterne have en fælles side og en national side. Den nationale side kan landene selv disponere over. Det nationale kendetegn skal dog være omgivet af EUs 12 stjerner, møntmærke (kendetegnet for den pågældende møntfabrik) samt produktionsår.

Den 24. februar 1999 offentliggjorde Luxembourg, som det sidste af de deltagende lande, designet for de nationale møntsider. Dermed har alle 11 lande, der deltager i tredje fase fra starten, offentliggjort designet for deres nationale sider². Luxembourg har valgt at portrættere Kronprins Henri, den nuværende Storhertugs søn og arvtager.

¹ For en nærmere gennemgang heraf henvises til Winnie Jakobsen "Sedler og mønter i ØMUens tredje fase", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1997 samt kapitlet "Det internationale monetære samarbejde", Danmarks Nationalbank, *Beretning og Regnskab 1998*.

² Designet for Belgien, Finland, Frankrig, Tyskland og Østrig blev vist i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 1998, mens designet for Holland, Irland, Italien, Portugal og Spanien blev vist i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1998.

Stabilitets- og vækstpagten: Status efter første runde, foråret 1999

Niels Bartholdy, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Starten på ØMUens tredje fase 1. januar 1999, med 11 EU-landes overgang til fælles valuta og fælles pengepolitik, har også betydet igangsættelsen af stabilitets- og vækstpagten, som er en vigtig del af ØMUens "finanspolitiske ben". Pagten omfatter også de EU-lande, heriblandt Danmark, som ikke deltager i ØMUens tredje fase, men disse lande er ikke omfattet af pagtens sanktionsbestemmelser. I denne artikel gennemgås formålet med pagten, og der gøres status efter EU-landenes nylige fremlæggelse af nationale programmer for, hvordan de agter at opfylde pagtens krav.

TRAKTATENS REGLER OM OFFENTLIGE BUDGETTER

Fundamentet for ØMUen er EU-traktatens ØMU-bestemmelser, som blev indført med Maastricht-revisionen i 1993 og er bevaret uændret i den Amsterdam-revision, som trådte i kraft 1. maj i år. Kun nummerering af artikler, afsnit og protokoller er ændret. I denne artikel anvendes de nye numre i henhold til Amsterdam versionen af traktaten.

Overgangen til ØMUens tredje fase indebærer, at Den Europæiske Centralbank, ECB, fører fælles pengepolitik for hele euroområdet. Finanspolitikken føres fortsat nationalt, idet de nationale regeringer og parlamenter i alle EU-landene suverænt beslutter deres egne finanslove, skattetryk osv. Eftersom penge- og finanspolitik fungerer i et tæt samspil og indbyrdes afhængighedsforhold, indsatte man allerede i Maastricht-traktaten en række bestemmelser, der skulle sætte nogle overordnede grænser for det finanspolitiske spillerum og sikre en vis koordinering og sammenhæng for de nationale ikke-monetære økonomiske politikker. Hensigten var bl.a. at begrænse muligheden for uansvarlig national finanspolitik, som dels kunne underminere pengepolitikken, dels i en vis udstrækning ville kunne "tørres af" på de andre eurolande. Uden regler ville et euroland teoretisk set kunne foretage en ubegrænset finanspolitisk ekspansion og kun i begrænset omfang selv betale

prisen i form af højere rente, valutauro mv., idet de øvrige eurolande ville være med til at bære byrden af disse følgevirkninger, herunder en generelt højere rente. Desuden indførtes regler om, at EU-landene i fællesskab hvert år skal enes om en række overordnede retningslinjer for den generelle økonomiske politik.

Traktatbestemmelserne omfatter bl.a. procedurer for samordning af den økonomiske politik (artikel 99), forbud mod monetær finansiering af offentlige underskud (populært sagt "at lade seddelpressen køre", art. 101), samt forbud mod at et land kan hæfte for et andet lands gæld, den såkaldte "no bail out clause" (artikel 103).

Den centrale begrænsning af muligheden for uansvarlig finanspolitik står i Amsterdam-traktatens artikel 104 om offentlige underskud, overvågning og sanktioner. Her findes forbuddet mod "uforholdsmæssigt store offentlige budgetunderskud", hvilket andet steds i traktaten (protokol nr. 20) defineres som et underskud på over 3 pct. af BNP eller en offentlig bruttogæld på over 60 pct. af BNP. En overskridelse af 3 pct. grænsen kan tolereres, såfremt underskuddet i pct. af BNP er faldet væsentligt og er kommet tæt på de 3 pct., eller overskridelsen er exceptionel og midlertidig. En overskridelse af 60 pct. grænsen kan accepteres, hvis det vurderes, at den offentlige gæld i pct. af BNP er mindsket i tilstrækkeligt omfang.

Forbuddet mod uforholdsmæssigt store budgetunderskud trådte i kraft samtidig med overgangen til tredje fase af ØMUen 1. januar 1999. Men allerede fra begyndelsen af anden fase (1994) har alle EU-medlemslandene været forpligtet til at stræbe efter at undgå uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Proceduren i artikel 104 for overvågning af, hvorvidt landene overholder denne forpligtelse, har også været i kraft siden 1994.

Fra tredje fases start er der mulighed for at pålægge landene sanktioner, hvis de ikke gør tilstrækkeligt for at korrigere et for stort budgetunderskud. Mens alle EU-landene er omfattet af forbuddet (på nær Storbritannien, som har en særlig undtagelse, så længe de ikke deltager i euroen), er det kun eurolandene, som kan pålægges sanktioner. Artikel 104 nævner forskellige sanktionsmuligheder, herunder muligheden for at pålægge landet at indbetale et depositum, indtil budgetunderskuddet er korrigeret, eller en egentlig bod.

Overvågningen og en eventuel vedtagelse af sanktioner foretages af Rådet af økonomi- og finansministre, ECOFIN-rådet, ved et kvalificeret flertal, hvor det berørte lands stemme ikke tæller med.

Eftersom 3 pct. og 60 pct. grænserne for offentlige underskud og gæld også indgår som nogle af traktatens kriterier for et lands kvalifikation til ØMUen (konvergenskriterierne), spillede disse grænser en central

rolle i opløbet til tredje fase og udvælgelsen af deltagerlandene i maj 1998. Grænsen for offentlige budgetunderskud blev overholdt af alle de 11 udvalgte deltagerlande. Men 8 af de 11 lande lå over gældsgrænsen på 60 pct. af BNP og blev "lukket ind" på reglen om faldende gæld, eller – i Tysklands tilfælde – fordi gælden var meget tæt på 60 pct., hvor overskridelsen skyldtes helt ekstraordinære forhold (genforeningen).

Netop denne fokusering på grænserne for de offentlige budgetter som et *kvalifikationskrav* til ØMUen snarere end som en *varig ramme* for finanspolitikken i landene med den fælles valuta var blandt årsagerne til, at den daværende tyske finansminister, Theo Waigel, i 1995 lancerede ideen om en stabilitetspagt. Pagten skulle opstramme og præcisere nogle af bestemmelserne i traktatens artikel 104 (dengang 104C) og dermed dels øge tilskyndelsen til varig budgetdisciplin, dels understøtte tilliden til euroen.

STABILITETSPAGTENS HOVEDELEMENTER

Stabilitetspagten, som formelt består af en topmøderesolution og 2 rådsforordninger vedtaget i juni 1997¹, tilføjer navnlig følgende principper til de forpligtelser, som allerede ligger i traktaten:

- EU-landene skal på mellemlangt sigt *tilstræbe en offentlig budgetstilling tæt på balance eller i overskud*, og de skal udarbejde programmer, der viser, hvordan de planlægger at nå dette mål. Programmerne benævnes *stabilitetsprogrammer* for eurolandene, mens de øvrige EU-landes programmer kaldes *konvergensprogrammer*, ligesom de programmer alle EU-landene skulle udarbejde i årene op til starten af ØMUens tredje fase.
- Pagten fastlægger en forholdsvis *stram tidsplan* for gennemløbet af proceduren fra konstateringen af, at et land har et for stort underskud, til landet pålægges sanktioner. Forløbet må *maksimalt vare 10 måneder*, med mindre landet forinden griber effektivt ind for at rette op på underskuddet.
- Når der pålægges *sanktioner*, skal disse – ud over eventuelt de mildere sanktioner, som traktaten nævner – *altid omfatte deponering* af et rentefrit beløb, som efter 2 år kan konverteres til en bod, hvis landet ikke har korrigeret sit uforholdsmæssigt store budgetunderskud.
- *Deponeringsbeløbet* skal være på *mellem 0,2 og 0,5 pct. af landets BNP* afhængig af, hvor meget landets budgetunderskud overskrider 3 pct. grænsen.

¹ Resolution fra Det Europæiske Råd, EF-tidende C 236, 2. august 1997 s.1. De to forordninger: EF-tidende L 209, 2. august 1997, s. 1ff.

- Et budgetunderskud på over 3 pct. af BNP skal betragtes som *exceptionelt og midlertidigt*, og vil derfor ikke blive betragtet som "uforholdsmæssigt stort", *hvis* underskuddet skyldes en begivenhed *uden for det pågældende lands kontrol, eller hvis underskuddet er resultatet af et alvorligt økonomisk tilbageslag*. Hvis tilbageslaget afspejler et fald i BNP i faste priser på mindst 2 pct., vil landet gå fri af underskudsproceduren. Herudover forpligter medlemslandene sig til som hovedregel kun at søge at gå fri af proceduren med henvisning til økonomisk tilbageslag, hvis BNP i faste priser er faldet med mindst 0,75 pct.

Det første princip – om den mellemfristede målsætning og stabilitetsprogrammerne – skal skærpe fokuseringen på 3 pct. grænsen som en varig tilstand i ØMUens tredje fase. Grænsen skal kunne overholdes, ikke blot her og nu, men også i tilfælde af en konjunkturedgang. På det mellemlange sigt, hen over et konjunkturforløb fra høj vækst til lav vækst og tilbage igen til høj vækst, skal 3 pct. grænsen være overholdt på alle stadier. Det forudsætter, at landet i gennemsnit ligger betydeligt under 3 pct. grænsen, dvs. "tæt på balance eller i overskud". Grænsen på 3 pct. skal være ekstremet, som kun må overskrides i en helt *exceptionel*, negativ vækstsituation, jf. den sidste pind.

Fremlæggelsen af alle EU-landenes stabilitets- og konvergensprogrammer i slutningen af 1998 og begyndelsen af 1999, samt ECOFIN-rådets udtalelser om disse programmer, har givet et væsentligt fingerpeg om, hvordan det første princip, herunder udtrykket "tæt på balance", fortolkes i praksis, jf. næste afsnit.

De øvrige principper om proceduren og sanktionerne må primært ses som et forsøg på at skærpe trusselselementet, først og fremmest over for et land, som måtte finde på helt at lade hånt om forbuddet mod for store underskud og ECOFIN-rådets efterfølgende anbefalinger. Mulighederne for bureaukratiske forhalinger af proceduren begrænses. Ved på forhånd at sætte tal på sanktionerne tilføres disse en vis grad af automatik, og deres størrelse vil ikke kunne gøres til genstand for forhandling.

På trods af, at stabilitetspagten er motiveret af overgangen til ØMUens tredje fase, var der ved beslutningen om pagten enighed om, at også de EU-lande, som ikke deltager i tredje fase, skulle omfattes af pagtens principper på nær sanktionselementet, som disse lande er undtaget fra i henhold til traktaten. Danmark, Sverige, Storbritannien og Grækenland har altså også valgt at lade sig forpligte til på mellemlangt sigt at tilstræbe balance eller overskud på de offentlige budgetter, og udelandene skal også fremlægge programmer for opfyldelsen af denne målsætning.

Udelandenes deltagelse i pagten understreger den udbredte enighed i EU-landene om, at stabilitetsorienteret økonomisk politik med sunde offentlige finanser er det rigtige valg, uanset om man deltager i euroen eller ej. Det fremføres jo yderligere ofte, at et land som Danmark, der fører fastkurspolitik over for euroen, har brug for endnu sundere offentlige finanser end deltagerlandene for at kunne opretholde stabile valutaforhold.

FØRSTE PRAKTISKE ERFARINGER MED STABILITETSPAGTEN

Allerede før ØMUens tredje fase begyndte 1. januar 1999 kan det med nogen ret hævdes, at stabilitetspagten – og de underliggende traktatbestemmelser – viste deres værd. En række landes uventede opfyldelse af 3 pct. kravet allerede for 1997-budgettallene, og efterfølgende kvalifikation til deltagelse i euroområdet fra starten, blev fulgt af et massivt fald i de markedsbestemte rentesatser i disse lande og dermed en harmonisering af renteniveauet i euroområdet på niveauet i lavrentelandene. Denne forhåndsvisse tillidserklæring til euroen kunne måske godt have fundet sted uden stabilitetspagten. Men der er næppe tvivl om, at pagten medvirkede til at øge tilliden til projektets holdbarhed, ikke mindst i lyset af, at flere lande med en traditionelt mindre stram finanspolitisk disciplin endte med at kvalificere sig.

I marts 1999 færdiggjorde ECOFIN-rådet sin første gennemgang efter stabilitetspagtens ikrafttrædelse af de 15 EU-landes stabilitets- og konvergensprogrammer. Såvel programmerne som ECOFIN-rådets udtalelser er offentligt tilgængelige¹.

Det centrale i vurderingerne af de 15 programmer er, om de opfylder forpligtelsen til at tilstræbe en offentlig budgetsaldo tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt. Tabel 1 viser de 15 landes fremskrivninger af deres offentlige budgetsaldi (målt i procent af BNP) over de kommende 3-4 år. Mest bemærkelsesværdigt er, at en række af eurolandene, heriblandt de tre største, Tyskland, Frankrig, Italien, fortsat venter at have budgetunderskud på 1 pct. eller mere over den betragtede tidshorisont.

ECOFIN-rådet konkluderer i sine udtalelser, at alle landene på dette punkt lever op til stabilitetspagtens bestemmelser. Således anses selv Østrigs målsætning om et budgetunderskud på 1,4 pct. af BNP i 2002 som værende i overensstemmelse med pagten. Det skyldes rådets fortolkning af, hvad der menes med "tæt på balance".

¹ Stabilitets- og konvergensprogrammerne kan som hovedregel findes på hjemmesiderne for de relevante landes økonomi- eller finansministerier. ECOFIN-rådets udtalelser kan findes på www.ue.eu.int.

OFFENTLIGE BUDGETTER FOR EU-LANDENE

Tabel 1

Pct. af BNP	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Eurolandene, ifølge landenes stabilitetsprogrammer						
Belgien	-1,9	-1,6	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3
Finland	-1,1	1,1	2,4	2,2	2,1	2,3
Frankrig	-3,0	-2,9	-2,3	-2,0	-1,6	-1,2
Holland	-0,9	-1,3	-1,3			-1,1
Irland ¹⁾	0,9	2,0/1,7	1,7	1,4	1,6	
Italien	-2,7	-2,6	-2,0	-1,5	-1,0	
Luxembourg	2,9	2,1	1,1	1,2	1,3	1,7
Portugal	-2,5	-2,3	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8
Spanien	-2,6	-1,9	-1,6	-1,0	-0,4	0,1
Tyskland	-2,7	-2,5	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0
Østrig	-1,9	-2,2	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4
Euro 11	-2,5	-2,3	-1,8	-1,6	-1,2	-0,8
Udelandene, ifølge landenes konvergensprogrammer						
Danmark	0,5	1,1	2,5	2,8	2,6	²⁾
Storbritannien ³⁾	-0,6	0,8	-0,3	-0,3	-0,1	0,2
Grækenland	-4,0	-2,4	-2,1	-1,7	-0,8	
Sverige	-0,8	1,5	0,3	1,6	2,5	
EU 15	-2,4	-1,7	-1,4	-1,2	-0,8	-0,5

Kilde: Landenes stabilitets- og konvergensprogrammer samt EU-kommissionen.

¹⁾ 1997, 1998 er opgjort efter ENS-1979. 1998 (tal nr. 2) til 2002 er opgjort efter ENS-1995.

²⁾ Skøn for år 2005 på 3,5 pct.

³⁾ Følger det britiske finansår fra 1. april til 31. marts.

Fortolkningen er, at underskuddet skal have et niveau, som medfører, at landet kan klare en "normal" lavkonjunktur, uden at 3 pct. grænsen for underskuddet overskrides. Fortolkningen betyder, at det "acceptable" niveau for den mellemfristede målsætning er forskellig for landene, jf. boks 1.

Der er dog kritiske ord til mange af stabilitetsprogrammerne. Kritikken går bl.a. på, at nogle lande har lagt det meste af budgettilpasningen i slutningen af fremskrivningsperioden, at en stor del af budgettilpasningen skyldes "passive gevinster" fra rentefald og forventet øget vækst, samt, frem for alt, at mange af landene kun lige nøjagtigt opfylder kravet til den mellemfristede målsætning og dermed ikke har nogen sikkerhedsmargin over for uventede begivenheder. Navnlig det sidste punkt er også blevet fremhævet af Den Europæiske Centralbank som kritisabelt.

Det kan godt virke en smule paradoksalt, at de fem lande, som kan fremvise de mest overbevisende programmer med god sikkerhedsmargin i de offentlige budgetter, og som derfor også får flest rosende ord i ECOFIN-rådets udtalelser, er de tre mindste eurolande, Irland, Finland og

Den offentlige budgetsaldo, som anvendes i traktaten og i stabilitets- og vækstpagten, og som 3 pct. kravet gælder for, er defineret som budgetsaldoen for den samlede offentlige sektor, dvs. både centralregeringen (staten) og de regionale og lokale myndigheder. Udviklingen i denne saldo afhænger dels af politiske beslutninger om finanslov, kommunale budgetter mv., dels af den generelle økonomiske udvikling. Fremskrivningen af budgetsaldoen vanskeliggøres af, at bl.a. den økonomiske vækst, og især vendepunkterne i konjunkturforløbet, normalt ikke forudsiges med særlig stor præcision.

Udviklingen i landets reale BNP påvirker budgetsaldoen direkte gennem de såkaldte "automatiske stabilisatorer". En højere vækst end ventet ved vedtagelsen af finansloven vil indebære en gunstigere saldo end budgetteret, fordi væksten bidrager til øgede skatteindtægter, mindre udbetaling af arbejdsløshedsunderstøttelse mv. Den forbedrede budgetsaldo dæmper samtidig udsvingene i væksten – heraf udtrykket "automatisk stabilisator".

Når et land bevæger sig ind i en lavkonjunktur, bidrager de automatiske stabilisatorer via en forværret budgetstilling tilsvarende til at dæmpe lavkonjunktoren. Det er derfor vigtigt, at et land har manøvrerum til at lade disse automatiske stabilisatorer virke i en lavvækstsituation.

Pointen i ECOFIN-rådets fortolkning af udtrykket "tæt på balance" er, at den offentlige budgetsaldo til enhver tid bør være tilstrækkelig god til, at et land kan lade de automatiske stabilisatorer virke, uden at 3 pct. grænsen for budgetunderskuddet derved overskrides. Det afhænger navnlig af 3 faktorer:

- 1) Den forventede vækst, herunder om væksten ventes at være under eller over landets normale (gennemsnitlige) vækstniveau,
- 2) konjunkturfølsomheden af landets budgetsaldo, samt
- 3) størrelsen af de normale konjunkturudsving i landet.

Lande med tradition for relativt moderate konjunkturudsving og lav konjunkturfølsomhed af de offentlige budgetter kan "tillade sig" at operere med en lavere (mere negativ) budgetsaldo – uden risiko for at bryde 3 pct. grænsen – end andre lande.

Blandt EU-landene er det offentlige budgets konjunkturfølsomhed størst i Sverige (knap 1 procentpoint ændring i budgetsaldoen ved 1 procentpoint ændring i væksten), hvorefter følger Holland, Danmark, Finland og Storbritannien (omkring 0,75 procentpoint ændring). Laveste konjunkturfølsomhed for det offentlige budget findes i Tyskland, Frankrig, Italien, Irland, Østrig, Portugal og Grækenland (alle omkring 0,5 procentpoint ændring i budgettet ved 1 procentpoint ændring i væksten).

Det samlede resultat af en beregning, hvor alle de 3 nævnte faktorer inddrages, er, at to lande, Finland og Sverige, skal have overskud på den offentlige saldo i 2001/2002 for at have den nødvendige margin til at kunne lade de automatiske stabilisatorer virke i en lavkonjunktur uden at overskride 3 pct. grænsen. Danmark kan have et underskud på ca. 0,5 pct. af BNP, mens lande som Østrig, Frankrig og Grækenland kan have underskud på ca. 1,5 pct. af BNP og stadig være "tæt på balance" efter denne fortolkning.

Beregningerne er baseret på historiske erfaringer, som ikke nødvendigvis gør sig gældende i fremtiden, så resultaterne skal tages med forbehold. I øvrigt skal det bemærkes, at fortolkningen indebærer, at et mere positivt vækstforløb end forudsat i stabilitets- og konvergensprogrammerne skal slå ud i mere positive budgetsaldi.

OFFENTLIG GÆLD I EU-LANDENE

Tabel 2

Pct. af BNP	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Eurolandene, ifølge landenes stabilitetsprogrammer						
Belgien	122,1	117,5	114,5	112,2	109,6	106,8
Finland	55,1	51,9	48,5	46,4	44,8	43,2
Frankrig	58,1	58,2	58,9	59,0	58,8	58,3
Holland	71,4	68,6	66,4			64,5
Irland ¹⁾	61,3	52/59	52,0	47,0	43,0	
Italien	121,6	118,2	114,6	110,9	107,0	
Luxembourg ²⁾	6,7					
Portugal	61,5	58,0	56,8	55,8	54,7	53,2
Spanien	68,9	67,4	66,4	64,3	61,9	59,3
Tyskland	61,5	61,0	61,0	61,0	60,5	59,5
Østrig	64,4	64,5	63,5	62,2	61,1	60,0
Euro 11	75,1	73,5	72,5	71,3	69,9	68,3
Udelandene, ifølge landenes konvergensprogrammer						
Danmark ³⁾	64,1	59,0	56,0	51,0	49,0	⁴⁾
Storbritannien ⁵⁾	50,4	47,9	46,7	45,4	43,7	42,0
Grækenland	108,6	107,8	105,8	102,5	99,8	
Sverige	76,6	74,2	71,4	66,7	58,0	
EU 15	71,9	69,6	68,5	67,1	65,5	63,7

Kilde: Landenes stabilitets- og konvergensprogrammer samt EU-Kommissionen.

¹⁾ 1997, 1998 er opgjort efter ENS-1979. 1998 (tal nr. 2) til 2002 er opgjort efter ENS-1995.

²⁾ Stabilitetsprogrammet for Luxembourg indeholder ingen fremskrivning af den offentlige gæld.

³⁾ EU-definition. Korrigeret for Den Sociale Pensionsfonds beholdning af realkreditobligationer, statens indestående i Nationalbanken og offentlige virksomheders gæld udgjorde gælden i 1997 ca. 52 pct. af BNP.

⁴⁾ Skøn for 2005 er 37,0 pct. af BNP.

⁵⁾ Følger det britiske finansår fra 1. april til 31. marts.

Luxembourg, samt de to udelande Danmark og Sverige. På den anden side er det jo som nævnt ofte påpeget, at netop udelandene er nødt til at være endnu mere ambitiøse i deres offentlige budgetter end eurolandene.

Traktatens krav til den offentlige gæld (maksimalt 60 pct. af BNP eller faldende), som var en del i fokus i forbindelse med udvælgelsen af eurolandene i marts 1998, spiller ikke nogen direkte rolle i stabilitetspagten. Men indirekte er en stor offentlig gæld selvsagt en byrde for det løbende offentlige budget via renteudgifterne, og traktatens krav til gælden er fortsat i kraft. Tabel 2 viser fremskrivningen af den offentlige gæld i procent af BNP i henhold til stabilitets- og konvergensprogrammerne. Målsætningerne for budgetsaldiene sikrer et ganske betydeligt fald i gældsprocenten for langt de fleste lande, og i 2002 ventes kun fire lande, Belgien, Italien, Holland og Grækenland, at ligge over grænsen på 60 pct. af BNP.

KONKLUSION

Stabilitets- og vækstpakten er i kraft, og gennemgangen af de første stabilitets- og konvergensprogrammer viser, at alle EU-landene overholder pagtens principper for de mellemsigtede offentlige budgetter. Samtidig er det imidlertid også klart, at flere af eurolandene, herunder de største og økonomisk set klart tungeste, aktuelt befinder sig meget tæt på traktatens grænse for offentlige underskud på 3 pct. af BNP. Hertil kommer, at mange af landene ikke opererer med noget særligt manøvrerum i budgetfremskrivningerne. Dette kan gøre euroområdet følsomt over for uventede økonomiske begivenheder og vil senere kunne bringe nogle af eurolandene i konflikt med traktatens og stabilitetspagtens krav.

Nationalbankens nye indberetningssystem til betalingsstatistikken

Lasse Tryde, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

Betalingsbalancens forskellige poster giver information om mange forskellige forhold i dansk økonomi og er derfor en særdeles vigtig statistik, der bør have en høj pålidelighed. Forud for det, der kendes som en række tal en gang om måneden, ligger der et meget stort dataindsamlingsarbejde udført af landets virksomheder og pengeinstitutter i samarbejde med Danmarks Statistik og Nationalbanken.

Et af de største enkeltssystemer, der leverer data til betalingsbalanceopgørelsen, er Nationalbankens betalingsstatistik. Igennem en årrække har Nationalbanken i samarbejde med pengeinstitutterne arbejdet med at indføre et nyt elektronisk indberetningssystem for betalinger mellem Danmark og udlandet til afløsning for det tidligere papirbaserede system. Det nye indberetningssystem tilstræber, at dataindsamlingen sker omkostningseffektivt for pengeinstitutter og virksomheder set i lyset af det voksende transaktionsomfang med udlandet. Statistikken skal samtidig være hurtig og pålidelig trods den ligeledes voksende kompleksitet i betalingsmønstre og finansielle transaktioner.

Indberetningssystemet giver et grundlag for detaljerede statistikker til belysning af fx handel med tjenester, hvilke lande der handles med, landefordelt værdipapirhandel, og er udformet således, at de internationale krav på området kan opfyldes.

I det følgende beskrives betalingsstatistikens betydning for opgørelsen af betalingsbalancen, og arbejdet med det nye indberetningssystem og dets hovedprincipper belyses.

BETALINGSSTATISTIKKENS ROLLE I OPGØRELSEN AF BETALINGSBALANCEN

Nationalbankens betalingsstatistik¹ er hovedsageligt baseret på indberetninger fra godt 70 pengeinstitutter og registrerer de økonomiske transak-

¹ Nationalbankens betalingsstatistik offentliggøres i publikationen *Betalinger til og fra udlandet* samt i mere detaljeret form i Nationalbankens *Månedsoversigt for Finansiell Statistik*.

tioner mellem Danmark og udlandet, når betalingen finder sted. Det gælder såvel retning for betalingen som dens formål, størrelse og tidspunkt. Betalingsstatistikken kan således betragtes som et kasseregnskab.

En betalingsbalanceopgørelse søger mere generelt at registrere økonomiske transaktioner mellem Danmark og omverdenen, når transaktionerne finder sted. Specielt for varehandelens vedkommende er der en væsentlig forskel på transaktions- og betalingstidspunkt, og derfor benyttes Danmarks Statistiks varehandelstal i betalingsbalanceopgørelsen¹. For finansielle transaktioner er der ikke samme principielle forskel, og betalingsstatistikken benyttes derfor direkte, mens betalingsstatistikken undergår en mindre modificering for de øvrige posters vedkommende.

For således at skabe overensstemmelse mellem den rene betalingsstatistik opgjort ud fra pengeinstitutternes indberetninger og betalingsbalanceopgørelsen på transaktionsbasis, suppleres betalingsstatistikken med oplysninger om modregning/netting og indlændinges konti i udlandet, som indsamles direkte fra virksomhederne, jf. nedenfor. Dertil kommer, at Nationalbanken indsamler oplysninger om overskud/underskud i datterselskaber, som ikke udløser grænseoverskridende betalinger til/fra moderselskabet. De ikke-udloddede udbytter medtages ikke i betalingsstatistikken, men indgår alene i opgørelsen af betalingsbalancen.

Hovedprincippet for opgørelse af betalingsstatistikken

Betalingsstatistikken hviler på en forudsætning om, at transaktioner mellem den indenlandske ikke- pengeinstitutsektor og udlandet betales gennem de danske pengeinstitutter.

Begrebet udlandsstilling er centralt, når man skal afgøre, om en given transaktion via et pengeinstitut skal indgå i betalingsstatistikken. Et pengeinstituts udlandsstilling er pengeinstituttets samlede balanceførte nettomellemværender over for udlandet i såvel fremmed valuta som kroner. Tilsvarende kan man tale om en samlet udlandsstilling for pengeinstitutterne (inkl. Nationalbanken) og en udlandsstilling for den øvrige del af økonomien. Summen af de to – landets samlede udlandsstilling – er landet status over for udlandet, dvs. landets udlandsgæld.

Hvis en betaling mellem Danmark og udlandet sker gennem pengeinstitutterne, vil den ændre pengeinstitutternes udlandsstilling, fordi der vil blive bogført mellem indenlandske og udenlandske mellemværender i pengeinstitutternes samlede balance. Derfor er det grundlæggende princip for opgørelse af betalingsstatistikken, at alle transaktioner, der ændrer pengeinstitutternes samlede udlandsstilling, skal medtages i betalingsstatistikken.

¹ Jf. Torben Nielsen, Betalingsbalancen i focus, *Finans og Samfund*, nr. 12 1998.

Transaktioner, der ændrer pengeinstitutternes samlede udlandsstilling og ikke påvirker den øvrige økonomis udlandsstilling, giver en ændring i landets samlede udlandsstilling. Disse transaktioner kan sidestilles med en virksomheds indtægter og udgifter vedrørende drift og investeringer i realkapital. De pågældende betalinger placeres under de løbende betalinger og opdeles i varer, tjenester, renter, ensidige betalinger samt visse kapitaloverførsler som fx eftergivelse af gæld. Kun disse typer transaktioner kan ændre landets udlandsgæld.

Transaktioner, der ændrer pengeinstitutternes udlandsstilling, men hvor den øvrige økonomis udlandsstilling ændres modsvarende, kan sidestilles med transaktioner, der udelukkende ændrer sammensætningen af finansielle aktiver og passiver i en virksomheds balance. De pågældende transaktioner placeres under de finansielle betalinger. Som eksempel kan nævnes ikke-pengeinstitutters køb/salg af udenlandske værdipapirer eller pengeinstitutternes handel af danske værdipapirer med udlændinge.

Det er betalingsformålet, der afgør, hvor en betaling placeres i betalingsstatistikken. Det er derfor uhyre vigtigt, at betalingsformålet er korrekt.

Endeligt dækkes ændringer i pengeinstitutternes sammensætning af aktiver og passiver over for udlandet af pengeinstitutternes månedlige indberetninger af deres balancer. Disse ændringer påvirker ikke pengeinstitutternes samlede udlandsstilling og indberettes derfor ikke i betalingsstatistikken.

Kontoindberetningssystemet

Adskillige danske virksomheder og privatpersoner har konti i udlandet og benytter disse konti ved transaktioner med udlændinge, hvorfor transaktionerne skal medtages i betalingsbalancen. Selvom beløb på kontiene lejlighedsvis flyttes til eller fra danske pengeinstitutter, vil det ofte være utilstrækkeligt kun at foretage en registrering i pengeinstituttet, idet beløbene repræsenterer resultatet af mange forskelligartede bruttobeløb.

For at sikre korrekt registrering i betalingsbalancen skal de pågældende kontohavere derfor indsende skemaer til Nationalbanken, hvor der redegøres for transaktionernes beløb og formål.

For kontohavere, hvor betalingsmønstret over den udenlandske konto vurderes at være tilstrækkelig simpelt (fx opsamlingskonti), kan indberetningen dog ske, når beløb til eller fra kontoen passerer et dansk pengeinstitut.

I alt indsender ca. 640 virksomheder kontoindberetningsskema fordelt ligeligt på månedsvis og kvartalsvis indsendelse. Kontoindberetningssy-

stemet giver gennemsnitligt ca. 8.000 anmeldelser pr. måned. De registrerede bruttobeløb ligger omkring 25 mia.kr. pr. måned.

Modregning/netting

En af grundforudsætningerne i betalingsstatistikken er, at der til hver økonomisk transaktion hører en betaling. Imidlertid kan en enkelt betaling dække over afregning af flere forskellige transaktioner, eller flere transaktioner kan modregnes i hinanden, således at der slet ikke udløses en betaling.

Hvis en betaling via et pengeinstitut dækker over flere – men dog få – betalingsformål kan indberetningen stadig ske via pengeinstitutterne ved at anføre en særlig betalingsformålskode og en supplerende tekst med angivelse af de forskellige betalingsformål.

Når betalingen er mere kompliceret og dækker over mange forskellige transaktioner og både indtægter og udgifter, afgives derimod en anmeldelse via pengeinstituttet med betalingsformålet *netting*. Virksomheden skal i så fald fremsende supplerende enkeltanmeldelser til Nationalbanken, der redegør for de enkelte transaktioner, hvor nettosummen svarer til beløbet på nettinganmeldelsen. Enkeltanmeldelserne erstatter nettinganmeldelsen og redegør for de tilgrundliggende bruttotransaktioner i betalingsstatistikken.

Hvis transaktioner afregnes ved ren modregning, dvs. uden at der finder betaling sted, vil der ikke være en betaling via et pengeinstitut. Det er derfor pålagt de pågældende virksomheder af egen drift at fremsende modregningsanmeldelser, der gør rede for bruttobevægelserne.

Ca. 150 virksomheder indsender på nuværende tidspunkt omkring 1.000 anmeldelser om måneden vedrørende netting og modregning. Bruttobeløbene svinger meget, men ligger gennemsnitligt omkring 5 mia.kr. pr. måned.

DET TIDLIGERE INDBERETNINGSSYSTEM

Nationalbankens betalingsstatistik (tidligere kaldt valutastatistikken) stammer fra en tid, hvor transaktioner med udlandet i vidt omfang skulle godkendes af Nationalbanken og foretages efter bestemte retningslinjer. I forbindelse med den endelige gennemførelse af kapitalliberaliseringen i 1988¹ bortfaldt dette formål. Tilbage var en skattekontrolfunktion, som blev fjernet i 1994. Herefter har formålet med indberetningssystemet udelukkende været at tilvejebringe statistisk materiale.

¹ Jf. Jens Hald og Carsten Freiberg Jensen, Valutaliberalisering og kapitalbevægelser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar 1986.

I det tidligere indberetningssystem var pengeinstitutternes indberetning til Nationalbanken 100 pct. papirbaseret og skete frem til medio 1990 i vid udstrækning ved anmeldelse af enkelttransaktioner over 60.000 kr. Af administrative hensyn indførtes i sommeren 1990 de såkaldte EV- og EL-skemaer, som blev brugt til samleindberetning af varetransaktioner respektive andre løbende transaktioner mellem 60.000 kr. og 2 mio.kr. Denne samling af transaktioner i samleanmeldelser medførte, at en meget stor del af vare- og tjenestebetalingerne blev indberettet uden kundeidentifikation og hjemland for modparten, med meget lav detaljeringsgrad for betalingsformålet¹ og uden nøjagtigt transaktionstidspunkt².

Systemets indberetningsprincipper gjorde det meget vanskeligt at gennemskue det enkelte pengeinstituts anmeldelsespligt, i særdeleshed ved transaktioner, hvor flere pengeinstitutter er involverede. Ved fejlsøgning viste det sig i stigende grad umuligt at lokalisere årsagerne til fejlene. De manglende oplysninger om detaljeret betalingsformål og landefordeling gjorde det umuligt at leve op til de internationale forskrifter. Det gamle indberetningssystem fremstod således som et system, der var både omkostningstungt, vanskeligt at forstå og utilstrækkeligt.

I årene 1990 og 1991 konstateredes historisk store *fejl og udeladelser* i betalingsstatistikken i størrelsesordenen 14 mia.kr. pr. år, jf. boks 1. I kombination med den hastige udvikling på værdipapirhandelsområdet og tendensen til, at flere pengeinstitutter var involverede i både værdipapirtransaktioner og almindelige udlandsbetalinger, vurderede man nu tiden moden til en ændring af det på daværende tidspunkt ca. 30 år gamle indberetningssystem.

ARBEJDET MED DET NY INDBERETNINGSSYSTEM

I 1992 nedsatte Nationalbanken det såkaldte Valutastatistiske Udvalg med deltagelse af pengeinstitutterne, Finansrådet og Nationalbanken. Med udgangspunkt i de konstaterede fejl og udeladelser skulle udvalget identificere fejkilder i betalingsstatistikken og udarbejde en struktur til et nyt indberetningssystem.

Fra Nationalbankens side var målet med det nye indberetningssystem at lave et elektronisk indberetningssystem, der kunne følge med udviklingen på de finansielle markeder og i betalingsformidlingen. Systemets indberetningsregler skulle formuleres i principper, der gav bedre mulig-

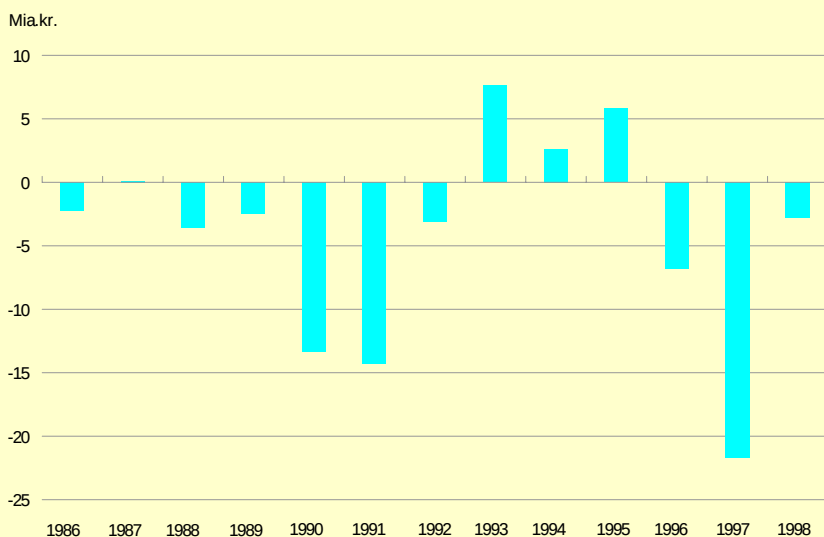
¹ Disse forhold umuliggjorde detaljeret sammenligning af Nationalbankens varebetalingstal med Danmarks Statistiks varehandelstal, da de to statistikker begyndte at afvige fra hinanden, jf. Danmarks Statistik, kvaliteten af udenrigshandelstallene, som kan findes på Danmarks Statistiks hjemmeside.

² Dog indberettedes transaktionsår.

Posten fejl og udeladelser opgøres som forskellen mellem ændringen i pengeinstitutternes udlandsstilling (inkl. Nationalbanken) opgjort ud fra pengeinstitutternes månedsbalancer og ændringen i udlandsstillingen opgjort ud fra enkelttransaktionerne i betalingsstatistikken. Såfremt balancestatistikken er korrekt, betyder fejl og udeladelser, at der er sket transaktioner, som ikke er registreret i betalingsstatistikken og derfor ikke er inkluderet i betalingsbalancen. De pågældende transaktioner kan principielt stamme fra både løbende og finansielle transaktioner, men de mest markante fejl findes på de finansielle poster. Udsving fra måned til måned kan desuden skyldes periodiseringsproblemer mellem balancestatistikken og betalingsstatistikken. Posten bør således vurderes over en længere periode.

Fejl og udeladelser er et nettotal. Positivt fortegn betyder, at der netto må være tilgået Danmark betalinger, som ikke er registreret. Der kan derfor både være tale om for få registrerede indtægter som for mange udgifter. Størrelsesordenen for fejl og udeladelser kan virke voldsom, men bør sammenholdes med de bruttosummer, der registreres i betalingsstatistikken. Siden 1992 er de årlige registrerede bruttosummer steget fra godt 3.000 mia.kr. til 6.600 mia.kr. i 1998. Fejl og udeladelser er en vigtig indikator for betalingsstatistikens kvalitet, men der kan være andre fejltypen, som fx forkert afgivet betalingsformål, der ikke påvirker fejl og udeladelser, men som alligevel giver fejl i betalingsstatistikken.

FEJL OG UDELADELSER SIDEN 1986



Tallene for 1998 er stadigvæk foreløbige, og det nye indberetningssystem har ikke været i produktion længe nok til endeligt at vurdere forbedringen af betalingsstatistikken, men de indtil nu små fejl og udeladelser for 1998 er et godt tegn.

hed for at analysere og forstå indberetningspligten for de enkelte transaktionstyper og at implementere den i pengeinstitutternes systemer. Systemet skulle desuden give mulighed for bedre kontrol af pengeinstitutternes indberetning – det skulle være muligt at afstemme det enkelte pengeinstituts udlandsstilling ved sammenligning af dets indberetninger til betalingsstatistikken med dets månedsbalancer. Hidtil havde det kun været muligt at afstemme pengeinstitutternes samlede udlandsstilling.

Man skulle med andre ord søge at bringe pengeinstitutternes edb-systemer, deres administrative og regnskabsmæssige praksis og de statistiske krav sammen i et ensartet regelsæt, som alle indberetningspligtige pengeinstitutter skulle kunne implementere og efterleve. Projektet skulle på den baggrund vise sig vanskeligt at gennemføre.

Som udgangspunkt for arbejdet lavede Nationalbanken en analyse af en række stiliserede transaktionstypers påvirkning af en bankbalance. Analysen viste, at det skulle være muligt at formulere de nye indberetningsprincipper baseret på det enkelte pengeinstituts registreringer og egne ændringer i udlandsstillingen kombineret med nogle ganske få informationer, der skulle udveksles mellem pengeinstitutterne, såfremt flere pengeinstitutter var involverede i transaktionen. Efter drøftelse med pengeinstitutterne nåede man omkring årsskiftet 1992/93 frem til, at arbejdet skulle fortsætte i to arbejdsgrupper for værdipapirområdet (Fondsgruppen) og betalinger i øvrigt (Overførselsgruppen).

I løbet af 1993 nåede man frem til flere vigtige beslutninger. For det første stod det klart, at der skulle laves et elektronisk system for afgivelse af anmeldelser. For fondsdelen ville der være tale om "en kopi" af fondsnotaen, og anmeldelserne burde således kunne implementeres uden større tekniske vanskeligheder for pengeinstitutterne. Indberetningspligten var ikke længere knyttet til ændringer i udlandsstillingen, men var baseret på et bredere og enklere princip formuleret ud fra valutærisk status på værdipapirets udsteder og modparterne i transaktionen. Systemet skulle desuden understøtte elektronisk udveksling af de elektroniske meddelelser om anmeldelsepligten pengeinstitutterne imellem for både fondsdelen og overførselsdelen. Detaljeringsgraden i de anmeldelser, der kunne afgives uden at bebyrde kunder, blev højere, og EV og EL-skemaerne skulle bortfalde.

Der var også væsentlige problemer. Et punkt var adskillelsen mellem de to hovedområder. Det var ikke klart, i hvilken udstrækning betalinger knyttet til fondstransaktioner kunne isoleres i forhold til overførselsdelen. I særdeleshed var spørgsmålet om tredjemandsafvikling (dvs. når et pengeinstitut afvikler en værdipapirforretning mellem to andre) vanskeligt. Et andet væsentligt område var spørgsmålet om genkøbsforretningers behandling. Genkøbsforretninger skal betragtes som lån mod

sikkerhed, men blev i praksis behandlet som to adskilte værdipapir-handler. Desuden var der nogen usikkerhed om den bogføringsmæssige praksis på området. For overførselsområdet var der megen skepsis med hensyn til den meddelelsesmekanisme, som den ny model forudsatte. Efter høring i sektoren fremgik det, at den ville være både dyr og vanskelig at implementere. Man nåede dog til enighed om en modificeret model, hvor Nationalbanken udviklede den funktionalitet, som skulle danne grundlag for meddelelserne mellem pengeinstitutterne.

I starten af 1995 nedsattes to mere tekniske udgaver af de hidtidige arbejdsgrupper, og arbejdet med at gøre systemet konsistent og implementeringsvenligt fortsatte i Nationalbanken frem til sommeren 1996, hvor et meget detaljeret regelsæt forelå. Overførselsdelen var nu formuleret i bogføringsnære principper, og afgrænsningen mellem overførselsdelen og fondsdelen var konsistent defineret ud fra den måde, den enkelte fondstransaktion afvikles.

Der var generel tilfredshed med Nationalbankens nye oplæg, men man påpegede dog nye problemer. I særdeleshed var man fra pengeinstitutside i tvivl om, om det var muligt at sikre et entydigt identifikationsnummer, der kunne identificere en given transaktion på tværs af pengeinstitutterne – et krav som både Nationalbanken og pengeinstitutterne gerne så opfyldt, fordi identifikationsnummeret skulle danne grundlag for automatisk kommunikation mellem pengeinstitutterne og sikre let opfølgning på eventuelle problemer. Ydermere følte man behov for, at Nationalbankens krav blev holdt op imod de enkelte produktområders procedurer og edb-systemer. Der var en voksende erkendelse af, at den ellers meget enkle og accepterede bogføringsmodel for overførselsdelen kunne være vanskelig at implementere centralt i pengeinstitutternes systemer, men skulle bredes ud til forskellige produktsystemer. For transaktioner i finansielle instrumenter afholdtes derfor møder for tre forskellige fagområder allerede i august 1996, mens man for overførselsdelen nedsatte ikke mindre end fem arbejdsgrupper for forskellige fagområder: SWIFT, UDUS, checks, remburs/inkasso og senere også for arbitrage.

Arbejdet viste, at de komplicerede sammenhænge mellem betalingsafvikling og bogføring for de forskellige fagområder gjorde det vanskeligt at gennemskue, hvor i pengeinstituttets procedurer anmeldelsespligten bedst kunne varetages.

Man konstaterede desuden, at indberetningssystemets kundebegreb, der var knyttet til den faktiske postering på kunders konti, ikke altid var hensigtsmæssigt for pengeinstitutterne og undertiden gav anledning til forkert fortolkning af anmeldelsespligten. Særligt for remburs/inkasso, arbitrage og området for finansielle instrumenter finder der overførsler

sted, hvor kunden indgår en forretning med ét pengeinstitut, men hvor kundens konto er i et andet pengeinstitut. Desuden kan overførslerne ske direkte til eller komme fra en tredjemands konto. Begge problemer løstes ved indførelse af en "mellemregningskontomodel", hvor pengeinstitutterne anmelder *som om*, transaktionen går via modpartens/kundens konto hos pengeinstituttet. Derved opnås på den ene side, at betalingsformålet indhentes af netop det pengeinstitut, der indgår forretningen med kunden, og på anden side at overførsler på kundens vegne til andre pengeinstitutter ofte ikke skal anmeldes. Da kunden/modparten som regel er registreret i pengeinstitutternes elektroniske kunderegistre, kunne denne løsning flere steder automatiseres.

På grund af de komplicerede overførselsmetoder, som pengeinstitutterne kan benytte sig af, måtte man give afkald på det entydige transaktionsidentifikationsnummer. I stedet defineredes et mindre ambitiøst identifikationsnummersystem kun for overførselsdelen kombineret med en ændret udgave af de automatiske kommunikationsmuligheder mellem pengeinstitutterne.

I løbet af 1997 påbegyndtes arbejdet med testplanlægning i et implementeringsudvalg og et testudvalg, og den 20. april 1998 indførte man fondsdelen, mens overførselsdelen indførtes den 5. oktober 1998.

HOVEDPRINCIPPERNE I DET NY INDBERETNINGSSYSTEM

Indberetningsprincipperne for systemets to hoveddele er vidt forskellige, og systemerne giver hver især data til forskellige poster i betalingsstatistikken.

Fondsdelen

I fondsdelen indberettes de transaktioner, som foretages i pengeinstitutternes handels-, afviklings- og depotsystemer. De pågældende transaktioner er karakteriseret ved, at stort set alle nødvendige oplysninger er umiddelbart tilgængelige i pengeinstitutternes systemer, og man har derfor kunnet opnå en meget høj automatiseringsgrad. Det anslås, at over 95 pct. af samtlige transaktioner indberettes uden manuel indgriben fra pengeinstitutternes side. Den høje automatiseringsgrad betyder, at pengeinstitutternes kunder kun i meget få tilfælde bebyrdes af anmeldelsespligten.

Fondsdelen er opdelt i to hovedområder, dels al handel med værdipapirer, dels afkast og indfrielse. Fondsdelen leverer størstedelen af data til opgørelse af de finansielle betalinger og de løbende betalingers rente og udbyttepost. På grund af den meget høje automatiseringsgrad er det muligt at udarbejde statistikker fra fondsdelen meget hurtigt. Den høje

detaljeringsgrad muliggør statistikker over fordeling efter fondskode, værdipapirtype, udsteders hjemland og modpartens hjemland.

Anmeldelsespligten i fondsdelen styres af fire såkaldte *dimensioner*: Transaktorerne valutariske status (nationalitet), valutarisk status for værdipapirets udsteder, afregningsmøntsort og afviklings/afregningssted. Hvis mindst én af de pågældende dimensioner er udenlandsk, skal der ske anmeldelse. Dette princip giver anmeldelse af flere transaktioner end nødvendigt for at opgøre selve betalingsstatistikken og det enkelte pengeinstituts udlandsstilling, men princippet enkelthed og den høje automatiseringsgrad gør det overlegent i forhold til et mere kompliceret princip baseret på ændringer i pengeinstitutternes udlandsstilling¹.

Overførselsdelen

I overførselsdelens tre indberetningstyper indberettes betalinger mellem Danmark og udlandet, som ikke anmeldes i fondsdelen. Overførselsdelen leverer størstedelen af data til opgørelsen af vare- og tjenestebetalingerne.

Transaktioner for kunders regning over 60.000 kr. indberettes med kundeidentifikation og betalingsformål. Denne type anmeldelser giver anledning til den største administrative byrde for pengeinstitutter og virksomheder, fordi indlændinge skal oplyse betalingsformål. Betalingsformålet karakteriseres enten ved en firecifret kode eller en etcifret kode samt supplerende tekst. Endvidere skal der anføres nationalitet for den udenlandske modpart, og endeligt skal der ved vareimport og eksport angives tidspunkt for, hvornår importen eller eksporten har fundet sted.

Transaktioner for kunders regning under 60.000 kr. indberettes uden kundeidentifikation og betalingsformål. De pågældende transaktioner fordeles i betalingsstatistikken med en fordelingsnøgle.

Transaktioner, der sker for pengeinstituttets egen regning, indberettes månedligt i samleanmeldelser opdelt efter betalingsformål og modpartens hjemland. Således indberettes pengeinstitutternes renteindtægter og udgifter over for udlandet på denne måde.

Anmeldelsespligten i overførselsdelen styres af ændringer i pengeinstitutternes udlandsstilling. Alle transaktioner, der ændrer det enkelte pengeinstituts udlandsstilling, skal således anmeldes. Derudover skal det enkelte pengeinstitut anmelde kundetransaktioner over 60.000 kr., der *ikke* ændrer udlandsstillingen hos pengeinstituttet, hvis transaktionen

¹ Ved fondstransaktioner er der tale om flere typer betalinger, der – afhængigt af transaktionens karakter – påvirker pengeinstituttets udlandsstilling forskelligt. Derfor er et indberetningsprincip baseret på ændringer i udlandsstillingen noget sværere at administrere for fondstransaktioner end for betalinger i al almindelighed.

NATIONALBANKENS REGELSÆT FOR INDBERETNING TIL
BETALINGSSTATISTIKKEN

Boks 2

Nationalbankens indsamling af data til betalingsstatistikken sker i medfør af Industri- og Samordningsministeriets bekendtgørelse nr. 658 af 11. juli 1994 om valutaforhold. Bekendtgørelsen sorterer nu under Økonomiministeriet.

De nærmere regler fastsættes efter forhandling med Økonomiministeriet og er udmøntet i Nationalbankens publikation "Udlandsbetalinger – Indberetningsforskrifter" af oktober 1998. Indberetningsforskrifterne suppleres af publikationen "Udlandsbetalinger – Formålskoder" af juni 1998 til brug for såvel kunder som pengeinstitutter og af et meget detaljeret regelsæt for henholdsvis overførselsdelen og fondsdelen, som kun de indberetningspligtige pengeinstitutter skal benytte. Udover de nævnte publikationer er der diverse tekniske manualer.

De to publikationer "Udlandsbetalinger – Indberetningsforskrifter" og "Udlandsbetalinger – Formålskoder" kan fås i pengeinstitutterne eller på Nationalbankens hjemmeside.

ændrer udlandsstillingen i et andet pengeinstitut. Denne todelte anmeldelsespligt sikrer, at anmeldelsen af ændringen i udlandsstillingen sker af det pengeinstitut, der ekspederer betalingen over for udlandet, mens indberetningen af betalingsformål og kundeidentifikation sker af det pengeinstitut, der har kundeforholdet.

Mens det enkelte pengeinstitut relativt let kan afgøre, hvornår dets egen udlandsstilling ændres, kan det være vanskeligt at afgøre, om udlandsstillingen ændres i et andet pengeinstitut. Pengeinstitutterne skal derfor udveksle information om den valutariske status på de konti, der bogføres på i en transaktion.

Tidligere var udveksling af denne information ikke integreret i selve indberetningssystemet, men i det nye indberetningssystem er der indført såkaldte *markeringer*, der viser den valutariske status for den konto, der debiteres. Hvis en indenlandsk konto debiteres, kan markeringen desuden fortælle, om afgivende pengeinstitut forventer, at transaktioner rammer en udenlandsk konto og derfor er anmeldt med betalingsformål.

Det er søgt sikret, at markeringen så vidt muligt kan udveksles via pengeinstitutternes overførselssystemer. Hvis der benyttes overførselsmetoder, der ikke tillader automatisk udveksling af markeringer, skal pengeinstitutterne udveksle den nødvendige information på anden vis.

Som supplement til markeringsfunktionen, der sender information fra afgivende pengeinstitut til modtagende pengeinstitut, er der konstrueret en tilbagemeldingsfunktion i Nationalbankens indberetningssystem, der understøtter kommunikation den modsatte vej. Ved betaling til udenlandske konti hos et andet pengeinstitut, er det ikke sikkert, at

Stort set al indberetning til Nationalbankens betalingsstatistik fra pengeinstitutterne sker nu elektronisk. I opbygningen af indberetningssystemets infrastruktur udnyttes, at de danske pengeinstitutter er organiseret i nogle få edb-centraler. Kommunikationen sker således mellem pengeinstitutternes edb-centraler og Nationalbankens edb-central, BEC.

Systemet består af en transmissionsdel og en on-line-del. Hver nat inden kl. 02.30 indsender edb-centralerne anmeldelser af dagens transaktioner. Disse anmeldelser kan være helt færdige (fuldstændige), eller der kan mangle enkelte oplysninger (ufuldstændige). Typisk kan betalingsmålsoplysninger fra kunder mangle¹. Anmeldelserne placeres i enten det fuldstændige register eller det ufuldstændige register i Nationalbankens system DN-anmeldelser på BEC. Herfra har pengeinstitutterne adgang til deres egne anmeldelser enten via on-line-systemet, hvor opdateringer kan ske direkte eller ved returtransmission fra BEC, der derefter kan benyttes i pengeinstituttets opfølgning. Det enkelte pengeinstitut har desuden mulighed for at designe sin returtransmission til at indeholde de anmeldelser, der skønnes nødvendige eller interessante af pengeinstituttet.

Med denne struktur er det forsøgt sikret, at det enkelte pengeinstitut kan organisere arbejdet med anmeldelser, så det bedst muligt passer til pengeinstituttets edb-strategi såvel som administrative forhold. Eksempelvis har nogle pengeinstitutter valgt at føre Nationalbankens on-line-system helt ud i filialerne, mens andre har udviklet egne on-line-systemer.

¹ Nationalbanken henstiller, at der ikke går længere end to uger med at færdiggøre anmeldelser. I praksis har det vist sig, at langt størstedelen af anmeldelserne opfylder dette krav, men at der til stadighed kan være problemer med at få alle anmeldelser gjort færdige. Betalinger ud af landet fuldstændiggøres betragteligt hurtigere end betalinger til landet, fordi pengeinstitutterne typisk er i kontakt med kunden i forbindelse med bestilling af overførslen, eller fordi betalingsformålet afgives ved bestilling af overførslen via Home Banking.

afgivende institut på forhånd har kendskab til modtagers valutariske status. I så fald oprettes på baggrund af modtagende pengeinstituts anmeldelse en ufuldstændig anmeldelse hos afgivende institut. Afgivende institut skal derefter fuldstændiggøre anmeldelsen med de manglende oplysninger.

Markerings- og tilbagemeldingsteknologien giver pengeinstitutterne mulighed for at opbygge automatiske procedurer for afgivelse af anmeldelser og udveksling af nødvendig information. Ved sammenligning med det papirbaserede systems manuelle kommunikationsforpligtelse er der opnået en højere sikkerhed i statistikindsamlingen og en administrativ besparelse for pengeinstitutterne.

DE FØRSTE ERFARINGER MED INDBERETNINGSSYSTEMET

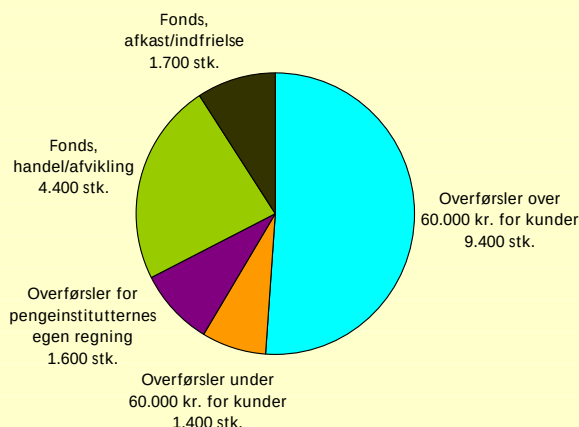
De første erfaringer med indberetningssystemet har været positive. Det elektroniske koncept virker efter hensigten og håndterer det store antal

ANMELDESESMÆNGDER I DET NYE INDBERETNINGSSYSTEM

Boks 4

I det nye indberetningssystem modtages godt 18.000 anmeldelser pr. døgn, hvilket svarer til knap 5 mio. anmeldelser på årsbasis.

FORDELING AF OG ANTAL ANMELDELSER PR. DØGN



Størstedelen af anmeldelserne afgives automatisk uden at involvere pengeinstitutternes kunder. Anmeldelser for kunders regning over 60.000 kr. omfatter således også de anmeldelser, der ændrer et pengeinstituts udlandsstilling, men hvor der ikke skal afgives betalingsformål, fordi det indenlandske kundeforhold er i et andet pengeinstitut.

anmeldelser tilfredsstillende, jf. boks 4. Den daglige anmeldelsesadministration er hurtigere og enklere end tidligere. De automatiske kommunikationsmuligheder mellem pengeinstitutterne fungerer efter hensigten og er i vid udstrækning implementeret i pengeinstitutternes interne procedurer.

De nye kontrolmuligheder giver jævnligt anledning til, at der findes fejl, og den todelte indberetningspligt for transaktioner, hvor flere pengeinstitutter er involveret, har også vist sig hensigtsmæssig.

Afhængigt af fejlenes karakter retter pengeinstitutterne deres edb-systemer eller interne procedurer. De allerede afgivne anmeldelser rettes, hvis fejlenes størrelse og karakter gør det nødvendigt. Om muligt foretages rettelsen ved genkørsel af tilrettede edb-systemer. Da systemet er baseret på automatisk indberetning i stedet for manuel indberetning er det forventningen, at fejlsøgningsarbejdet vil aftage, efterhånden som fejlene lokaliseres og rettes.

Systemets høje automatiseringsgrad er på den anden side også en af systemets potentielle svagheder. Som ved så mange andre IT-løsninger har det vist sig, at relativt simple fejl i pengeinstitutternes eller Nationalbankens edb-systemer kan have omfattende konsekvenser. Da indberetningssystemet er en del af pengeinstitutternes øvrige systemer, er der desuden en sårbarhed over for ændringer i disse.

Overførselsdelen, der kræver betalingsformålsafgivelse af pengeinstitutternes kunder, giver anledning til fejl i form af forkert betalingsformålskode. Her kan kendskab til virksomhedens branche eller sammenligning med andre statistikkilder som fx Danmarks Statistiks handelsstatistik medvirke til fejlfinding.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Det nye indberetningssystem til betalingsstatistikken er resultatet af et intensivt samarbejde mellem de danske pengeinstitutter, deres edb-centraler og Nationalbanken. De mange forskellige arbejdsgrupper og udvalg har medvirket til en bedre forståelse hos Nationalbanken for pengeinstitutternes arbejdsgange og produktionsprocesser og deres omkostninger ved indberetning, ligesom pengeinstitutternes forståelse for de statistiske problemstillinger er forøget. Derved er opnået et langt bedre samarbejdsgrundlag for de kommende års statistikproduktion.

Det overvejes løbende, hvorledes indberetningsbyrden for pengeinstitutter og virksomheder kan reguleres. I første omgang er det Nationalbankens bestræbelse at kunne gennemføre kontrolprocedurerne hurtigst muligt efter indberetning. Derved lettes opfølgingsarbejdet for pengeinstitutter og virksomheder, samtidig med at statistikken forbedres. For mindre kundebetalinger kan det senere komme på tale at hæve beløbsgrænserne for afgivelse af betalingsformål, hvilket systemet er forberedt til. For kontoindberetningssystemet foretager Nationalbanken med jævne mellemrum vurderinger af den enkelte virksomheds omsætningsomfang – og karakter. Senest i forbindelse med årsskiftet 1998/99 ændredes indberetningsstatus for ca. 250 indberettere, således at de pågældende ikke længere skal indsende kontoindberetningsskema.

I den kommende tid vil Nationalbanken bestræbe sig på at udnytte indberetningssystemets muligheder endnu mere. Der kan nu produceres landefordelte statistikker for både de løbende og de finansielle betalinger, og især for tjenestebetalingeres vedkommende giver de nye betalingsformålscoder mulighed for detaljerede statistikker efter formål. Fondsdelenes oplysninger giver desuden mulighed for omsætningsstatistikker efter fondskode. Samlet udgør det nye system et langt bedre grundlag for at leve op til de internationale krav på området.

Nationalbankens ny statistiske publikationsserier, som er beskrevet i Nationalbankens kvartalsoversigt for 4. kvartal 1997, og Nationalbankens hjemmeside på Internettet er en velegnet platform til offentliggørelse af hurtig og relevant statistik. Det forventes, at man i løbet af 2. kvartal 1999 gradvist kan fremrykke offentliggørelsestidspunktet med 10 dage, så man kommer tilbage til normal offentliggørelse en måned og 6 bankdage efter månedsafslutning.

For at sikre en løbende vedligeholdelse af indberetningssystemet er der nedsat et Indberetningsudvalg, hvor Nationalbanken, pengeinstitutterne og deres edb-centraler deltager.

Kreditgivning under to højkonjunkturer

*Jens Verner Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen,
Hanne Lyngesen og Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling*

INDLEDNING

Udviklingen i penge- og realkreditinstitutternes udlån og konjunkturudviklingen er i et vist omfang spejlbilleder. En nærmere analyse af sammenhængen over en længere periode vanskeliggøres imidlertid af, at en del af den relevante udlånsstatistik kun går tilbage til begyndelsen af 1990'erne. Der er derfor som baggrund for denne artikel blevet konstrueret udlånstal tilbage til 1980. Artiklen behandler forskellige aspekter i relation til udviklingen i penge- og realkreditinstitutternes udlån.

Først sammenlignes låntagningen i løbet af det seneste opsving med højkonjunktureren fra 1982 til 1986. Ud fra den finansielle statistik konstrueres herefter indikatorer for henholdsvis den private sektors opsparingsbalance og husholdningernes opsparingsbalance. I sidste del af artiklen sættes pengeinstitutternes hensættelser til imødegåelse af tab på låneengagementer i relation til konjunkturudvikling og udlån.

SAMMENLIGNING AF TO HØJKONJUNKTURER

Den økonomiske udvikling i Danmark gennem de seneste 20 år har været kendetegnet ved to højkonjunkturer afbrudt af en lang mellemliggende periode med svag vækst, jf. tabel 1¹. Begge opsving havde baggrund i markante fald i det lange renteniveau – fra over 20 pct. i 1982 til 11 pct. i 1986 og fra 9 pct. i 1993 til under 6 pct. i 1998. Rentefaldet i 1980'erne var resultat af et strukturelt skift fra et høj- til et lavinflationsregime som følge af skiftet i den økonomiske politik i 1982, hvor en klart udtrykt fastkurspolitik indgik som et væsentligt element.

Styrken af de to opsving har været meget lig hinanden vurderet ud fra væksten i det reale bruttonationalprodukt (BNP) og privatforbrug, men vækstforløbet inden for perioderne har været forskellig. Begge højkonjunkturer er klassiske derved, at de i begyndelsen i væsentlig grad blev trukket af en opgang i privatforbruget. Erhvervsinvesteringerne begynd-

¹ En detaljeret sammenligning af de to højkonjunkturer er foretaget i *Økonomisk Oversigt*, maj 1995 og august 1997 fra Økonomiministeriet. Opsvinget i 1980'erne kan afgrænses til perioden fra 3. kvartal 1981 til 1. kvartal 1986, mens det seneste opsving begyndte i 2. kvartal 1993.

REALØKONOMISK SAMMENLIGNING AF TO HØJKONJUNKTURER

Tabel 1

Gennemsnitlig årlig realvækst i procent	1983-1986	1987-1993	1994-1998
BNP	3,7	0,6	3,6
Privatforbrug	4,1	0,5	4,0
Offentligt forbrug	0,7	0,5	2,3
Erhvervsinvesteringer eksklusiv energisektoren	15,3	- 2,4	9,6
Boliginvesteringer	12,3	- 5,5	5,4
Industrieksport	4,6	5,0	5,1
Import	5,9	1,2	8,1
Husholdningernes indkomster efter skat	0,7	1,7	2,5
Kontantpriser på ejerboliger	10,6	- 5,1	8,3
Gennemsnitlig årlig vækst i procent			
Beskæftigelse, privat sektor	3,3	- 0,7	2,0
Beskæftigelse, offentlig sektor	0,4	0,2	1,0

Anm.: Vækstraterne er beregnet på årstal.

te først at tage fart et stykke inde i opsvinget, efterhånden som behovet for yderligere produktionskapacitet opstod. For perioden 1982 til 1986 er dette tydeligst, når der ses bort fra ikke-konjunkturbetingede investeringer i energisektoren, der var store i begyndelsen af 1980'erne som følge af udbygningen af naturgasnettet samt investeringer i olie- og gasproduktionen i Nordsøen.

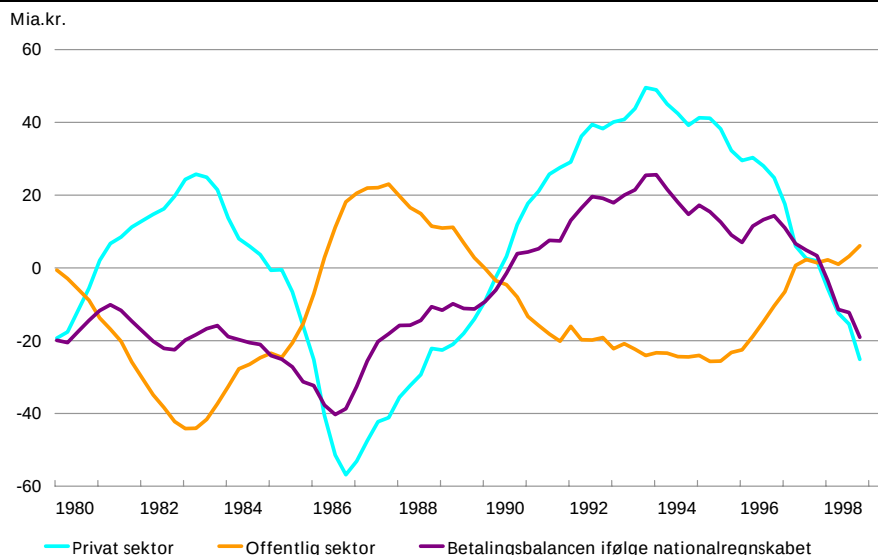
Øget udgiftstilbøjelighed hos husholdninger og erhverv under et opsving medfører typisk en forværring af den private sektors opsparingsbalance, der viser forskellen mellem opsparing, dvs. ikke-forbrugt indkomst, og investeringer. Balancen gik fra et overskud på godt 20 mia.kr. ved udgangen af 1982 til et underskud på næsten 60 mia.kr. i 1986, jf. figur 1. Forringelsen under den seneste højkonjunktur har været af samme størrelsesorden, men udgangspunktet var denne gang bedre som følge af en betydelig konsolidering i den private sektor i perioden fra 1987 til 1993. Dette er baggrunden for, at der under det seneste opsving i lang tid kunne fastholdes et betalingsbalanceoverskud.

Det seneste års markante forringelse af den private sektors opsparingsbalance i løbet af ganske kort tid minder om forløbet op til afslutningen af højkonjunkturen i 1980'erne og har resulteret i, at der nu igen er underskud på betalingsbalancen. Underskuddet er dog langt fra af samme størrelsesorden som i 1980'erne, hvor det toppede med over 5 pct. af BNP i 1986. Set over de seneste 12 måneder har betalingsbalanceunderskuddet været ca. 1 pct. af BNP.

Det private forbrug er i sidste del af 1990'erne blevet holdt i kortere snor, end det var tilfældet i midten af 1980'erne. Til gengæld har væksten i det offentlige forbrug været stærkere. Generelt har finanspolitik-

OPSPARINGSBALANCER FOR HOVEDSEKTORER

Figur 1

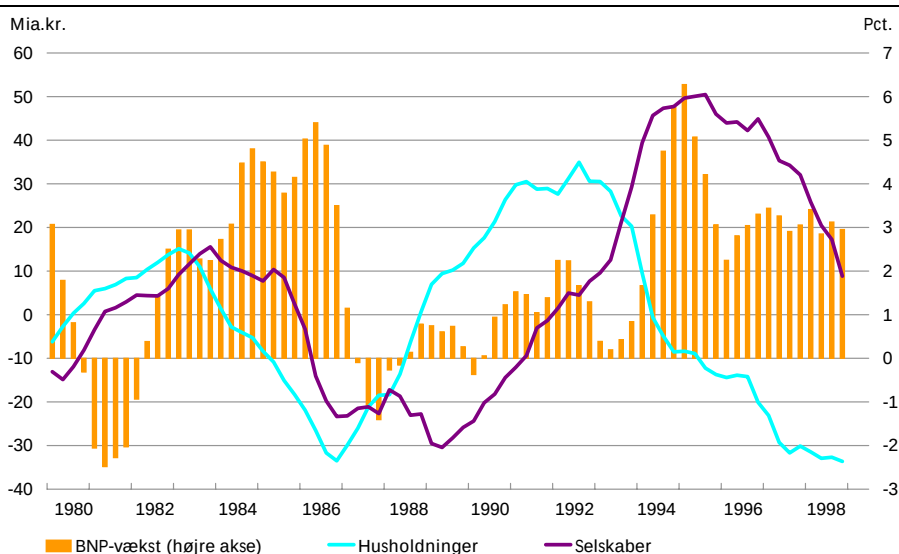


Anm.: 4-kvartalers glidende gennemsnit. Sidste observation er 4. kvartal 1998.

ken gennem det seneste opsving taget under ét været nogenlunde neutral modsat situationen under højkonjunktoren i 1980'erne, hvor finanspolitikken bortset fra et enkelt år vedvarende blev strammet – målt ud fra finanseffekt eller ændring i strukturel budgetsaldo.

OPSPARINGSBALANCER FOR HUSHOLDNINGS- OG SELSKABSSEKTOREN

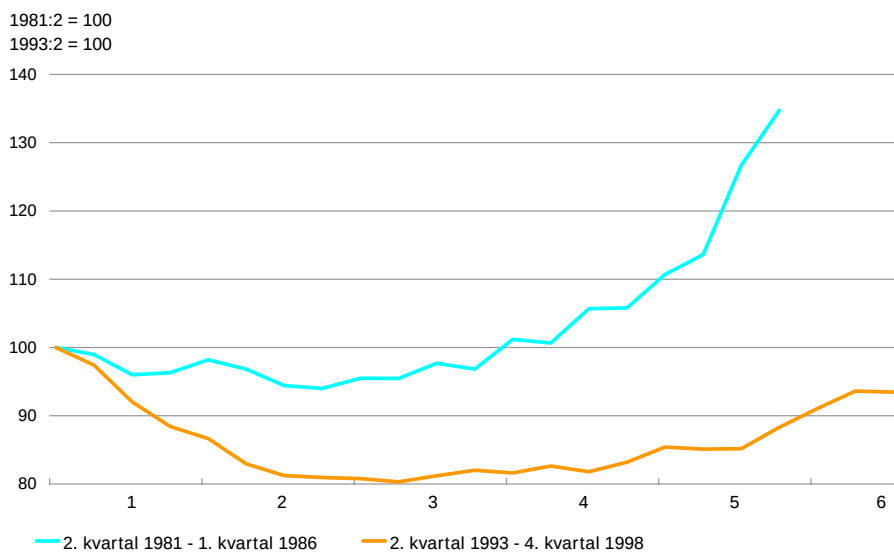
Figur 2



Anm.: 4-kvartalers glidende gennemsnit. Sidste observation er 4. kvartal 1998.

LÅNGIVNING I FASTE PRISER TIL ERHVERV UNDER TO HØJKONJUNKTURER

Figur 3



Anm.: Tallene på den vandrette akse angiver, hvor mange år inde i opsvinget man er.

I figur 2 er vist en underopdeling af den private sektor i en husholdningssektor, der står for det private forbrug samt boliginvesteringerne, og en selskabssektor, der foretager erhvervsinvesteringerne¹. Det er karakteristisk, at forringelsen i husholdningssektorens opsparingsbalance under de to opsving indtrådte før forringelsen i selskabssektorens. Dette afspejler, at begge opsving i begyndelsen delvist blev trukket af opgang i det private forbrug, mens investeringerne først for alvor er begyndt at stige et stykke inde i højkonjunkturerne. Et tilsvarende mønster findes i de konstruerede tidsserier over udlån fra penge- og realkreditinstitutterne, jf. appendiks 1 med hensyn til metode.

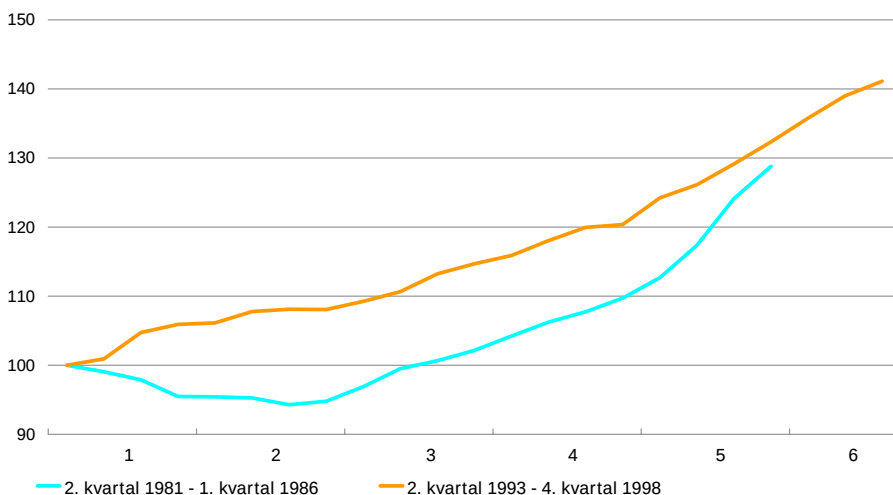
Det typiske mønster er, at udlån til husholdningerne begynder at stige før udlån til erhverv, jf. figur 3 og 4, hvor den vandrette akse angiver det antal år, vi er inde i opsvinget. Væksten i erhvervsudlånene sker typisk ret sent i konjunkturopgangen, idet den nødvendige udvidelse af kapitalapparatet, der vil være afgørende for en fortsat økonomisk vækst, i begyndelsen delvis kan egenfinansieres ud af den øgede indtjening. Først herefter bliver øget låntagning nødvendig.

¹ En officiel opgørelse over de to sektors opsparingsbalancer foreligger kun frem til 1995. Som supplement til de officielle tal er der derfor konstrueret en indikator for hver af de to opsparingsbalancer. Det er denne, der er vist i figur 2. Det er ikke muligt på indikatorniveau at udskille den finansielle sektor fra den ikke-finansielle selskabssektor, som er den interessante i denne sammenhæng. Da den finansielle sektors opsparingsbalance historisk har været relativt stabil, er den manglende mulighed for opsplitning mellem finansiell og ikke-finansielle sektor antagelig af mindre betydning, så længe der hovedsageligt fokuseres på ændringer i opsparingsbalancen. Derimod bør der ikke tolkes for hårdt på niveauet.

LÅNGIVNING I FASTE PRISER TIL HUSHOLDNINGER UNDER TO HØJKONJUNKTURER

Figur 4

1981:2 = 100
1993:2 = 100



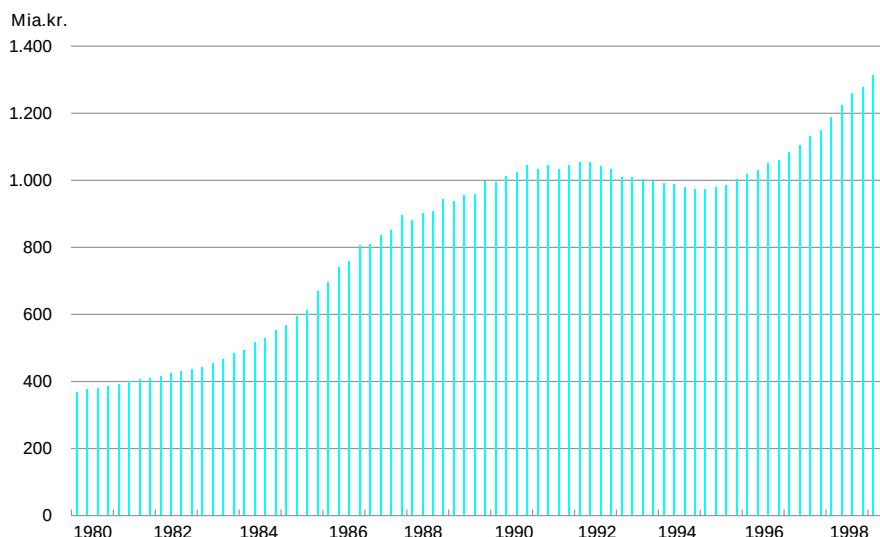
Anm.: Tallene på den vandrette akse angiver, hvor mange år inde i opsvinget man er.

En overordnet sammenligning af de to opsving viser, at erhvervsinvesteringerne siden 1993 er blevet egenfinansieret i højere grad, end investeringerne blev det i første del af 1980'erne. Dette skyldes, at virksomhedernes finansielle udgangspunkt var bedre end ved indgangen til opsvinget i 1980'erne. Det bedre udgangspunkt var vel at mærke ikke resultatet af et væsentligt lavere investeringsniveau.

Omvendt er udlån fra penge- og realkreditinstitutter til husholdninger steget kraftigere siden 1993 end fra 1981 til 1986, når der korrigeres for forskelle i prisstigningstakt i de to perioder. Dette gælder, selv når den kraftige acceleration i udlånene mod 1980'er-opsvingets afslutning medtages. Selv om opgangen i forbrugskvoten siden 1993 har været mindre markant end under opsvinget i 1980'erne, er der således ikke basis for at konkludere, at "det lånefinansierede forbrug" har været mindre under det seneste opsving, end det var tilfældet dengang. Konklusionen støttes af udviklingen i indikatoren for husholdningssektorens opsparingsbalance. Dette kan måske undre i betragtning af, at de reale låneomkostninger har været markant højere gennem 1990'erne end i første del af 1980'erne bl.a. som følge af den nu lavere inflation og de mellemliggende reduktioner af den skattemæssige værdi af rentefradraget. Den lettere adgang til genbelåning af friværdi i ejerboligmassen samt den traditionelle fokusering på den nominelle førsteårssydelse kan være dele af forklaringen.

UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV FRA PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 5



Udlånenes afhængighed af konjunkturerne fremgår af figur 5. Som det ses, fortsatte udlånsvæksten et pænt stykke tid efter den indenlandske konjunktur vendte i begyndelsen af 1986. En opdeling af de samlede udlån på instituttype og låntager afslører, at dette overvejende skyldtes en fortsat låneefterspørgsel i erhvervssektoren, jf. figurerne 9-12 i appendiks 1. Baggrunden var en fortsat vækst i eksporten, der holdt investeringskvoten (dvs. investeringer som andel af bruttofaktorindkomst) oppe en tid efter afdæmpningen af det indenlandske forbrug. Erhvervsudlånene er således følsomme over for udenlandsk såvel som indenlandsk konjunktur.

I perioder har væksten i pengeinstitutternes udlån til erhverv været speciel stærk for udlån til finansieringsvirksomhed, dvs. kredit i forbindelse med bl.a. kreditkort, finansiel leasing mv., og dermed formål som umiddelbart er tættere knyttet til indenlandsk forbrug end til investering og eksport. Dette betyder, at omfanget af udlån til husholdninger i et vist omfang undervurderes.

I figur 9 og 10 over udlån til husholdninger ses tydeligt konsekvenserne af de vidtgående indgreb mod "lånefinansieret forbrug" i slutningen af og lige efter højkonjunkturerne i 1980'erne – en markant nedsættelse af den skattemæssige værdi af rentefradraget med skattereformen, som trådte i kraft i 1987, indførelse af en 20 pct. afgift på renter af forbrugslån i oktober 1986 samt tvungen brug af de såkaldte mix-lån i boligfinansieringen (Kartoffelkuren). De nominelle boligpriser faldt i den

efterfølgende periode og dermed også grundlaget for realkreditlåntagning. Hertil kommer, at den forudgående kraftige vækst i husholdningernes låntagning havde skabt behov for en konsolideringsperiode.

For pengeinstitutternes vedkommende skal man helt frem til midten af 1990'erne, før udlån til husholdninger igen begynder at vokse. Dette skal dog også ses i lyset af en vis substitution over mod realkreditlån i kølvandet på konverteringsbølgen i 1993-94 og en bedre mulighed for tillægsbelåning af friværddi i ejerboliger fra 1993. Rentefaldet i første halvdel af 1980'erne gav ikke anledning til en tilsvarende substitution, dels på grund af mere restriktive regler for adgangen til realkreditlån og dels som følge af den på det tidspunkt udbredte anvendelse af kontantlån finansieret med obligationer med en pålydende rente betydeligt under markedsrenten og derfor solgt til underkurs. Konsekvensen for husholdningerne af rentefaldet i første del af 1980'erne var derfor stigende gæld opgjort til kontantværdi snarere end mulighed for konvertering.

Som det fremgår af figurerne, er det pengeinstitutterne, der fungerer som den marginale långiver, og pengeinstitutudlån bliver dermed mere konjunkturfølsomme end realkreditudlån. En medvirkende årsag er, at erhvervslån udgør en relativt større andel af udlånsmassen hos penge- end hos realkreditinstitutter. Stort set hele faldet i de samlede udlån i begyndelsen af 1990'erne, jf. figur 5, kan henføres til fald i pengeinstitutternes udlån. Realkreditudlånene udvikler sig mere jævnt, og er ikke overraskende tæt knyttet til udviklingen i kontantpriserne på ejerboliger.

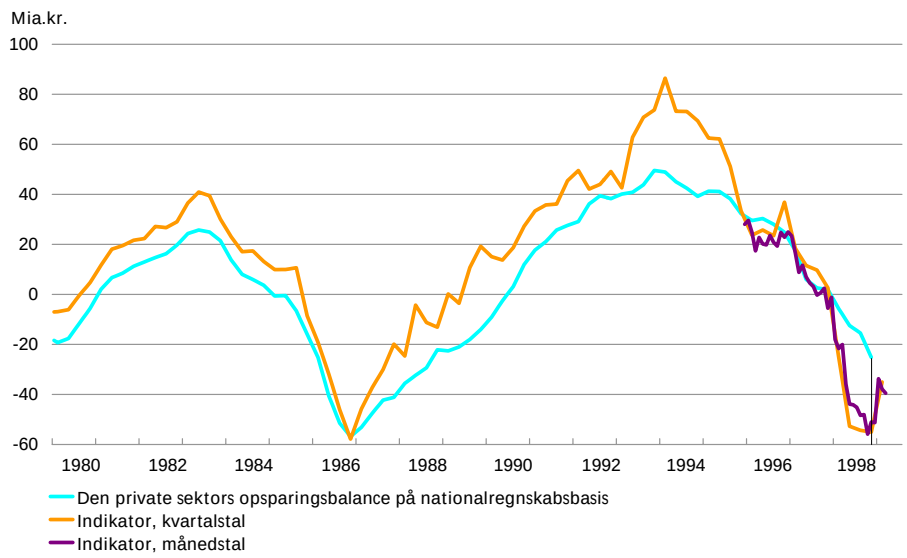
Der er i ovenstående udelukkende blevet fokuseret på den private sektors låntagning og dermed på sektorens passivside. Dette skyldes, at sammenhængen over til realøkonomien her erfaringsmæssigt er den tætteste. Det er endvidere karakteristisk, at det er lettere at finde en vis samvariation mellem realøkonomiske størrelser i faste priser eller kvoter og de nominelle udlånsrækker end mellem rene nominelle serier. I Danmark er sammenhængen mellem den private sektors finansielle aktiver, som udtrykt i fx pengemængdeaggregater, og økonomiske størrelser svag, og det analytisk interessante ved vurdering af udviklingen i et pengemængdeaggregat er som regel modposterne til ændringen og dermed igen bl.a. udlån.

UDLÅN SOM REALØKONOMISK INDIKATOR

Den finansielle statistik foreligger hurtigere end nationalregnskabsstatistikken, og kan derfor anvendes til at skønne over den seneste udvikling i opsparingsbalancerne samt forløbet gennem året, da dette ikke kan fastlægges entydigt ud fra de officielle nationalregnskabstal. Udgangspunktet er, at et opsparingsoverskud i den private sektor nødvendigvis må modsvares af en finansiell nettoplacerings. Opgørelsesmæssige pro-

DEN PRIVATE SEKTORS OPSPARINGSBALANCE SAMT INDIKATOR

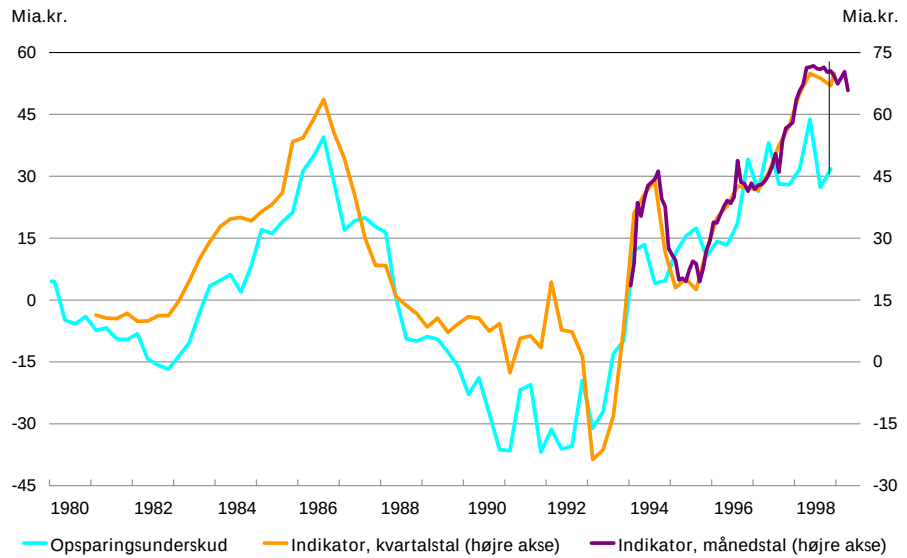
Figur 6



Anm.: Seneste observation for "Privat sektors opsparingsbalance" er 4. kvartal 1998, for "Indikator, kvartalstal" 1. kvartal 1999 og for "Indikator, månedstal" marts 1999.

HUSHOLDNINGSEKTORENS OPSPARINGSUNDERSKUD SAMT INDIKATOR

Figur 7



Anm.: Seneste observation for "Opsparingsunderskud" er 4. kvartal 1998, for "Indikator, kvartalstal" 1. kvartal 1999 og for "Indikator, månedstal" april 1999.

blemer gør, at den teoretiske sammenhæng i praksis ikke er helt så entydig. Indikatoren, hvis konstruktion er beskrevet i appendiks 2, skal derfor tolkes med forsigtighed.

At der er sket en markant forværring af den private sektors opsparingsbalance gennem det seneste år understøttes af indikatorens forløb, jf. figur 6. Tallene for de første måneder af indeværende år antyder dog, at den private sektors opsparingsunderskud muligvis er ved at stabilisere sig.

Det er sværere at lave gode indikatorer for opsparingsbalancerne, når den private sektor underopdeles i en husholdnings- og en selskabssektor. Anvendelse af de "rå" udlånstal fra penge- og realkreditinstitutter til husholdninger fanger dog udviklingen i husholdningssektorens opsparingsbalance meget godt, jf. figur 7, selv om der er en del "støj" i sammenhængen. Fordelen ved indikatoren er først og fremmest, at den kan beregnes meget hurtigt. Tallet for maj vil således foreligge allerede tre uger inde i juni. Tendensen i indikatoren for husholdningernes opsparingsbalance for de første fire måneder af indeværende år er den samme som for indikatoren for den samlede private sektor.

UDLÅN SAMT TAB OG HENSÆTTELSE I DEN FINANSIELLE SEKTOR

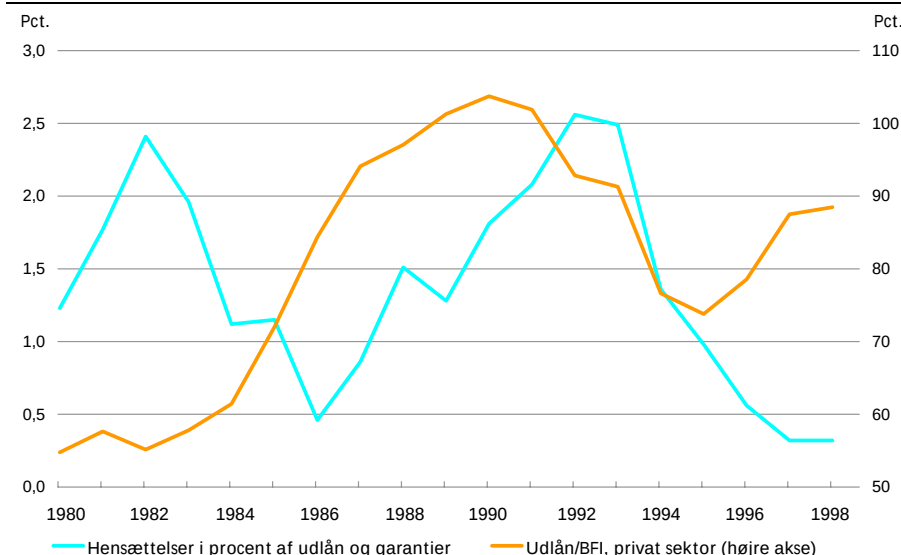
Erfaringen viser, at perioder med stærk udlånsvækst næsten altid med en vis forsinkelse giver anledning til stigende tab i penge- og realkreditinstitutterne. Dette var også tilfældet i kølvandet på højkonjunktoren i 1980'erne.

Pengeinstitutternes realiserede tab toppede med 2,5 pct. af udlåns- og garantimassen i 1993 efter en kraftig stigning i de forudgående år. Tabsprocenten på udlån til henholdsvis erhverv og husholdninger udviklede sig parallelt, men da erhvervslånemassen var over dobbelt så stor som de samlede udlån til husholdningerne, vejede tab på erhvervslån beløbsmæssigt mest. Der var stor forskel på tabsprocenterne på tværs af erhvervssektorer.

En række faktorer var medvirkende til, at tabene blev så store, som det var tilfældet. Omsvinget i økonomien fra høj- til lavkonjunktur i 1986 var meget brat med faldende ejendomspriser samt kraftig opgang i antallet af konkurser og tvangsauktioner. Samtidig blev lavkonjunktoren langvarig. Omstillingen fra en situation med forholdsvis høj inflation til et lavinflationsregime var med til at skærpe problemerne, da den uventede stigning i realrenten gjorde mange af de investeringer, pengeinstitutterne havde været med til at finansiere, urentable. Blandt de mere specifikke faktorer gjorde det sig endvidere gældende, at mange pengeinstitutter udviste stor ekspansionslyst i løbet af 1980'erne og be-

PENGEINSTITUTUDLÅN OG HENSÆTTELSESPROCENT

Figur 8



Anm: "Hensættelsesprocent" angiver årets hensættelser til imødegåelse af tab i procent af den samlede udlåns- og garantimasse i pengeinstitutterne. "Udlån" omfatter pengeinstitutternes udlån i alt som opgjort i Finantilsynets Årsberetninger (tabel 2.3, aktivpost 4). Der er ikke fuldt sammenfald mellem dette udlånsbegreb, der også er anvendt til beregning af hensættelsesprocenten, og det, der er anvendt i den øvrige del af artiklen.

gyndelsen af 1990'erne med regionalbanker, der ønskede at ekspandere nationalt, og større pengeinstitutter, der engagerede sig kraftigere internationalt. Dette kan i princippet være udmærket, da diversifikation af udlånsporteføljen på tværs af lande og sektorer kan være med til at reducere den samlede tabsrisiko. Mange af de ekspansive tiltag viste sig imidlertid efterfølgende at bygge på et for optimistisk grundlag med betydelige tab til følge. Problemet var ofte en for stor fokusering på markedsandele frem for profitabilitet, hvilket er problematisk, når konjunkturerne vender. Også realkreditinstitutterne forsøgte sig i 1980'erne internationalt og ligeledes med betydelige tab til følge. Samtidig påførte lavkonjunkturerne også realkreditinstitutterne betragtelige tab på de indenlandske udlån.

Danmark oplevede ikke systemkriser i pengeinstitutsektoren i begyndelsen af 1990'erne, som det var tilfældet i de andre nordiske lande, på trods af, at de akkumulerede tab i danske pengeinstitutter var af samme størrelsesorden. Årsagerne til dette var flere¹. En væsentlig grund var, at der op gennem 1980'erne blev fulgt en hensættelsespolitik, hvor der – i overensstemmelse med lovgivningen – ud over konstaterede tab tillige blev foretaget hensættelser til imødegåelse af forventede tab. Der blev med andre ord reageret, før tabene var realiserede.

¹ Emnet er behandlet i en redegørelse fra Det Tværministerielle Kontaktudvalg vedrørende det finansielle marked: *Den Danske Pengeinstitutsektor*, Økonomiministeriet, oktober 1994.

Selv om situationen i dag på nogle områder er forskellig fra dengang, er det med udsigt til en afdæmpning af konjunkturerne vigtigt, at de erfaringer, der blev gjort i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, ikke negligeres. De erhvervsmæssige udlån har op gennem 1990'erne udviklet sig mere afdæmpet end i 1980'erne, men de samlede pengeinstitutudlån er de seneste år vokset betydeligt hurtigere end indkomsterne, som det også var tilfældet mod slutningen af opsvinget i 1980'erne. Samtidig er hensættelsesprocenten efter et vedvarende fald siden begyndelsen af 1990'erne kommet ned på et historisk set lavt niveau, som næppe kan opretholdes på lidt længere sigt¹, jf. figur 8.

AFSLUTNING

En sammenligning af penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv under det seneste opsving sammenholdt med udviklingen under højkonjunkturerne i 1980'erne viser, at erhvervsinvesteringerne siden 1993 i højere grad end dengang er blevet egenfinansieret, mens væksten i udlån til husholdninger omvendt har været kraftigere.

Under et opsving er det typiske forløb, at udlån til husholdningerne begynder at stige først, mens væksten i erhvervsudlånene kommer senere i takt med behovet for øgede investeringer. Realkreditudlån findes ikke overraskende at være tæt forbundet med udviklingen i kontantpriserne på ejerboliger.

Ud fra den finansielle statistik er der konstrueret en indikator for dels den samlede private sektors opsparingsbalance og dels for husholdningssektorens opsparingsbalance. Indikatorerne, der dog skal tolkes med stor varsomhed, peger mod en stabilisering af såvel den private sektors som husholdningssektorens opsparingsbalance i første del af indeværende år.

Pengeinstitutterne er de marginale långivere, hvilket er med til at gøre pengeinstitutudlån mere konjunkturfølsomme end realkreditudlån. Dette afspejler sig i pengeinstitutternes tab, der typisk stiger, når en højkonjunktur er klinget af. På den baggrund understreges vigtigheden af, at der i tide og i tilstrækkeligt omfang foretages hensættelser til imødegåelse af tab på engagementerne.

¹ Årets hensættelser er et nettotal, idet tidligere perioders hensættelser til tab, der efterfølgende viser sig ikke at blive realiseret, tilbageføres. Dette vil tendere at sænke hensættelsesprocenten under et opsving. Hensættelsesprocenten har siden 1994 ligget under tabsprocenten, dvs. årets realiserede tab i procent af udlån og garantier.

APPENDIKS 1

Konstruktion af udlånsserier

En analyse af udviklingen i kreditgivningen siden 1980 hæmmes af manglen på konsistente serier over udviklingen i udlån fra penge- og realkreditinstitutter, der står for langt den overvejende del af kreditgivningen i samfundet. Statistikken er karakteriseret ved mange brud, ligesom en del relevante data ikke umiddelbart foreligger for den første del af perioden. Danmarks Statistik har offentliggjort sektoropdelte udlånstal for pengeinstitutternes hovedvirksomhed siden slutningen af 1970'erne, men denne afgrænsning er for snæver som grundlag for analysen i denne artikel. Der er derfor som udgangspunkt blevet konstrueret serier over penge- og realkreditinstitutternes udlån med et analytisk formål for øje. Dette er hovedsagelig sket ved at tilbageføre den eksisterende statistik til 1980.

Der er for pengeinstitutternes vedkommende dannet serier for udlån (dvs. stocktal) i kroner og valuta til indlændinge fra danske pengeinstitutter (hovedvirksomhed samt udenlandske enheder, dvs. både filialer og datterbanker) samt fra udenlandske pengeinstitutters enheder her i landet opdelt på udlån til husholdninger og erhverv. Udlån fra de udenlandske enheder er i det omfang, de ikke er erhvervsopdelt i statistikken, blevet placeret under erhvervsmæssige udlån. Dette er det mest retvisende for hovedparten af perioden, men omkring 1990 var der en overgang en vis långivning fra de udenlandske enheder til privatpersoner af skattemæssige grunde. Dette bevirker en mindre overvurdering af de erhvervsmæssige udlån og ikke mindst væksten i disse omkring dette tidspunkt, uden at det dog er noget, der ændrer det overordnede billede afgørende. Skattehullet blev lukket i juni 1992.

Udlån til indlændinge direkte fra udenlandske pengeinstitutters enheder uden for Danmark er ikke inkluderet i de konstruerede serier, ligesom fx et udenlandsk moderselskabs finansiering af et datterselskab i Danmark ikke indgår. For at fange disse eksempler på finansiering ville det være nødvendigt at sammenstille valutastatistikken og pengeinstitutstatistikken, hvilket er forbundet med betydelige problemer og derfor udeladt her. Finansiering i form af egenkapitaltilførsel falder uden for denne artikels rammer.

Det er et generelt tidsrækkeproblem for pengeinstitutudlån på kvartalsfrekvens, at hensættelser til imødegåelse af tab regnskabsmæssigt sker ved årets udgang, hvilket kan give ekstraordinær stor forskel mellem udlånstallet for 4. kvartal og det efterfølgende 1. kvartal. Dette kan konstateres flere steder, men mest markant i serien over pengeinstitutudlån til husholdninger, jf. figur 10, med et fald på ca. 15 mia.kr. fra 4. kvartal 1992 til 1. kvartal 1993. Det kan dog også spille ind, at det ikke

er muligt at korrigere tallene for udlån i forbindelse med genkøbsforretninger, som er små i forhold til den samlede balance, men kan svinge en del fra kvartal til kvartal.

For udlån fra realkreditinstitutterne findes der både en stock- og en flowstatistik. Den størrelse i realkreditinstitutstatistikken, der svarer til pengeinstitutstatistikens udlånsbegreb, er den bogførte kontantsaldo, dvs. en stockstørrelse, som imidlertid kun findes tilbage til 1993. Før den tid foreligger der kun en flowstatistik, som har dannet baggrund for en tilbageføring af den bogførte kontantsaldo til 1980. Der er igen opdelt på udlån til husholdninger og erhverv.

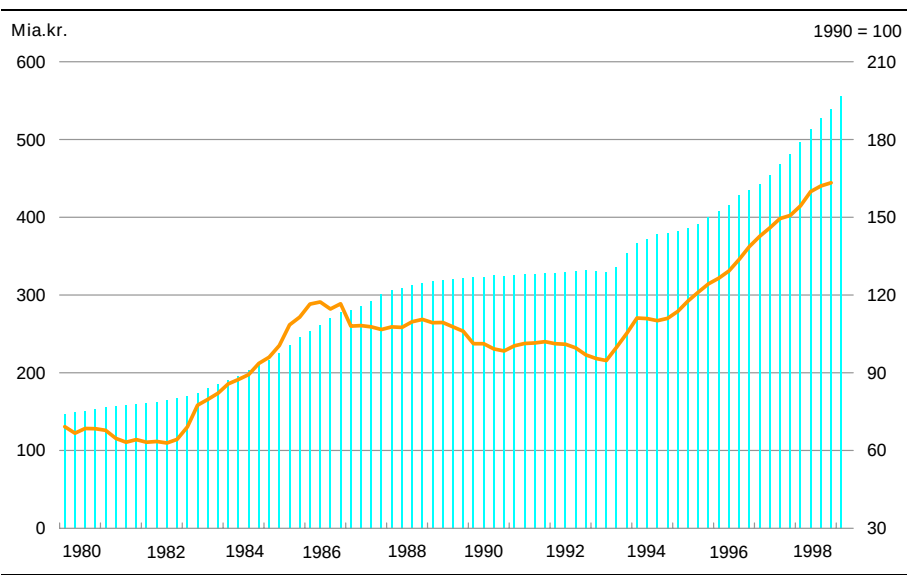
Den flowstørrelse, der aggregeret giver den bogførte kontantsaldo, er nettoudlån (bruttonyudlån minus ordinære afdrag og førtidige indfrielse, alt sammen til kontantværdi) plus løbetidsopskrivninger. Før 1993 er det kun muligt ud fra statistikken over låneeffektueringer, der er en flowstørrelse, at konstruere en udlånsserie svarende til nettoudlån (dog er det ikke muligt at trække de ekstraordinære indfrielse ud før fra 1987). Denne serie vil tendere at undervurdere de faktiske udlån i den udstrækning, det er relevant at foretage løbetidsopskrivning, hvilket er tilfældet for obligationslån, hvor den pålydende rente på obligationen på udstedelsestidspunktet ligger under markedrenten, og hvor obligationen derfor må sælges til underkurs. Denne kurs opskrives herefter gradvis til pari over lånets løbetid. Løbetidsopskrivningen kan betragtes som en ikke betalt rente, også kaldet fordelte emissionskurstab, der erlægges via en forhøjelse af lånebeløbet. Problemet opstår ikke ved kontantlån, der var den dominerende låneform fra midten af 1970'erne til midten af 1980'erne, men der mangler opskrivinger på obligationslån udstedt i sidste del af 1960'erne og begyndelsen af 1970'erne. Problemet accentueres igen i sidste del af 1980'erne, hvor kontantlån forbydes, og såkaldte mix-lån gøres obligatoriske.

Førtidige indfrielse eller afdrag er et andet element, som gør, at korrespondancen mellem aggregeret flow og stockserien brydes. Førtidige indfrielse eller afdrag finder hovedsageligt sted i forbindelse med ejendomshandler og lånekonverteringer, der først forekommer i større stil fra 1993, hvor stockstatistikken foreligger. Alt i alt vurderes de konstruerede talserier at give et retvisende billede af udviklingen i realkreditinstitutternes udlån gennem den betragtede periode.

Der er ikke fuld korrespondance mellem penge- og realkreditinstitutstatistikens opdeling på en erhvervs- og en husholdningssektor og nationalregnskabs sektorsparingsbalancer, idet personligt ejede virksomheder som fx landbrug og selvstændigt erhvervsdrivende i nationalregnskabsopdelingen henregnes under husholdningssektoren, mens de i den finansielle statistik placeres under erhverv.

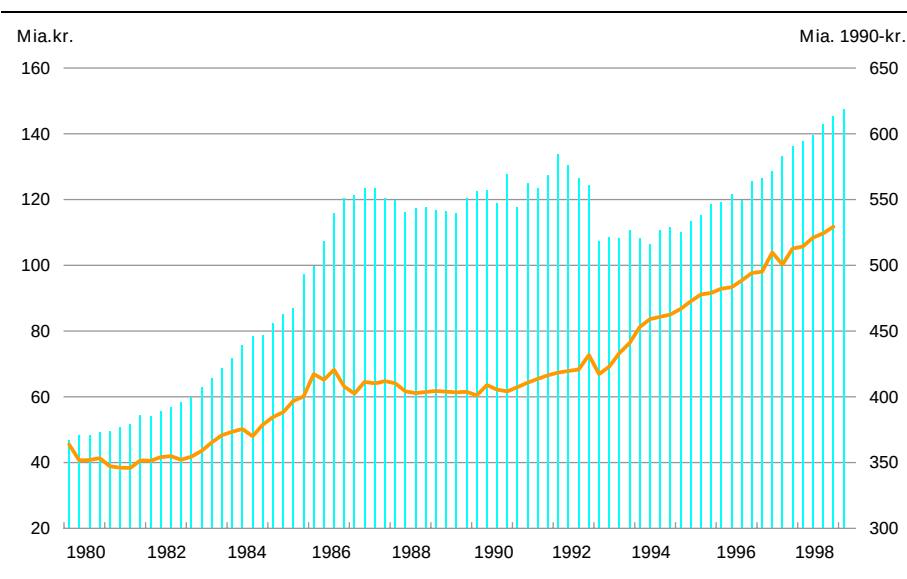
UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER FRA REALKREDITINSTITUTTER SAMT
KONTANTPRISINDKES FOR EJERBOLIGER (HØJRE AKSE)

Figur 9



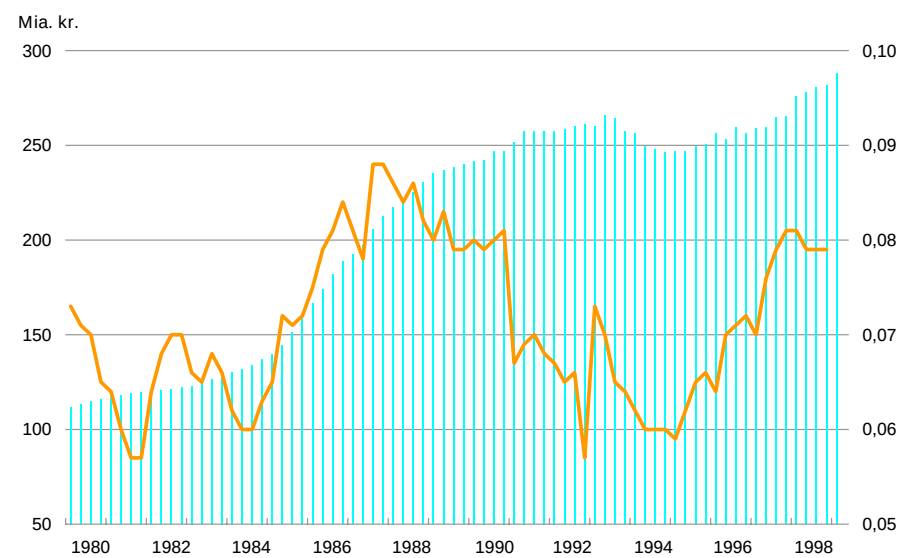
UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER FRA PENGEINSTITUTTER SAMT UDVIKLING I
PRIVATFORBRUGET I FASTE PRISER (HØJRE AKSE)

Figur 10



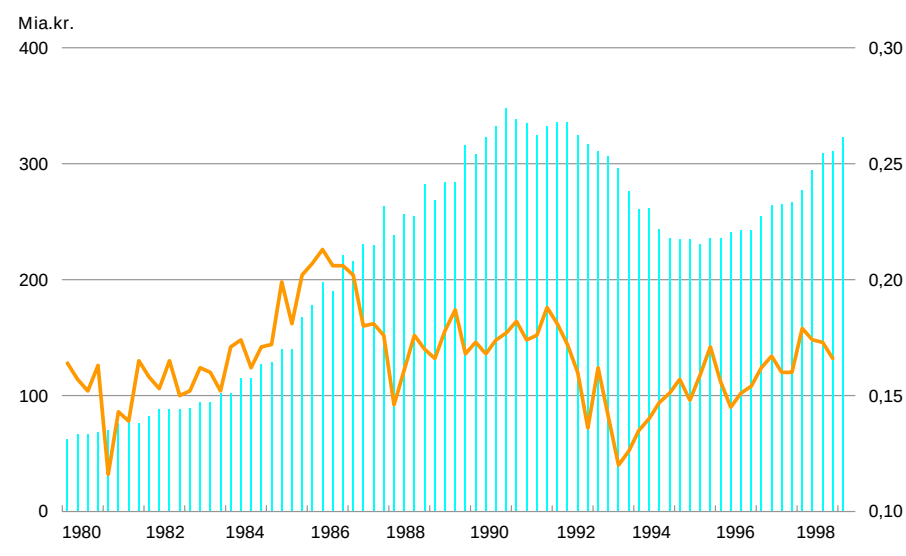
UDLÅN TIL ERHVERV FRA REALKREDITINSTITUTTER SAMT
BYGNINGSINVESTERINGSKVOTEN (HØJRE AKSE)

Figur 11



UDLÅN TIL ERHVERV FRA PENGEINSTITUTTER SAMT
MASKININVESTERINGSKVOTEN (HØJRE AKSE)

Figur 12



APPENDIKS 2

Beregning af Indikator for den private sektors opsparingssaldo

Beregningen af indikatoren for den private sektors opsparingssaldo tager udgangspunkt i, at et opsparingsoverskud i den private sektor nødvendigvis må modsvares af en finansiell nettoplacering.

Indikatoren beregnes som nettotilgang af finansielle aktiver i den private sektor fra den offentlige sektor og udlandet. Tilgangen er opdelt i tre grupper: Indenlandsk obligationsbeholdning, fordringer på udlandet og øvrige fordringer.

Ændring i den indenlandske obligationsbeholdning i den private sektor beregnes som nettotilgang af indenlandske børsnoterede kroneobligationer (dvs. stats-, realkredit- og andre obligationer) hos Nationalbanken (der i denne sammenhæng placeres i den private sektor), Pengeinstitutterne, Hypotekbanken (nu Finansstyrelsen) og øvrige (dvs. husholdninger og erhverv). Herfra trækkes nettotilgang af realkreditobligationer, da disse udstedes af den finansielle del af den private sektor og dermed udgør et passiv for sektoren. Også nettotilgang af andre obligationer fratrækkes (dog undtaget kommuneobligationer), idet disse andre obligationer ligeledes er udstedt i den private sektor.

Ændring i fordringer på udlandet beregnes som registreret privat nettokapitaleksport ekskl. nettosalg af realkreditobligationer til udlandet. Desuden indgår fejl og udeladelser, dvs. disse antages at vedrøre privat kapitalimport, samt stigning i valutareserven.

Ændring i øvrige fordringer beregnes som formindskelse af statens indestående i Nationalbanken.

Indikatoren for husholdningssektorens opsparingsbalance er blot den årlige ændring i mia.kr. i de samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutter til husholdninger. Der er til beregning af indikatoren på månedsbasis anvendt en pengeudlånsserie, hvor den årlige korrektion for tab og hensættelser er spredt ud på måneder.

Man skal være opmærksom på, at den i figur 7 viste opsparingsbalance for husholdningssektoren i sig selv er en indikator – beregnet ud fra Nationalbankens Mona-database – på de officielle nationalregnskabstal, der er på årsfrekvens og kun foreligger frem til 1995.

Industrieksportens markedsandele og konkurrenceevnen

Heino Bohn Nielsen, Økonomisk Afdeling

INTRODUKTION

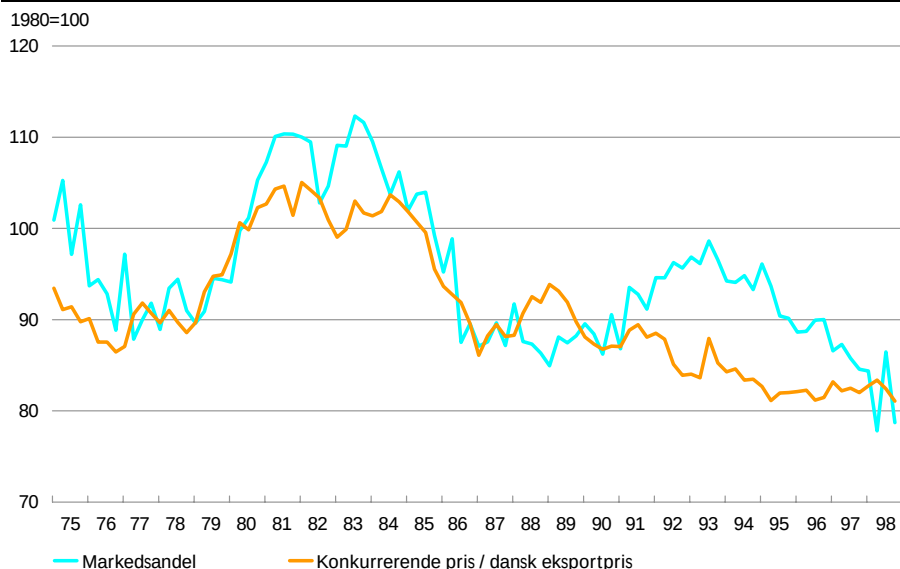
Industriens konkurrenceevne og markedsandele på eksportmarkederne påkalder sig traditionelt stor interesse. Det er der flere grunde til. En økonomi kan kun vokse i samme takt som konkurrenterne uden at belastte betalingsbalancen, hvis markedsandelen af eksportmarkederne opretholdes. Det er ikke mindst interessant for et land, der deltager i et fastkurssamarbejde.

Større markedsandele kan mindske den sædvanlige målkonflikt i den økonomiske politik, fordi arbejdsløsheden kan reduceres, samtidig med at betalingsbalancen forbedres. Eksporten kan dermed have en central rolle i konjunkturudviklingen og kan være med til at trække en økonomi op af en lavkonjunktur. Omvendt påvirker konjunkturudviklingen virksomhedernes konkurrenceevne og kapacitet til at eksportere. Det betyder, at det normalt kan være vanskeligt at opretholde markedsandele på eksportmarkederne igennem en højkonjunktur.

Denne artikel behandler udviklingen i industriens eksport og konkurrenceevne side 1975 og eksportens placering i konjunkturudviklingen. Der lægges ud med en beskrivelse af den positive effekt på den danske eksport af den tyske genforening. Dernæst argumenteres der for, at den danske eksportperformance de sidste 20 år overordnet har været på linje med udlandets, og at danske eksportørers løbende tab af markedsandele hovedsageligt er et resultat af forskydninger i valutakursen mellem hovedvalutaerne. Lignende trendmæssige fald i markedsandelen kan genfindes i en lang række vesteuropæiske lande. Herefter behandles eksportens rolle i konjunkturudviklingen, og det gennemgås, hvordan en høj kapacitetsudnyttelse kan begrænse eksporten.

DANMARKS EKSPORTMARKEDSANDELE OG DEN TYSKE GENFORENING

Normalt forestiller man sig, at eksportmængden bestemmes af eksportmarkedets størrelse og af konkurrenceevnen. På grund af begrænsninger i tilgængelighed og sammenlignelighed af data måles markedet for



Anm.: Industrieksporten er defineret som SITC grupperne 5-9 og udgør ca. 2/3 af den samlede danske eksport. Markedsandelen er beregnet som dansk eksportmængde i forhold til et mængdemæssige eksportmarked defineret som et vejte gennemsnit af importen i 22 OECD lande, nemlig: Tyskland, Sverige, England, Norge, USA, Frankrig, Holland, Finland, Italien, Schweiz, Belgien og Luxembourg, Japan, Spanien, Østrig, Australien, Canada, Irland, Island, Portugal, Grækenland og New Zealand. Vægtene er givet ved landefordelingen af Danmarks industrieksport i 1989. De 22 markeder aftager tilsammen ca. 85 pct. af den samlede danske industrieksport. Priskonkurrenceevnen er beregnet som den implicitte deflator i danske kroner på det definerede eksportmarked i forhold til den danske eksportpris. Variable for visse lande er for de seneste kvartaler suppleret med seneste skøn fra OECD.

Kilde: OECD's databank International Trade and Competitiveness Indicators, Danmarks Statistik og egne beregninger.

eksporten traditionelt som et vejte gennemsnit af de modtagende landes importmængde med vægte givet ved landefordelingen af eksporten. Antagelsen er nødvendig af praktiske grunde, men også problematisk, da den indebærer en opfattelse af, at fx danske eksportører på det tyske marked konkurrerer med alle andre landes eksportører, men ikke med de tyske producenter. Ofte antages det, at eksporten følger udviklingen i eksportmarkedet for givet konkurrenceevne, så markedsandelen (i mængder) er bestemt af konkurrenceevnen. Det kan fx beskrives med den loglineære markedsandelsligning

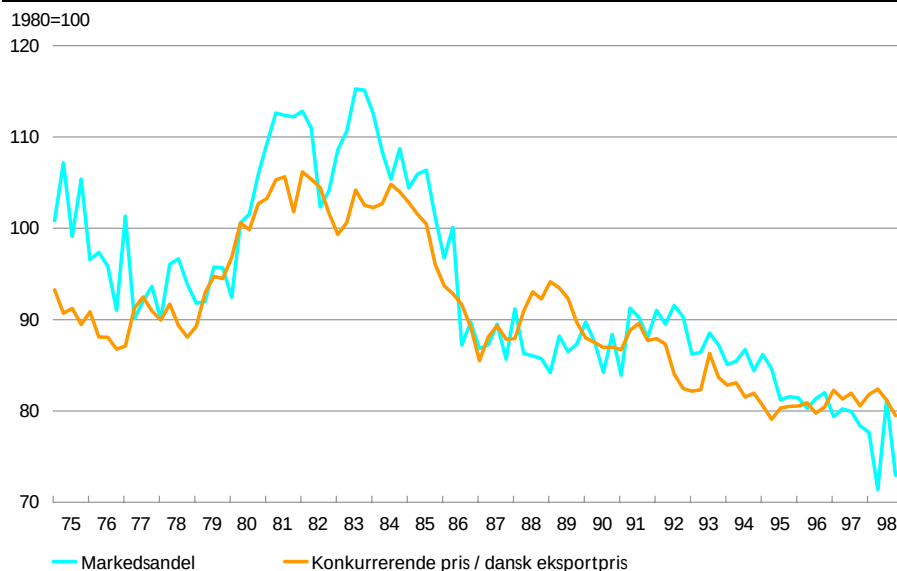
$$\log\left(\frac{\text{Eksport}}{\text{Udenlandsk efterspørgsel}}\right) = -\beta \cdot \log\left(\frac{\text{Eksportpris}}{\text{Konkurrerende pris}}\right),$$

hvor β er en konstant numerisk priselasticitet. Sammenhængen mellem dansk markedsandel og priskonkurrenceevne er illustreret i figur 1¹.

¹ Opgørelsen af størrelserne i udenrigshandelen er ikke uden problemer, og generelt skal tallene fortolkes med forsigtighed. Problemerne fremgår bl.a. af spejlstatistikken, som fx sammenstiller Danmarks eksport til Tyskland og Tysklands import fra Danmark, og hvor der typisk er betydelige divergenser. Hertil kommer, at opdelingen på pris og mængde er problematisk, og opgørelsen i faste priser er sandsynligvis mere usikker end i løbende. I opdelingen på pris og mængde i udenrigshandelen anvendes enhedsværdier som deflator. I forhold til egentlige prisindeks (med faste vægte) har enhedsværdier det problem, at selv om alle priser i realiteten er uændrede, kan enhedsværdierne ændres af en forskydning i varesammensætningen. Herudover er der det problem, at der ikke korrigeres for kvalitet af varerne.

DANSK MARKEDSANDEL OG PRISKONKURRENCEEVNE UDENFOR TYSKLAND

Figur 2



Anm.: Markedsandelen er beregnet som samlet dansk eksportmængde minus eksporten til Tyskland i forhold til et vejlet gennemsnit af importen fra resterende 21 modtagende markeder. Priskonkurrencevnen er markedsdeflatoren i danske kroner i forhold til dansk eksportpris.

Konkurrenceevne og markedsandel er klart positivt korreleret frem til 1990, så en forringelse af konkurrenceevnen ledsages af et fald i markedsandelen. I perioden efter 1990 stiger den danske markedsandel imidlertid, uden at priskonkurrenceevnen forbedres. Efter at have toppet i 1993 er den danske markedsandel frem til 1998 faldet med ca. 15 pct.¹

Den kraftige stigning i markedsandelen omkring 1990, som ikke kan forklares af priskonkurrenceevnen, vedrører hovedsageligt det tyske marked, og det er naturligt at opfatte stigningen som resultat af den tyske genforening. Danske virksomheder har således øjensynlig benyttet sig af den geografiske nærhed til det ekspanderende tyske marked i en periode med ledig kapacitet og har i gennemsnit øget deres markedsandele.

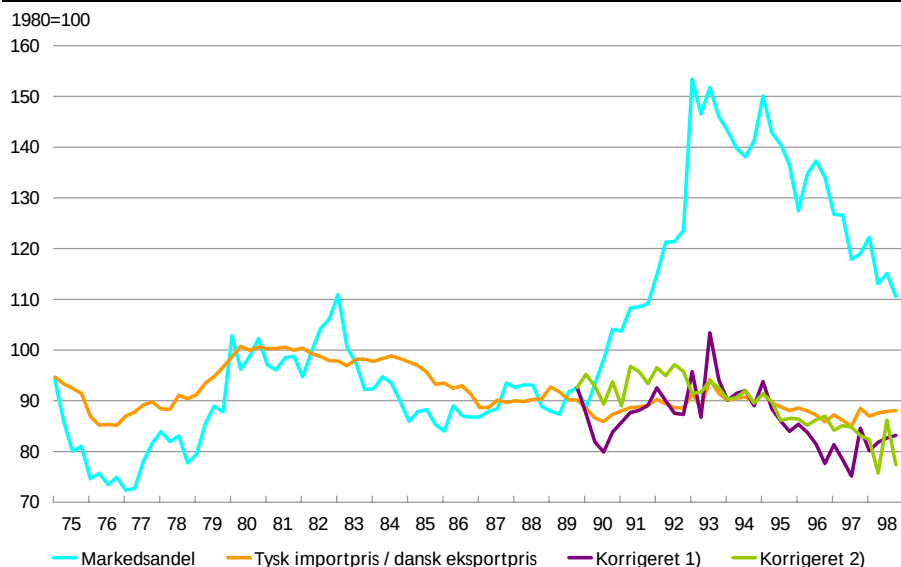
Mere overordnet er den danske priskonkurrenceevne ifølge figur 1 trendmæssigt forringet siden begyndelsen af 1980'erne. Og hvis man ser bort fra genforeningsgevinsten på det tyske marked, har konkurrenceevneforværringen været ledsaget af et tilsvarende trendmæssigt fald i den gennemsnitlige markedsandel, jf. figur 2, som viser den danske markedsandel og konkurrenceevne udenfor det tyske marked.

Genforeningens effekt på den danske eksport belyses nærmere i figur 3, som viser den danske priskonkurrenceevne på det tyske marked samt den faktiske markedsandel på det tyske marked og to bud på stiliserede

¹ Eksporten i 2. og 3. kvartal 1998 er påvirket af konflikten på arbejdsmarkedet og bør ses under ét.

DANSK MARKEDSANDEL OG PRISKONKURRENCEEVNE I TYSKLAND

Figur 3



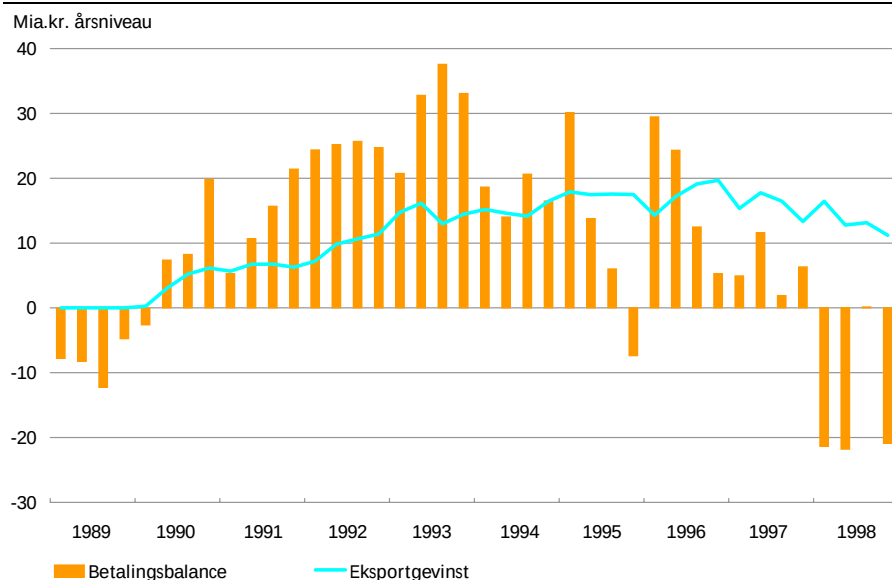
Anm.: Markedsandelen er beregnet som dansk eksport til Tyskland i forhold til tysk import, og priskonkurrenceevnen er tysk importpris i danske kroner i forhold til dansk eksportpris. De korrigerede markedsandele følger alternativt 1) konkurrenceevnen med en priselastisitet på 3 eller 2) udviklingen i markedsandelen på de resterende markeder. Der er ikke data for den landefordelte danske eksportpris, så eksportprisen til Tyskland er sat til den gennemsnitlige eksportpris.

markedsandele. De stiliserede markedsandele viser, hvad markedsandelen ville være fra 1990, hvis enten 1) markedsandelen på det tyske marked havde fulgt konkurrenceevnen med en prisfølsomhed som i Nationalbankens model Mona, eller hvis 2) markedsandelen i Tyskland havde udviklet sig som markedsandelen på de øvrige markeder.

Det fremgår, at den faktiske danske markedsandel i Tyskland i perioden 1990-1993 er steget med ca. 50 pct. på trods af stort set uændrede relative priser. En analyse af varefordelingen af den danske eksport til Tyskland viser, at fremgangen var bredt funderet inden for industrivarer og derfor repræsenterer et generelt billede af eksporten.

Som årsag til den danske eksportfremgang i Tyskland kan nævnes, at den tyske genforening skabte et højvækstmarked, hvis tætte placering kan have givet danske leverandører gode muligheder for at øge leverancerne. Man kan også forestille sig, at sammensætningen af den danske eksport har passeret specielt godt til den tyske importefterspørgsel efter genforeningen. Dertil kommer effekten af den danske konjunkturudvikling, se nærmere side 80.

Man kan konstatere, at en del af eksportgevinsten siden er tabt, og at den danske markedsandel tilsyneladende er på vej tilbage til et niveau som før genforeningen.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER OG EKSPORTGEVINSTEN I TYSKLAND Figur 4

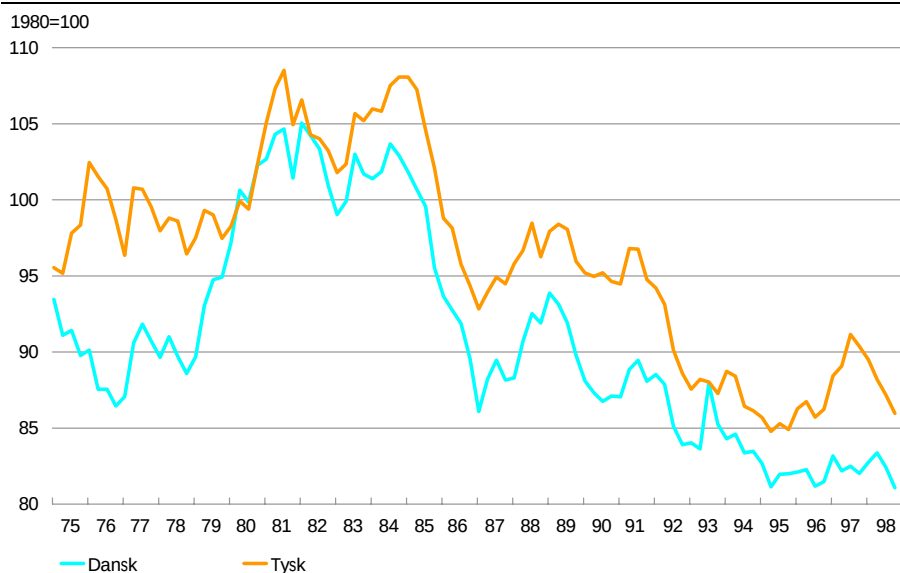
Anm.: Eksportgevinst er beregnet efter korrektion 1), jf. anmærkning i figur 3.

Værdien i kroner af den øgede markedsandel i Tyskland kan beregnes ved at sammenligne den faktiske markedsandel med, hvad markedsandelen kunne have været i et tænkt alternativt forløb uden genforening. Det svarer til at sammenligne den faktiske markedsandel med de stiliserede markedsandele i figur 3. Udregnet på denne måde ligger eksportgevinsten i størrelsesorden 10-20 mia.kr. på årsniveau, jf. figur 4. Akkumuleret siden 1990 svarer det til en betydelig del af det akkumulerede betalingsbalanceoverskud, selv hvis der korrigeres for industrieksportens importindhold på ca. 35 pct.

Eksportgevinsten har desuden stimuleret indkomst, forbrug og investeringer og kan have været medvirkende årsag til konjunkturopgangen i 1993-1994 samt til svækkelsen af de gennemsnitlige markedsandele udenfor Tyskland. Betalingsbalanceeffekten har med andre ord været mindre end det umiddelbart beregnede, men under alle omstændigheder passede genforeningseffekten godt ind i konjunkturbilledet.

SAMMENLIGNING MED ANDRE LANDE

Siden 1982 har Danmark ført en konsekvent fastkurspolitik, og centralkursen over for D-mark er ikke ændret siden 1987. Det er derfor naturligt at sammenligne den danske konkurrenceevne og markedsandel med Tysklands konkurrenceevne og markedsandel på de samme markeder, jf. figur 5 og 6.



Anm.: Importprisen i 22 modtagende lande i forhold til de to landes eksportpris.

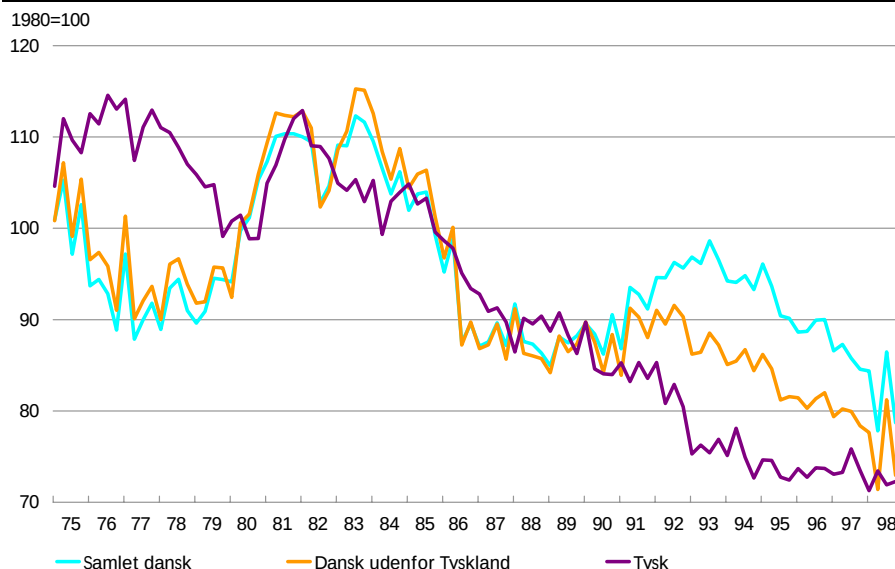
Udviklingen i Danmarks og Tysklands priskonkurrenceevne har generelt været parallel, med et tydeligt trendmæssigt fald siden begyndelsen af 1980'erne. Det afspejles i de gennemsnitlige danske og tyske markedsandele, som begge har haft en klar faldende trend, jf. figur 6. Danmark eksportperformance siden starten af 1980'erne har ikke været ringere end den tyske. Tværtimod har den danske eksportgevinst i Tyskland bidraget til, at udviklingen i den samlede danske markedsandel ser en anelse pænere ud. Hvis man ser bort fra eksportgevinsten på det tyske marked, har den danske gennemsnitlige markedsandel udviklet sig mere på linje med den tyske.

Som udgangspunkt for en bredere sammenligning viser figur 7 markedsandel og priskonkurrenceevne for en række lande. Det fremgår, at den negative trend, som har kendetegnet den danske markedsandel siden begyndelsen af 1980'erne, er fælles for flere lande fx Tyskland, Japan, Frankrig, Storbritannien, Belgien, Norge og Schweiz. I Italien, Finland og Sverige ses et lignende trendmæssigt fald i markedsandelen frem til devalueringerne i 1992-1993. De lande, som har vundet markedsandele i perioden, er i særlig grad USA samt Østrig, Irland, Spanien og Portugal.

Der er ingen af landene i figur 7, der som Danmark har oplevet en stor markedsandelsstigning i forbindelse med den tyske genforening, uden at konkurrenceevnen blev forbedret. Det lader til, at de danske ekspor-

DANSK OG TYSK MARKEDSANDEL

Figur 6



Anm.: Eksportmængde i forhold til importmængde i modtagende lande.

tører har nydt særligt godt af genforeningen. Belgien vinder markedsandele omkring 1993 uden en tilsvarende konkurrenceevneforbedring, men det er ikke i samme grad koncentreret til det tyske marked og repræsenterer snarere et databrud ved starten på det indre marked. Sverige, Finland og Italien vinder alle betydelige markedsandele i første halvdel af 1990'erne, men det modsvares af en forbedret konkurrenceevne oven på devalueringerne i 1992-1993.

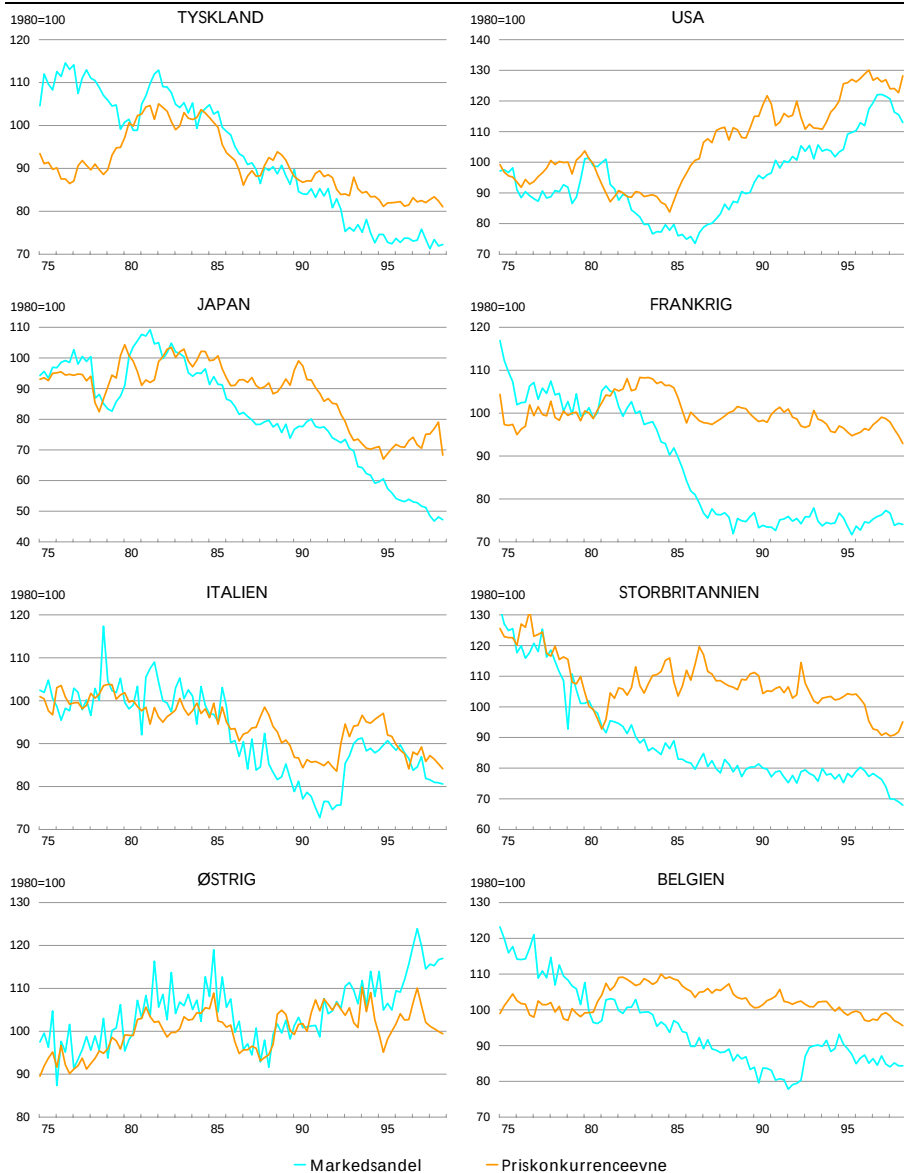
I figur 7 kan man bemærke, at sammenhængen mellem markedsandel og relativ pris ikke er særlig tydelig for alle lande. Specielt har Irland, Portugal og Spanien vundet betydelige markedsandele, selv om deres konkurrenceevne har været forholdsvis konstant. Det kan afspejle et lavt omkostningsniveau i udgangssituationen, og at disse lande i den betragtede periode har undergået strukturelle forandringer, som har påvirket eksporttilbøjeligheden¹.

Priskonkurrenceevnen for Danmark og Tyskland og en lang række andre europæiske lande afspejler ikke mindst nogle betydelige udsving i

¹ Globaliseringen, som medfører, at der kommer nye markedsdeltagere på importmarkederne, betyder isoleret, at lande som Danmark trendmæssigt vil tabe markedsandele på de traditionelle markeder. I det anvendte markedsandelsudtryk er tælleren imidlertid den samlede eksport, så hvis Danmark i samme omfang kan sælge til de nye markedsdeltagere, vil den målte markedsandel ikke falde som følge af globaliseringen. Som et eksempel vil de østeuropæiske lande fx kunne vinde markedsandele fra Danmark på de traditionelle markeder, men Danmark har tilsvarende mulighed for at eksportere til Østeuropa. Globaliseringen vil derfor kun give et trendmæssigt fald i den målte markedsandel, hvis de nye markedsdeltagere eksporterer mere end de importerer, hvilket typisk ikke er tilfældet, eller hvis deres import er rettet mod andre varer, end dem Danmark producerer.

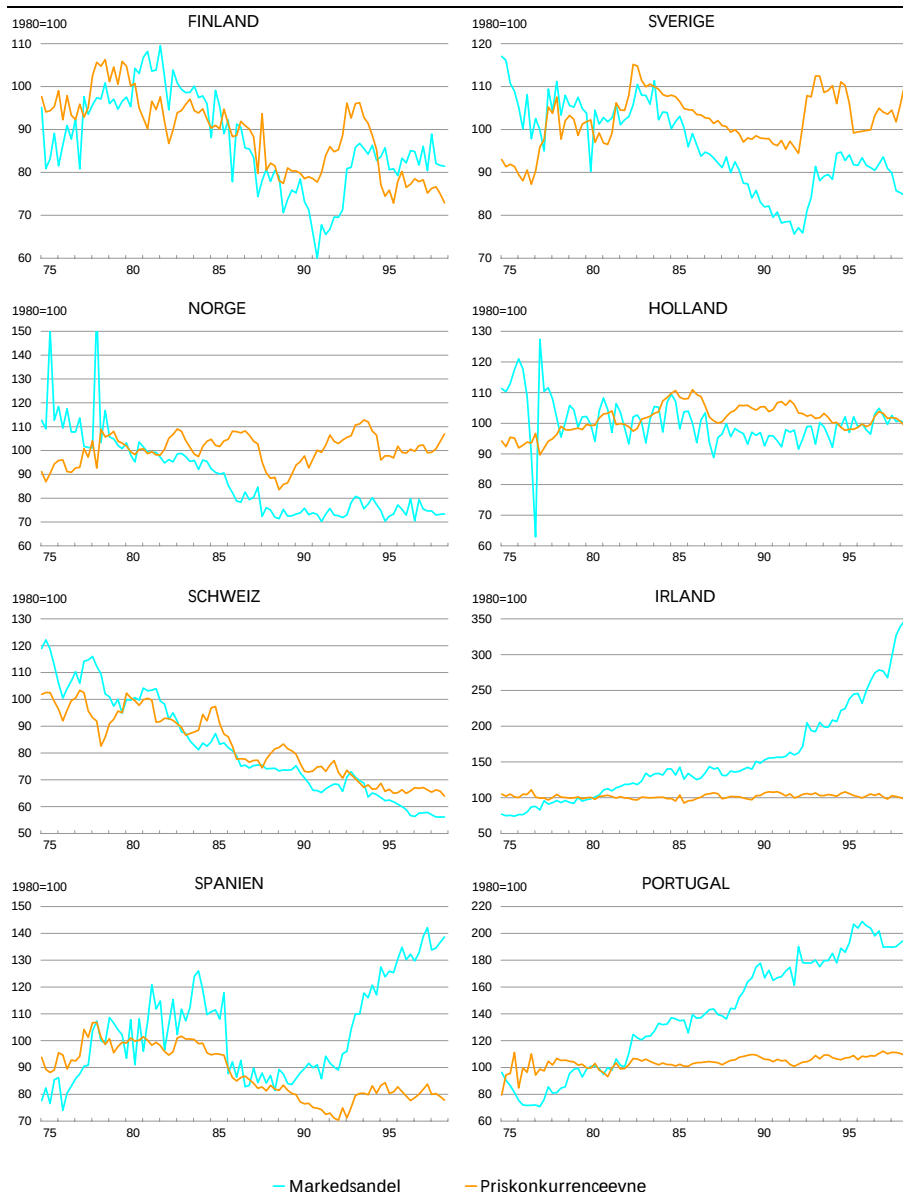
MARKEDSANDEL OG PRISKONKURRENCEEVNE I UDVALGTE LANDE

Figur 7



valutakurserne mellem hovedvalutaerne. Den amerikanske dollar er mellem 1985 og 1995 deprecieret betydeligt, og den amerikanske priskonkurrenceevne er blevet forbedret med ca. 40 pct., jf figur 7. Det trendmæssige tab af markedsandele i flere europæiske lande fremstår således som en følge af valutakursudviklingen, der har resulteret i en omfordeling af markedsandele fra Europa og Japan til USA.

Figur 7, fortsat



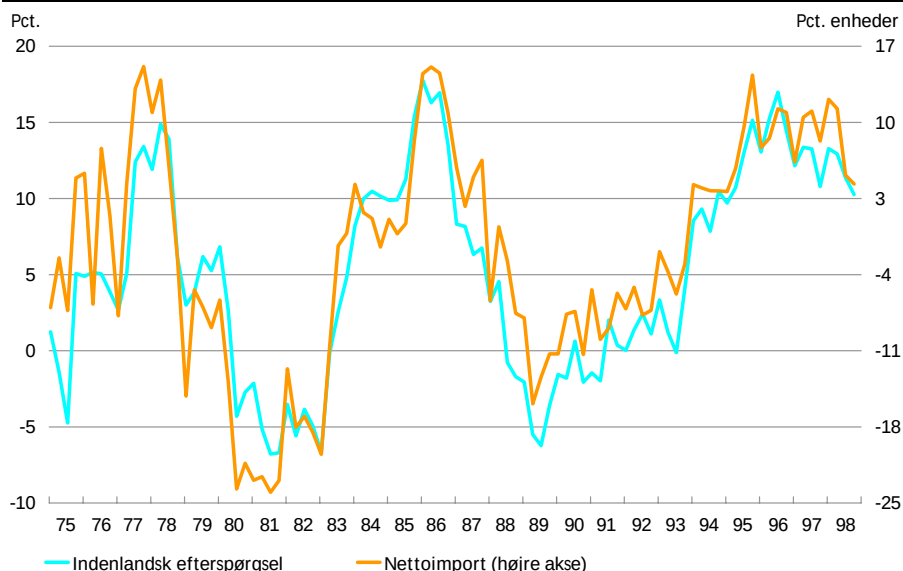
Anm.: Markedsandelen er landets samlede eksportmængde i forhold til et vejet gennemsnit af importmængden på 22 modtagende markeder, med vægte givet ved landefordelingen af det pågældende lands eksport i 1989. Priskonkurrenceevnen er den konkurrerende pris, defineret som den implicite deflator på eksportmarkedet, i forhold til det pågældende lands eksportpris. Se endvidere anmærkning til figur 1.

UDENRIGSHANDELENS PLACERING I KONJUNKTURCYKLEN

Generelt bevæger nettoeksport og betalingsbalance sig kontracyklisk, så høj økonomisk vækst normalt vil forringe saldoen på handels- og beta-

INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL OG NETTOIMPORT VÆKST I FORHOLD TIL 3 ÅR FØR

Figur 8



Anm.: Import og eksport af varer og tjenester. Ændringen i nettoimporten er fundet som den uvejede væksthæftelse mellem import og eksport i forhold til 3 år før.

Kilde: Databanken til Nationalbankens model Mona.

lingsbalancen. Det medfører bl.a. en klassisk målkonflikt mellem arbejdsløshed og betalingsbalance, som traditionelt har præget den økonomiske politiske debat.

Sammenhængen er illustreret i figur 8, som viser væksten i forhold til 3 år før i den danske indenlandske efterspørgsel og nettoimport¹.

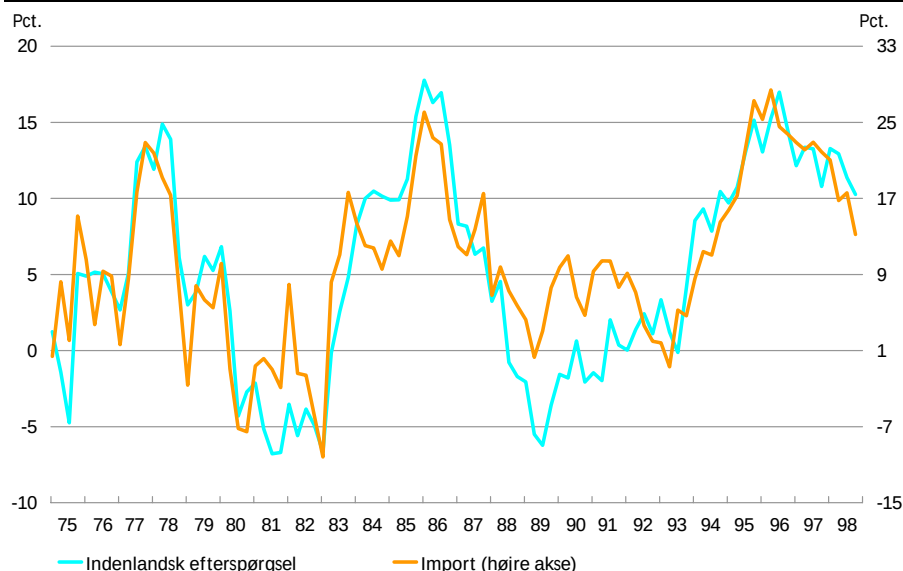
En konjunkturmedløbende nettoimport kan dække over to ting. For det første er importen klart procyklisk, så en højere indenlandsk efterspørgsel ledsages af højere import. Det skyldes først og fremmest importindholdet i de endelige anvendelser, som giver et umiddelbart importtræk. Hertil kommer, at den marginale importkvote er større end den gennemsnitlige, så importkvoten varierer positivt med konjunkturerne. Sammenhængen mellem import og indenlandsk efterspørgsel er illustreret i figur 9.

For det andet kan eksporten tænkes at være kontracyklisk, fordi øget indenlandsk efterspørgsel fortrænger eksport. I så fald vil eksporten være negativt korreleret med indenlandsk efterspørgsel. Det er imidlertid ikke en logisk nødvendighed, at eksporten er kontracyklisk. En høje-

¹ Ændringen i forhold til 3 år før svarer til summen over 12 kvartaler af ændringen fra periode til periode. Det fjerner en del volatilitet og gør figurerne mere overskuelige, men er ikke centralt for konklusionerne.

INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL OG IMPORT VÆKST I FORHOLD TIL 3 ÅR FØR

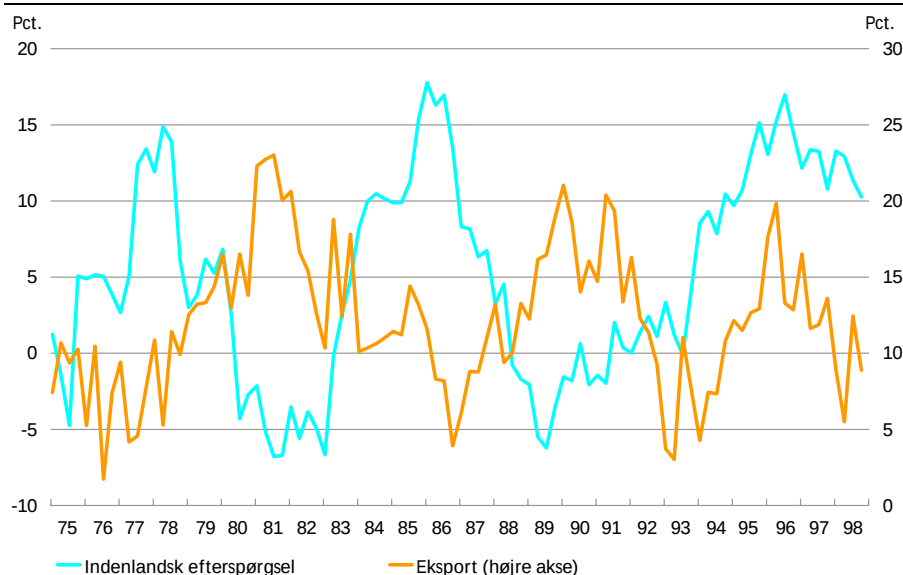
Figur 9



re eksport vil øge indtjeningen og vil dermed kunne øge den indenland-
ske efterspørgsel. Det svarer til, at eksport og indenlandsk efterspørgsel
er positivt korreleret i perioder med eksportledet økonomisk vækst.
Figur 10 viser væksten i eksport og i indenlandsk efterspørgsel.

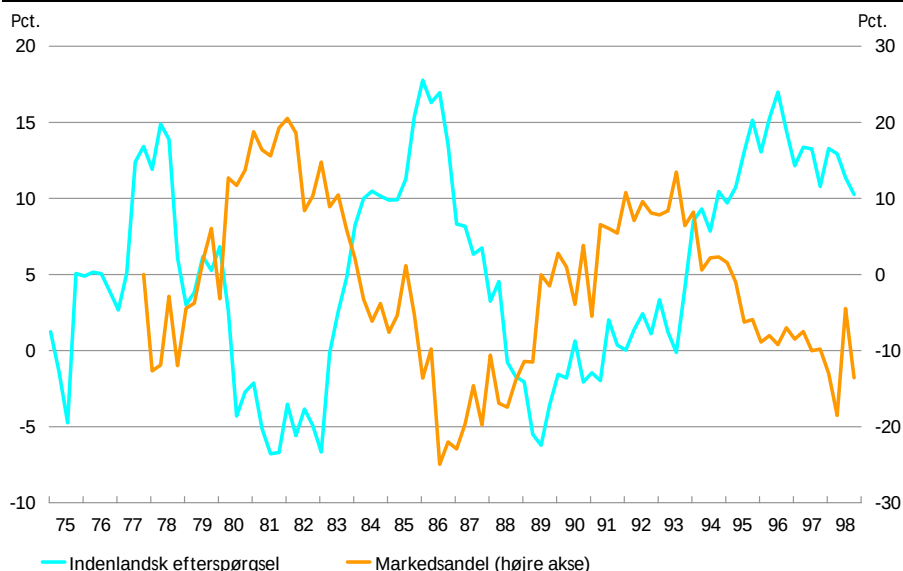
INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL OG EKSPORT VÆKST I FORHOLD TIL 3 ÅR FØR

Figur 10



INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL OG MARKEDSANDEL VÆKST I FORHOLD TIL 3 ÅR FØR

Figur 11



Vurderet over hele perioden er korrelationen mellem eksport og indenlandsk efterspørgsel klart negativ, så høj vækst i indenlandsk efterspørgsel ledsages af en lav vækst i eksporten. Mekanismen er imidlertid ikke rigtigt gældende i perioden 1993-1998, hvor eksport og indenlandsk efterspørgsel nærmere er positivt korreleret. Det kan indikere, at det seneste opsving indledningsvis har været delvist eksportdrevet bl.a. som følge af effekten af den tyske genforening.

Figur 3 viste, at der i det seneste opsving er tabt betydelige markedsandele, og ifølge figur 11 er væksten i eksportens markedsandel mere entydigt negativt korreleret med indenlandsk efterspørgsel, også under det seneste økonomiske opsving. Det bekræfter, at det generelt er vanskeligt at opretholde eksportens markedsandele i en højkonjunktur. I perioden 1993-1995 har trækket fra udlandet imidlertid været stort nok til, at eksporten på trods af faldende markedsandele kan have bidraget til at trække opsvinget i gang.

KAPACITETSPRES OG EKSPORT

At eksporten er negativt korreleret med indenlandsk efterspørgsel kan have flere årsager. For at komme det lidt nærmere betragtes den simple markedsandelsligning, som omskrives til en ligning for eksporten ved at tillægge logaritmen til udenlandsk efterspørgsel på begge sider og tilføje et residual til at beskrive andre faktorer;

$$\log(\text{Eksport}) = \log(\text{Udenlandsk efterspørgsel}) - \beta \cdot \log\left(\frac{\text{Eksportpris}}{\text{Konkurrerende pris}}\right) + \text{residual}$$

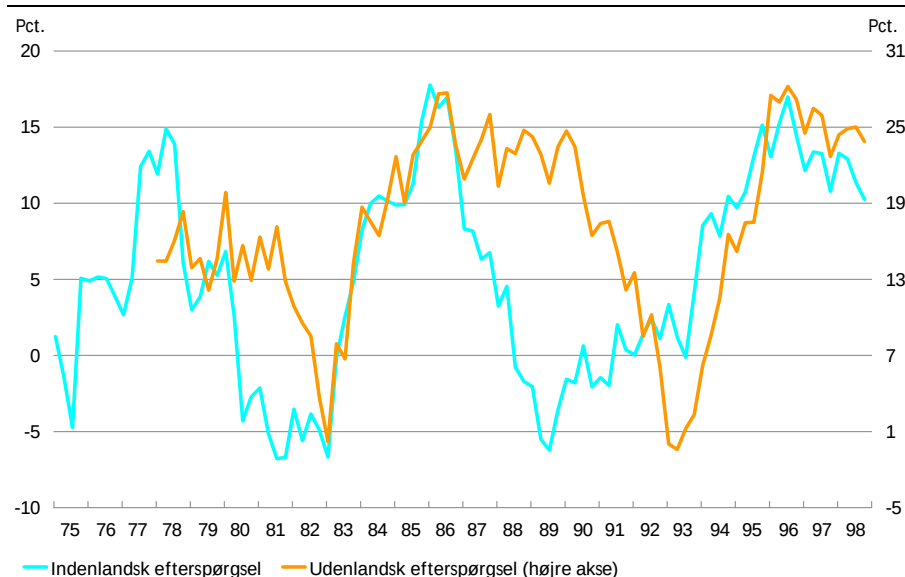
Hvis venstresiden er negativt korreleret med indenlandsk efterspørgsel, kan det skyldes korrelation mellem indenlandsk efterspørgsel og hver af de tre led på højresiden.

For det første kan udenlandsk efterspørgsel efter dansk eksport være negativt korreleret med dansk indenlandsk efterspørgsel. I så fald er den indenlandske efterspørgsels fortrængning af eksport udtryk for, at den danske konjunkturcykel har været ude af takt med konkurrenterne, så der i perioder med dansk højkonjunktur er lille træk fra udlandet og omvendt. Korrelationen mellem dansk indenlandsk efterspørgsel og udenlandsk efterspørgsel efter danske varer er illustreret i figur 12. Over hele perioden er korrelationen generelt positiv, svarende til at Danmark som hovedregel har været i takt med konjunkturudviklingen i udlandet under ét. I perioder, tydeligst omkring 1987-1992, har den danske økonomi imidlertid bevæget sig modsat konjunkturerne i udlandet, hvilket kan forklare en del af den negative korrelation mellem eksport og indenlandsk efterspørgsel.

At den danske økonomi var ude af takt med udlandet i perioden omkring 1990, med en lavere kapacitetsudnyttelse og indenlandsk efterspørgsel i Danmark end i udlandet, kan have bidraget til eksportgevinsten i Tyskland efter genforeningen. Den danske indenlandske efterspørgsel var svag efter den økonomiske stramning i midtfirserne, så eks-

VÆKST I FORHOLD TIL 3 ÅR FØR

Figur 12



portmarkederne var relativt attraktive for danske producenter, og med lav kapacitetsudnyttelse i Danmark var der gode muligheder for at øge produktionen.

For det andet kan indenlandsk efterspørgsel komme ind via andre faktorer. Det svarer til, at kapacitetseffekterne virker direkte på eksportmængderne udenom konkurrenceevnen og efterspørgslen fra udlandet. Generelt må det gælde, at utraditionelle markeder bliver mere interessante for virksomhederne ved lav kapacitetsudnyttelse og beskeden afsætning på hjemmemarkedet. Kapacitetseffekter på mængderne kan fx opstå ved, at virksomhederne rationerer eksportmarkedet ved høj afsætning på hjemmemarkedet, eller at bestræbelserne på at opnå eksportordrer og –kontrakter varierer med kapacitetsudnyttelsen.

For det tredje kan de relative priser være positivt korreleret med indenlandsk efterspørgsel, hvilket i givet fald skulle afspejle kapacitetseffekter i virksomhedernes prisdannelse.

KAPACITETSEFFEKTER VIA PRISDANNELSEN

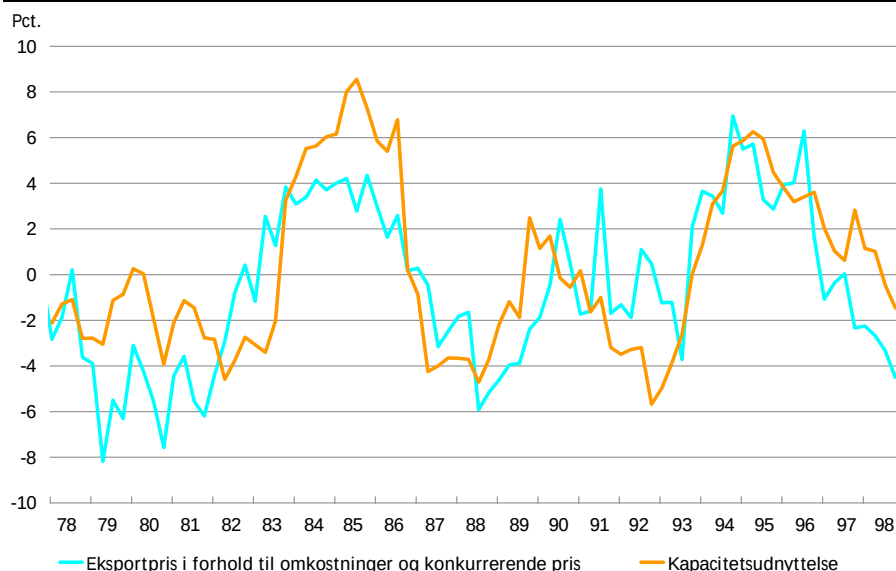
En oplagt kapacitetseffekt via priserne kommer fra arbejdsmarkedet. Et konjunkturopsving, som reducerer arbejdsløsheden, medfører typisk en permanent lønreaktion, som øger omkostningerne og forringer konkurrenceevnen. Mekanismen er velkendt og repræsenterer en betydelig kapacitetsfølsomhed i de makroøkonometriske modeller som Mona.

Hertil kan lægges en hurtigere virkende kapacitetseffekt direkte fra virksomhedernes prisdannelse. Virksomheder, der udbyder varer på eksportmarkedet, kan i nogen grad selv sætte deres priser, som dermed indeholder en selvvalgt mark-up på omkostningerne. Den valgte mark-up afhænger for det første af konkurrencesituationen. Hvis de konkurrerende priser er høje, og virksomhederne oplever stor afsætning, kan noget af konkurrencefordelen anvendes til at forhøje eksportprisen. Det svarer til, at virksomhederne sætter deres pris, så der opnås en optimal fordeling på pris og mængde.

Når virksomhedernes kapacitetspres stiger, og det er vanskeligt at øge leverancerne tilstrækkeligt, må de enten prioritere mellem ordrene, eller de kan i stedet udnytte en stor efterspørgsel til at øge avancen. Det er sandsynligvis mere besværligt og omkostningskrævende at eksportere end at levere til hjemmemarkedet, så eksportmarkedet kan blive det marginale marked for virksomhederne, hvor de er særligt tilbøjelige til at prise sig ud og ind ved henholdsvis høj og lav kapacitetsudnyttelse. Det svarer til, at et udtryk for kapacitetsudnyttelsen indgår i ligningen for eksportprisen.

RELATIV EKSPORTPRIS OG KAPACITETSUDNYTTELSE
VÆKST I FORHOLD TIL 3 ÅR FØR

Figur 13



Anm.: Eksportpris i forhold til et vejet gennemsnit af enhedslønomkostninger og konkurrerende priser med vægte på henholdsvis 60 og 40 pct. Kapacitetsudnyttelsen er konjunkturbarometrets netttotal for mangel på kapacitet, sæsonkorrigeret og omsat, så niveau og udsving for perioden 4. kvartal 1986 – 4. kvartal 1998 svarer til niveau og udsving i kapacitetsudnyttelsen i niveau fra konjunkturbarometret. For perioden 1975-1980 er serien forlænget med udviklingen i kapacitetsudnyttelsesvariablen i Mona.

Kilde: Danmarks Statistik, Monas databank og egne beregninger.

Det er givetvis mest oplagt at opfatte eksportmarkedet som det marginale marked for virksomheder, hvor en pæn del af produktionen går til hjemmemarkedet. Virksomheder, hvor den overvejende del af produktionen går til eksport, vil ikke have samme interesse for hjemmemarkedet. Omvendt kan eksportvirksomhederne nemt levere til en lang række markeder, hvor hjemmemarkedet hverken er det mest centrale eller det marginale marked. Det taler for, at kapacitetsudnyttelsen måske er et bedre mål for det samlede kapacitetspres som følge af konjunktoren end den indenlandske efterspørgsel.

Sammenhængen mellem mark-up og kapacitetsudnyttelse er illustreret i figur 13, som viser den danske eksportpris i forhold til et vejet gennemsnit af omkostninger og konkurrerende pris samt industriens kapacitetsudnyttelse fra konjunkturbarometret. Den klare positive korrelation antyder, at der ved siden af kapacitetseffekterne via lønomkostninger er en direkte effekt på virksomhedernes prissætning af høj kapacitetsudnyttelse.

Hvordan denne effekt er repræsenteret i Mona, og betydningen for eksporten og den samlede økonomi er illustreret i appendiks.

AFSLUTNING

Den faldende markedsandel, som har karakteriseret dansk eksport siden starten af 1980'erne, er en fælles trend for økonomier som den danske, og bevægelserne kan hovedsageligt tilskrives nogle betydelige sving i valutakurserne mellem hovedvalutaerne.

Overordnet har Danmarks eksportperformance været på linje med den tyske. Hertil kommer, at virksomhederne i Danmark sammenlignet med andre lande har været specielt gode til at udnytte den tyske genforening, og Danmark vandt i begyndelsen af 1990'erne betydelige markedsandele på det tyske marked. Desværre tyder meget på, at de danske markedsandele er på vej ned mod niveauet før genforeningen. Dermed kan eksportfremgangen til Tyskland i starten af 1990'erne og det efterfølgende tab af markedsandele medvirke til at forklare udsvingene i den danske betalingsbalance de senere år.

Eksporten i Danmark fremstår tydeligt kontracyklisk, og en del af bevægelserne i markedsandelen kan forklares af konjunkturudviklingen. Det skyldes dels, at den danske konjunkturudvikling i perioder har været ude af takt med konkurrenterne. Men mere vigtig er tilsyneladende kapacitetseffekter i eksportprisdannelsen. Konjunkturudviklingen presser lønomkostningerne via arbejdsmarkedet, og desuden tager virksomhederne en højere avance for at eksportere, når kapacitetsudnyttelsen er høj.

Hvis tesen om, at virksomhederne i gennemsnit selv har bidraget til tabet af markedsandele ved mere eller mindre bevidst at prise sig ud af markederne for at reservere ressourcer til de traditionelle kunder på hjemmemarkedet, er korrekt, betyder det omvendt, at virksomhederne også har mulighed for at prise sig tilbage på eksportmarkederne. En indenlandsk afdæmpning, som frigør kapacitet, kan derfor øge eksporten og forbedre betalingsbalancen uden store konsekvenser for beskæftigelsen.

Kapacitetseffekten i eksporten kan på den måde optræde som en automatisk stabilisator i økonomien, som generelt gør betalingsbalancen mere følsom og aktiviteten mindre følsom over for finanspolitik.

APPENDIKS

Illustration af kapacitetseffekter i Mona

Størrelsen og betydningen af kapacitetseffekterne i eksporten kendes ikke med sikkerhed, men mekanismen kan illustreres med udgangspunkt i Nationalbankens model Mona.

I Monas ligninger for eksportpris og –mængde indgår kapacitetsudnyttelsen ikke direkte, men kapacitetseffekten indgår implicit i form af en såkaldt *marginal-cost-pricing*, hvor de marginale enhedslønomkostninger bruges i eksportprisdannelsen i stedet for de gennemsnitlige. Inden for Mona er forskellen mellem de marginale og de gennemsnitlige omkostninger bestemt som forskellen mellem den marginale og gennemsnitlige produktivitet og dermed af den aktuelle afvigelse fra modellens produktionsfunktion. Afvigelsen fra produktionsfunktionen er et mål for modellens kapacitetsudnyttelse og er tæt korreleret med kapacitetsudnyttelsen fra konjunkturbarometret.

På grund af den tætte forbindelse mellem forskellen på de gennemsnitlige og marginale omkostninger og kapacitetsudnyttelsen, kan en marginal prisfastsættelse alternativt skrives som en prisfastsættelse relativt til de gennemsnitlige omkostninger plus en kapacitetseffekt baseret på kapacitetsudnyttelsen. Intuitivt er forskellen, at man ved opsplitning af de marginale omkostninger i en gennemsnitlig omkostning og en kapacitetseffekt får mulighed for at estimere selvstændige koefficienter til de to effekter. Derudover er det lettere at illustrere betydningen af kapacitetseffekten i en model, hvor kapacitetseffekten er direkte repræsenteret, og en sådan repræsentation vælges i det følgende, selv om princippet med marginal-cost-pricing vel umiddelbart fremstår som det mest elegante.

På lang sigt kan eksportprisen skrives som et vejet gennemsnit af de gennemsnitlige enhedslønomkostninger, importprisen og den konkurrerende pris, sådan at vægtene summer til 1¹. Hertil kommer et bidrag fra kapacitetsudnyttelsen med en koefficient på 0,45, så en stigning i kapacitetsudnyttelsen på én pct. leder til en stigning i ligevægtsprisen på knap 0,5 pct.

¹ En mulig årsag til den positive korrelation mellem mark-up og kapacitetsudnyttelse fra figur 13 kunne være, at kapacitetsudnyttelsen er proxy for importpriserne i prisligningen, og at importpriserne er positivt korreleret med kapacitetsudnyttelsen. En stor del af industriens afsætning eksporteres, så kapacitetsudnyttelsen vil naturligt være høj i perioder med stor vækst på verdensmarkedet. Det vil imidlertid naturligt presse råvarepriserne i vejret, og man vil kunne observere en positiv korrelation. Selv om man inddrager importen i omkostningsudtrykket, får man imidlertid stadig en signifikant sammenhæng mellem eksportpris og kapacitetsudnyttelse.

Restriktionen, at vægtene summer til én, sikrer, at en proportional stigning i prisen på alle input giver en tilsvarende stigning i eksportprisen.

$$\begin{aligned}
 \log(\text{Eksportpris}) &= 0,33 \cdot \log(\text{Enhedslønomkostning}) \\
 &+ 0,19 \cdot \log(\text{Importpris}) \\
 &+ 0,48 \cdot \log(\text{Konkurrerende pris}) \\
 &+ 0,45 \cdot \log(\text{Kapacitetsudnyttelse})
 \end{aligned}$$

På et givet tidspunkt afviger eksportprisen generelt fra langsigts ligevægten, og på kort sigt indgår ændringen i omkostningerne, den konkurrerende pris i danske kroner samt ændringen i kapacitetsudnyttelsen. Koefficienten til kapacitetsudnyttelsen på kort sigt er 0,26, så over halvdelen af den langsigtede effekt af en stigning i kapacitetsudnyttelsen slår igennem allerede første kvartal.

Markedsandelen bestemmes på lang sigt af priskonkurrenceevnen med en numerisk priselasticitet på godt 3, så en forværring af priskonkurrenceevnen på en pct. leder til et fald i markedsandelen på lang sigt på lidt over 3 pct. Derudover er der estimeret en effekt af genforeningen, som har løftet den danske markedsandel med ca. 10 pct. alt andet lige.

$$\begin{aligned}
 \log\left(\frac{\text{Eksport}}{\text{Udenlandsk efterspørgsel}}\right) &= -3,14 \cdot \log\left(\frac{\text{Eksportpris}}{\text{Konkurrerende pris}}\right) \\
 &+ 0,11 \cdot \text{Genforeningsdummy}
 \end{aligned}$$

På kort sigt indgår afvigelsen fra langsigts prisrelationen i den dynamiske mængdeligningen, hvor den repræsenterer en udbudseffekt af høj eksportpris. Endelig indgår på kort sigt laggede ændringer.

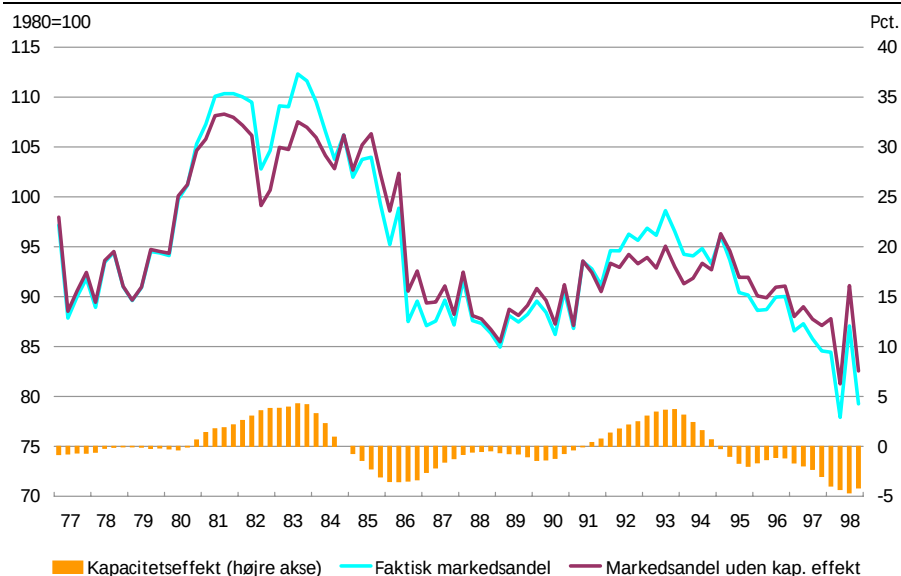
I eksportligningen kommer kapacitetseffekten direkte ind via udbudsleddet, dvs. fra afvigelsen fra langsigts prisrelationen. En højere kapacitetsudnyttelse vil øge den ønskede ligevægtsavance, og for given eksportpris (og avance på eksportmarkedet) vil det mindske virksomhedernes incitament til at eksportere¹. Ved siden af denne kapacitetseffekt via eksportprisen kan der ikke estimeres yderligere bidrag fra kapacitetsudnyttelsen.

Kapacitetsudnyttelsens samlede effekt på markedsandel og konkurrenceevne kan findes ved at foretage en historisk simulation af de dynamiske pris- og mængdeligninger. I grundforløbet antager alle variable deres historiske niveauer, og i et alternativt forløb sættes kapacitetsudnyttelsen konstant lig sit gennemsnit for perioden 1977-1998 svarende til at eliminere kapacitetseffekten. Figur 14 viser den faktiske markedsandel og en beregnet markedsandel forudsat uændret kapacitetsudnyttelse i hele perioden. Beregningerne indikerer, at den danske markedsandel aktuelt er presset ca. 3 pct. ned af en høj kapacitetsudnyttelse i

¹ Eksportens samlede følsomhed over for kapacitetsudnyttelsen er ca. en ud fra de to dynamiske ligninger, så en stigning i kapacitetsudnyttelsen på én pct. leder til et fald i markedsandelen på ca. én pct.

SAMLET KAPACITETSEFFEKT I MARKEDSANDELEN

Figur 14



Anm.: Faktisk markedssandel og beregnet markedssandel med konstant kapacitetsudnyttelse.

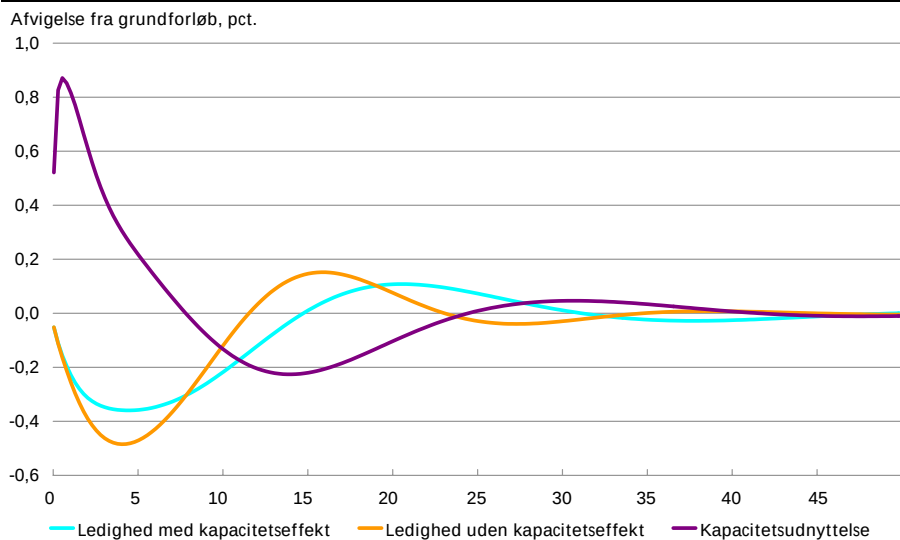
industrien. En indenlandsk afdæmpning, som normaliserer kapacitetsudnyttelsen og fjerner kapacitetseffekten, vil dermed kunne øge markedssandelen med ca. 3 pct.

En afdæmpning af den indenlandske økonomi vil flytte produktionsressourcer til eksportsektoren og vil dermed kunne forbedre betalingsbalancen uden store konsekvenser for arbejdsløsheden. Det svarer til, at kapacitetseffekten virker som en automatisk stabilisator i økonomien, der generelt vil gøre ledigheden mindre følsom for efterspørgselsstød og finanspolitik.

Den automatiske stabilisator kan illustreres med en multiplikatorberegning i Mona, hvor det dynamiske samspil mellem alle modellens ligninger tages i betragtning. Udgangspunktet er et steady-state vækstforløb over 50 år med en årlig real vækstrate på 2 pct. og en inflation på 3 pct. Hertil gives der et permanent eksogent stød til modellen, i form af en stigning i det offentlige varekøb på 1 pct. af BNP i alle år.

Modellens dominerende mekanisme på kort sigt er den keynesianske indkomstmultiplikator, som vil øge indkomst, forbrug og investeringer og føre til stigende beskæftigelse. Den faldende ledighed vil imidlertid over tid give højere lønpres, som vil forværre konkurrenceevnen og mindske eksporten. Denne mekanisme, modellens *crowding-out*, er den dominerende på længere sigt, og den vil fortsætte, indtil eksporten er faldet så meget, at ledigheden er tilbage på sit udgangsniveau.

VAREKØBS-MULTIPLIKATOR PÅ LEDIGHEDEN MED OG UDEN KAPACITETSEFFEKT Figur 15



Anm.: Effekt på ledighed i pct. af arbejdsstyrken af en permanent forøgelse af det offentlige varekøb på 1 pct. af BNP.

Som illustreret kan den centrale crowding-out mekanisme via løndannelsen suppleres af en hurtigere effekt via kapacitet og eksportpris. For at vise betydningen af kapacitetseffekten på økonomiens egenskaber, er multiplikatorberegningen foretaget både med og uden kapacitetseffekt i eksporten. Det svarer til at køre Mona med ligningerne ovenfor indsat, eller alternativt hvor kapacitetsudnyttelses-leddene i ligningerne er fjernet. Resultatet af multiplikatorberegningerne er vist i figur 15.

På lang sigt er der ingen effekt på ledigheden af det forøgede offentlige varekøb. Det skyldes, at crowding-out mekanismen via løndannelsen under alle omstændigheder fortsætter, indtil det øgede lønpres er forsvundet. På kort sigt falder ledigheden, men i den dynamiske tilpasning i modellen er ledigheden i en periode højere end i grundforløbet. Det forklares af en kraftig initial reaktion af lønnen, som midlertidigt sænker eksporten så meget, at ledigheden vokser over niveauet i grundforløbet.

Det fremgår, at kapacitetseffekten i eksporten stabiliserer finanspolitikens effekt på ledigheden. De første år presses eksportens markedsandele af kapacitetseffekten i eksportprisdannelsen, og den positive effekt på ledigheden mindskes. Efter nogle år skifter kapacitetsudnyttelsen til at være lavere end i grundforløbet, hvilket får eksportørerne til at prise sig tilbage til eksportmarkederne, hvorved den positive effekt på ledigheden øges. På lang sigt er kapacitetsudnyttelsen tilbage på sit udgangsniveau, og der er ingen kapacitetseffekt i modellen.

Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Realkreditrådets årsmøde den 22. april 1999

Ved Realkreditrådets møde for et år siden stod vi lige foran de endelige beslutninger om de 11 EU-landes overgang til den fælles valuta, euroen. Beslutningen blev truffet i begyndelsen af maj, og selv om den formelle ikrafttræden først skete 1. januar i år, var Den Økonomiske og Monetære Union en realitet allerede efter Topmødet i maj 1998.

Danmark har fastholdt den hidtidige valutakurspolitik med at stabilisere den danske krone i forhold til de europæiske kernevalutaer, i praksis D-marken.

Efter euroens indførelse har Danmark valgt at deltage i den nye valutakursmekanisme ERMII med en centralkurs på 7,46038 kroner pr. euro. Denne centralkurs er fastsat ved at omregne den hidtidige centralkurs for danske kroner i forhold til D-mark. Fastkurspolitikken indebærer, at pengepolitikken i Danmark bruges til at stabilisere valutakursen. I 1998 medførte denne politik, at vi både i foråret og igen i september under den internationale finansielle uro måtte hæve de korte renter for at gøre det dyrere at spekulere mod kronen.

Siden efteråret har kronen haft en underliggende tendens til styrkelse, som har medført en indstrømning af valuta. Nationalbanken har gradvis kunnet reducere rentespændet i forhold til eurorenterne, samtidig med at vi har fulgt Den Europæiske Centralbanks (ECB's) rentenedsættelser i december og april.

Den internationale finansielle krise sidste efterår berørte os også på anden vis end gennem valutakrisen. LTCM-krisen afslørede, at hedgefonds bl.a. havde spekuleret ved at købe store beholdninger af danske realkreditobligationer finansieret ved lån i danske kroner mod sikkerhed i obligationerne. I den internationale finanspresse, der fyldigt behandlede LTCM-krisen, blev danske realkreditobligationer nævnt sammen med bl.a. russiske obligationer som såkaldte "eksotiske værdipapirer". Det er bestemt ikke nogen betegnelse, vi bryder os om, men brugen af den understreger selvfølgelig, at de danske realkreditobligationer er sådan indrettet, at det kræver særlig ekspertise at forstå dem.

Krisen medførte en betydelig udvidelse af rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer, idet der var frygt for et omfattende tilbagesalg af realkreditobligationer. Der kom således fokus på realkreditobli-

gationernes likviditet. Retfærdigvis skal det dog siges, at i den meget urolige periode på obligationsmarkederne i efteråret viste stort set alle obligationer sig at være mindre likvide end investorerne var vant til og havde forventet. Der var endda eksempler i enkelte lande på, at obligationsmarkedet helt måtte lukke i flere timer. Markederne havde simpelthen svært ved at håndtere de meget store omlægninger, som investorerne ønskede i en situation, hvor usikkerheden var øget så markant.

I 1998 var der netto et stort salg af realkreditobligationer til udlandet, omkring 25 mia.kr. Men udvidelsen af rentespændet har alligevel været med til igen at starte debatten om, hvorvidt de danske realkreditobligationer har en så speciel struktur, at den hindrer de internationale investorer i at vise obligationerne den interesse, deres gode kreditværdighed egentlig burde tilsige. Der er eksempler på, at udenlandske investorer afstår fra at erhverve danske realkreditobligationer, fordi deres styringsmodeller ikke kan håndtere konverterbare annuitetsobligationer.

Det har ofte været drøftet, hvad man kan gøre for at tilpasse obligationerne til de internationale investorers ønsker. Et skridt er allerede taget med beslutningen om at ændre markedskonventionerne ved handel med obligationer, bl.a. ved at ændre udtrækningsmetoderne og ved at afskaffe ex-kupon perioden. Et mere fundamentalt spørgsmål er, om man burde søge at få færre og større obligationsserier og kombinere de konverterbare annuitetsobligationer med stående inkonverterbare lån, der er mere kendt internationalt.

Det har ført til ønsker i realkreditsektoren om lempelse af balanceprincippet, så udbetalingerne til obligationsejerne ikke i samme grad skal matche låntagernes indbetalinger til instituttet. Nationalbanken finder, at det vil være rimeligt med en vis opblødning, hvis man sikrer, at der stilles tilstrækkelige likviditets- og solvenskrav. Problemet er, hvordan man skal håndtere det optionselement, som konverteringsretten indebærer. I det nuværende system er det investorerne, der bærer risikoen for at få obligationerne indfriet i tilfælde af rentefald. Men hvis man vil udstede obligationer som inkonverterbare stående lån, og ikke samtidig fjerner låntagernes adgang til konvertering, hvem skal så bære den risiko? Det vil i alt fald ikke være nogen god ide, at realkreditinstitutterne skal påtage sig den.

I en situation, hvor både låntagere og realkreditinstitutter dyrker konverteringer som sjældent før, må man heller ikke glemme, at konverteringerne jo også har en pris. For låntagerne betyder det, at renten bliver højere end den ville være uden konverteringsadgangen. Obligationsejerne får ganske vist den højere rente, men konverteringsmuligheden giver dem en usikkerhed med hensyn til det fremtidige afkast. Og ikke bare de udenlandske obligationskøbere er opmærksomme på pro-

blemet. Danske livsforsikrings- og pensionsopsparingsinstitutter ønsker at placere med lang tidshorisont til fast rente. Men på grund af de senere års omfattende konverteringer har de oplevet, at deres faktiske afkast blev lavere end forventet.

Inden for de nærmeste måneder gennemfører Nationalbanken en række ændringer i de pengepolitiske instrumenter. Det indebærer, at Nationalbankens udlån ikke længere vil ske som repoforretninger med statsobligationer. I stedet ydes 14-dages lån mod sikkerhed i deponerede værdipapirer, hvor både statsobligationer og realkreditobligationer kan indgå.

Årsagen til denne udvidelse af sikkerhedsgrundlaget er ikke mangel på statsobligationer til sikkerhedsstilling, men et ønske fra Nationalbankens side om at sidestille statsobligationer og realkreditobligationer som belåningsgrundlag. Vi har i internationale sammenhænge længe fremført det synspunkt, at obligationer, der som de danske realkreditobligationer opfylder kravene til at være særligt sikre værdipapirer, bør kunne benyttes som sikkerhedsstilling over for centralbanker. Disse krav fremgår af EU-direktivet om investeringsforeninger (UCITS-direktivet). Så det er egentlig ret naturligt, at vi selv ændrer vores praksis på dette område.

Ved samme lejlighed – men i øvrigt uden sammenhæng med udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget – udvides også kredsen af pengepolitiske modparter, så den foruden pengeinstitutter også omfatter realkreditinstitutter. Også her er der tale om en international tilpasning.

Nationalbanken ser frem til, at realkreditinstitutterne ikke bare vil benytte denne adgang til at tilgodese egne likviditetsbehov, men at institutterne aktivt vil bidrage til at gøre pengemarkedet bredere og endnu mere velfungerende.

Fra 1. januar indførtes euroen, og det skete under en vældig medieopmærksomhed – ikke bare i de deltagende lande, men over hele verden.

Starten blev præget af det, der snart blev døbt "europhoria" – eller eurofori, som det blev til på dansk. Som ved enhver anden overgearet eufori varede det selvfølgelig ikke ret længe, før det blev fristende at gå i den anden grøft. Næste fase kan måske kaldes "euro-bashing", hvor alting kritiseres.

Valutakursen mellem euro og dollar har i sin knap 4 måneder lange levetid fået stor opmærksomhed, og den stærke dollar har givet mange overskrifter om "all time low" kurs på euro i forhold til dollar. Hvis man ser lidt mere nøgternt og langsigtet på det, er det klart, at der vil komme udsving i kursforholdet mellem dollar og euro, ganske som der siden 70'erne har været meget betydelige udsving i D-mark – dollar kursen.

Euroens succes som en stærk valuta skal lige så lidt som D-markens måles ved dollarkursen. Det afgørende er, at man opnår prisstabilitet i euroområdet.

Den kurs, euroen nu har i forhold til dollar svarer i øvrigt til det kursniveau, der var gældende mellem D-mark og dollar det meste af 1998 – bortset fra den sidste del af året, hvor euroforien allerede så småt begyndte at sætte ind. De internationale konjunkturodsigter er i begyndelsen af 1999 afgørende ændret, så der nu forventes en stærkere vækst i USA, end det var tilfældet så sent som i OECD's december-prognose. Omvendt er konjunkturodsigterne for Europa nu svagere, end de var i efteråret. Det giver meget naturligt en tendens til styrkelse af dollar i forhold til andre valutaer – herunder euro.

Centralbankerne i de kommende eurolande foretog i december en koordineret rentenedsættelse, der indebar, at euroen startede med en officiel kort rentesats på 3,0 procent. Kort efter nytår startede en strøm af udtalelser fra kommentatorer og politikere om behovet for yderligere rentesænkninger.

ECB's styrelsesråd skal i henhold til traktaten træffe sine rentebeslutninger under hensyntagen til sikring af prisstabilitet og uafhængigt af politiske ønsker. ECB foretager løbende en vurdering af en række indikatorer for den økonomiske udvikling og besluttede for to uger siden at sænke den toneangivende rente med yderligere $\frac{1}{2}$ procent til $2\frac{1}{2}$ procent. Begrundelsen var, at der for øjeblikket ikke er nogen risiko for inflationært pres, og at det derfor var muligt gennem en rentesækning at bidrage til at styrke den økonomiske vækst i Europa.

Man må nok regne med, at der til stadighed vil være en voldsom fokusering på disse rentebeslutninger. Og der vil fremkomme mange gode råd til den uafhængige centralbank. Lidt paradoksalt kunne man måske sige, at det formentlig havde været lettere for ECB at få lov til at træffe sine beslutninger i fred, hvis den var startet i en periode med behov for renteforhøjelser. I en sådan situation er de politiske ønsker om åbent at blande sig i beslutningen traditionelt mere begrænsede.

Endelig er ECB fra mange sider blevet anklaget for manglende åbenhed. ECB giver imidlertid mange oplysninger, herunder udførlige begrundelser for sine beslutninger. ECB er klart mere åben, end Bundesbank plejede at være, da det reelt var den, der bestemte Europas pengepolitik.

Federal Reserve i USA har en lang tradition for at offentliggøre referater fra møderne i den komite, der træffer rentebeslutninger.

Det er dog især den informationsstrategi, Bank of England valgte for godt 1 år siden, og som Sveriges Riksbank netop er startet på i år, der af ECB's kritikere fremhæves som eksempler til efterfølgelse. Riksbanken

offentliggør således både hovedkonklusionerne og evt. afvigende meninger. Bank of England er gået endnu længere, idet de enkelte medlemmers holdninger føres til protokol. For begge disse centralbanker gælder, at de - efter at deres tidligere penge- og valutapolitik var brudt sammen - valgte en særlig pengepolitisk styring. De træffer rentebeslutninger på grundlag af en eksplicit prognose for inflationen 2 år fremme i tiden, og de har derfor et behov for meget nøje at kunne forklare præmisserne og usikkerheden, når renten fastlægges. Det gør det lettere at forstå beslutningen, og det vil gøre det lettere i fremtiden at begrundede, hvorfor udviklingen måske blev anderledes end forudset på beslutningstidspunktet.

ECB's beslutningsgrundlag er væsentlig anderledes, idet man har valgt en tostrengt strategi. Dels lægger man vægt på pengemængdens udvikling, en strategi, som Bundesbank har haft gode erfaringer med. Dels indgår en række andre forhold i vurderingen af den fremtidige inflationsudvikling.

Indførelsen af den fælles valuta må i sig selv ventes at påvirke den pengepolitiske transmission, og med det begrænsede erfaringsgrundlag er det svært for ECB på nuværende tidspunkt at danne sig et entydigt billede af prisdannelsen i euroområdet.

Endelig lægger ECB – efter min mening med rette – vægt på, at beslutningerne træffes af et kollegium, der skal tage hensyn til udviklingen i hele euroområdet, og som ikke optræder som individuelle repræsentanter for de enkelte medlemslande.

For lande, der som Danmark har et fastkursregime, ligesom de nuværende eurolande – bortset fra Tyskland – havde indtil de indførte den fælles valuta, er beslutningsgrundlaget langt mere gennemskueligt. Valutakursen er jo ikke et resultat af en prognose, men en faktisk konstaterbar størrelse.

Når man derfor sammenligner adfærden i forskellige centralbanker og diskuterer deres informationspolitik, kan man ikke bare opstille nogle mekaniske regler baseret på den politik, der føres i nogle enkelte lande.

I Danmark dukker spørgsmålet om en folkeafstemning om dansk tilslutning til euroen stadig oftere op i medierne og i politiske udtalelser. Kommentarerne drejer sig især om, hvornår en folkeafstemning kan afholdes samt om det sandsynlige resultat. Men man må passe på ikke at overse, at efter en evt. folkeafstemning, der resulterer i et ja, vil der forestå en ganske lang forberedelsestid, før Danmark kan blive fuldt medlem.

De lande, der deltager i første runde, startede forberedelserne allerede i 1996 eller endnu før. De blev medlemmer 1. januar i år, og de indfø-

rer først sedler og mønter i 2002. Selv om Danmark næppe vil behøve så lang tid, er det Nationalbankens vurdering, at der vil være behov for op til 3 år fra et ja, til vi vil kunne indføre sedler og mønter.

Medlemsskab med euro som kontopenge (altså den situation de 11 eurolande har haft siden 1. januar) vil kræve, at den finansielle sektor og Nationalbanken er omstillet til at kunne håndtere euro og deltage i den fælles pengepolitik. Forberedelserne hertil skønnes at ville tage omkring et år. Fremstillingen af sedler og mønter samt ikke mindst omstillingen i erhvervslivet – herunder detailhandelen – og i hele den offentlige sektor vil formentlig kræve mere tid. Det er den foreløbige vurdering, at det vil kræve yderligere op til 2 år efter medlemsskabet, inden man i givet fald vil være klar til helt at gå over til euroen.

Et sådant tidsmæssigt scenarie svarer nogenlunde til den engelske "Change-over Plan", som er udarbejdet af et udvalg under det britiske finansministerium og offentliggjort i vinter.

Til slut vil jeg gerne på Nationalbankens vegne takke Realkreditrådet og dets medlemmer for et godt og konstruktivt samarbejde i det forløbne år.

Pressemeddelelse

DEN 9. APRIL 1999 OM RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra den 9. april 1999 nedsættes diskontoen med $\frac{1}{2}$ pct. til $2\frac{3}{4}$ pct. Foliorenten nedsættes ligeledes med $\frac{1}{2}$ pct. til $2\frac{3}{4}$ pct. Renten på genkøbsforretninger og indskudsbeviser nedsættes med 0,50 pct. til 2,90 pct.

Rentenedsættelsen har baggrund i den sænkning af renterne, som Den Europæiske Centralbank, ECB, har gennemført.

Henvendelse bedes rettet til Bjarne Skafte på tlf. 33 63 60 21.

Tabelafsnit

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

Kilde- og signaturforklaring

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

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

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 19. maj 1999.

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.

RENTER OG AKTIEKURSIDEKSE

Tabel 1

Gældende ultimo år/fra	Nationalbankens rentesatser			Penge- markeds- rente, 3 mǎne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks (total)
	Diskonto	Genkǔbs- forret- ninger og ind- skuds- beviser			10-ǎrig stat	30-ǎrig realkredit	
	Procent p.a.		Ultimo	Procent p.a.		1.1.83 =100	
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
1998	3,50	3,95	1998.....	4,05	4,24	6,34	639
1999 7. jan ...	3,50	3,75	1998 apr	3,91	5,29	6,56	727
4. feb ...	3,25	3,50	nov	4,26	4,39	6,36	611
1. mar ..	3,25	3,40	dec	4,05	4,24	6,34	639
9. apr ...	2,75	2,90	1999 jan	3,49	4,05	6,31	638
	┆	┆	feb	3,50	4,42	6,41	609
			mar	3,21	4,37	6,32	599
19. maj ..	2,75	2,90	apr	2,94	4,25	6,23	638

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Indskuds- beviser	Indlån (folie)	Lån (genkøbs- forret- ninger)	Netto- stilling i alt
Ultimo	Mia. kr.						
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
1998	101,4	41,0	37,1	34,2	12,4	29,6	17,0
1998 apr	119,1	39,0	47,5	41,7	15,8	31,8	25,7
nov	101,9	39,4	48,0	34,5	8,2	35,4	7,3
dec	100,5	41,0	34,0	34,2	12,4	29,6	17,0
1999 jan	115,8	39,1	39,4	44,7	2,1	21,8	25,0
feb	127,0	38,8	59,0	40,3	3,3	26,2	17,3
mar	141,8	39,6	67,5	49,2	3,5	26,1	26,7
apr	142,8	40,2	68,3	49,6	3,4	27,5	25,5

FORSKELLIGE FAKTORERS PÅVIRKNING AF PENGEINSTITUTTERNES
NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN

Tabel 3

	Statsfinanserne			National- bankens netto- valuta- køb	National- bankens netto- obliga- tionskøb	Andre faktorer	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Inden- landsk brutto- finansie- rings- behov	Salg af inden- landske stats- papirer	Likvi- ditets- påvirk- ning				Ændring	Ultimo
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
1998	64,1	68,0	-3,8	-28,7	3,2	-4,0	-33,2	17,0
1998 apr	9,9	9,8	0,1	-16,0	-0,5	-2,1	-18,5	25,7
nov	-1,3	1,9	-3,2	11,2	0,7	-2,5	6,2	7,3
dec	14,2	1,9	12,3	0,3	-1,1	-1,8	9,8	17,0
1999 jan	11,2	16,1	-4,9	13,8	0,3	-1,3	8,0	25,0
feb	-15,8	3,3	-19,2	10,8	0,7	0,0	-7,7	17,3
mar	5,1	13,1	-8,0	14,3	0,9	2,1	9,4	26,7
apr	9,4	10,3	-1,0	1,1	-0,9	-0,4	-1,2	25,5

UDVALGTE POSTER FRA DE FINANSIELLE INSTITUTIONERS BALANCE
SAMT PENGEMÆNGDEN

Tabel 4

Ultimo	Realkreditinstitutter		Pengeinstitutter						Penge- mæng- den
	Indenlandske udlån		Indenlandske udlån		Indenlandske indlån		Behold- ning af inden- landske obliga- tioner		
	I alt	Heraf ejer- boliger og fritids- huse	I alt	Heraf privat- personer	I alt	Heraf privat- personer			
								Mia.kr.	
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	
1998	968,7	539,3	373,4	141,3	573,0	195,1	199,3	476,4	
1998 apr	926,4	504,2	338,1	133,1	586,7	201,0	189,1	494,9	
nov	967,5	538,0	370,4	137,9	573,5	202,8	193,9	483,9	
dec	968,7	539,3	375,0	142,4	572,4	194,8	196,0	476,2	
1999 jan	983,6	546,7	368,8	139,1	600,4	201,4	186,4	503,6	
feb	992,4	552,5	377,6	140,2	589,2	205,0	194,3	493,5	
mar	995,2	556,3	388,2	144,7	577,7	198,7	207,0	483,6	
apr	1002,8	559,9	...	...	...	...	...	...	
Ændring i forhold til året før, pct.									
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	
1998	7,8	10,1	13,7	8,7	2,8	4,9	11,8	2,9	
1998 apr	8,6	11,6	10,6	11,4	6,0	9,6	10,6	6,2	
nov	7,5	10,2	13,6	9,9	4,3	4,8	18,9	4,1	
dec	7,8	10,1	13,6	8,6	2,9	5,0	12,1	2,9	
1999 jan	7,4	9,8	14,3	7,7	3,4	3,8	3,9	3,6	
feb	7,0	9,5	14,1	9,3	3,8	4,4	2,4	4,3	
mar	7,2	9,6	14,8	7,7	4,7	4,6	0,4	5,4	
apr	7,4	9,3	...	...	...	...	...	...	

PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN

Tabel 5

	Fra pengeinstitutter i Danmark				Fra danskejede pengeinstitutter i udlandet			
	Til danske residerter		Til udlændinge		Til danske residerter		Til udlændinge	
	I kroner	I uden-landsk valuta	I kroner	I uden-landsk valuta	I kroner	I uden-landsk valuta	I kroner	I uden-landsk valuta
	Mia.kr.							
Ultimo								
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
1998	346,5	26,9	26,6	46,8	52,5	43,9	3,1	148,6
1998 mar	320,1	19,6	86,2	51,7	46,8	39,4	3,5	150,0
okt	333,7	26,2	49,1	45,3	49,6	40,0	3,0	151,4
nov	344,4	26,0	37,1	42,4	48,9	40,9	2,8	152,6
dec	348,2	26,8	26,8	46,8	52,5	43,9	3,1	148,9
1999 jan	340,4	28,4	39,0	48,0	52,3	41,8	4,0	154,1
feb	348,4	29,2	40,1	48,3	51,2	42,4	3,5	161,7
mar	357,5	30,6	43,6	53,6	52,8	43,1	3,8	172,1
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
1998	11,4	54,1	-56,8	-6,2	13,1	15,0	-8,1	12,9
1998 mar	6,3	26,7	75,2	26,6	12,7	18,9	-15,8	39,8
okt	12,1	60,3	-26,8	-5,8	10,2	13,6	-24,3	21,1
nov	11,4	53,7	-34,1	-18,6	9,8	17,7	-17,4	19,9
dec	11,3	54,4	-56,6	-6,2	13,1	15,0	-8,1	12,9
1999 jan	11,8	57,1	-34,8	2,3	16,2	13,9	26,9	19,2
feb	11,4	59,9	-38,3	-10,0	11,5	9,7	17,0	15,1
mar	12,3	55,6	-49,3	3,5	12,9	9,6	10,1	15,0

BETALINGER FRA OG TIL UDLANDET (NETTOBETALINGER FRA UDLANDET)

Tabel 6

	Løbende betalin- ger	Kapital- over- førsler	Kapitalimport				Fejl og ude- ladelser	Forøgelse af valuta- reserven
			I alt	Heraf:				
				Direkte investeringer		Danske krone- obligati- oner		
				Uden- landske i Danmark	Danske i udlandet			
Mia.kr.								
1994	...	...	...	...	...	...	...	...
1995	6,5	-0,5	1,6	21,5	-16,6	37,8	5,8	13,4
1996	13,2	0,2	14,2	2,7	-14,4	30,8	-6,8	20,8
1997	10,1	0,7	53,9	18,5	-27,8	44,8	-21,7	43,0
1998	-6,4	0,2	-20,1	44,4	-25,7	1,9	-2,8	-29,2
apr 97 - mar 98 .	9,9	0,3	36,8	40,6	-30,2	59,8	-3,4	43,7
apr 98 - mar 99 .	-5,7	0,7	1,6	28,3	-25,7	25,9	4,7	1,4
1998 mar.....	-1,5	-0,8	-12,2	2,0	-2,3	2,2	11,2	-3,3
okt	-1,1	0,2	7,1	3,5	-1,0	-14,8	-4,9	1,3
nov	-5,0	0,0	12,5	3,4	-3,5	-10,0	-3,1	4,3
dec	-3,2	-0,1	3,6	4,2	-4,2	14,4	-1,7	-1,4
1999 jan	3,8	0,6	7,7	1,7	-1,8	18,3	2,3	14,3
feb	0,1	0,0	3,5	3,6	-0,9	12,9	7,6	11,2
mar	-0,9	-0,1	11,0	4,1	-3,4	3,1	4,8	14,9

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 7

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
Mia.kr.								
1994	965,7	493,8	250,3	168,4	1,6	914,1	342,6	291,0
1995	1.008,8	515,9	259,2	189,2	2,0	966,4	357,2	314,8
1996	1.065,0	538,0	273,7	201,4	1,7	1.014,7	373,7	323,4
1997	1.117,8	569,9	283,2	225,8	3,1	1.081,9	405,3	369,3
1998	1.166,6	600,1	297,7	242,6	6,1	1.146,5	402,2	382,0
1997 4. kvt	288,1	150,8	71,0	60,8	-4,7	277,9	107,9	97,7
1998 1. kvt	287,4	144,1	72,7	59,5	8,2	284,4	101,1	98,1
2. kvt	288,1	151,1	74,7	60,0	0,0	285,8	95,9	93,6
3. kvt	290,6	147,1	74,9	60,3	-1,3	281,0	104,7	95,2
4. kvt	300,6	157,8	75,5	62,8	-0,8	295,3	100,4	95,1
Realvækst i forhold til året før, pct.								
1994	5,8	7,1	2,9	7,4	...	7,2	8,2	13,2
1995	3,0	3,3	2,2	12,3	...	4,9	4,4	9,9
1996	3,3	2,7	3,2	4,9	...	3,3	3,7	3,7
1997	3,1	3,6	1,1	10,6	...	4,5	5,5	9,8
1998	2,9	3,5	2,6	6,1	...	4,8	0,1	4,7
1997 4. kvt	3,3	4,1	0,9	7,2	...	4,5	7,7	11,5
1998 1. kvt	4,2	3,6	2,7	14,4	...	6,1	8,3	13,8
2. kvt	1,3	2,4	2,0	3,0	...	3,9	-5,5	0,9
3. kvt	3,7	4,6	2,0	6,2	...	4,1	3,4	4,5
4. kvt	2,7	3,4	3,5	1,7	...	4,9	-4,9	0,4
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
1997 4. kvt	0,8	2,4	0,0	0,8	...	0,3	2,2	2,2
1998 1. kvt	1,2	0,3	1,4	6,8	...	2,9	-1,1	1,4
2. kvt	-0,6	1,3	0,2	-4,5	...	0,0	-5,8	-2,5
3. kvt	2,2	0,6	0,5	2,6	...	0,8	8,5	3,0
4. kvt	-0,1	1,0	1,2	-1,9	...	1,3	-6,1	-1,3

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTOINDTÆGTER) 1992-96

Tabel 8a

	Varer (fob)	Rejser	Øvrige tjenester	EU	Renter, udbytter m.m.	Ensidige overførs- ler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.						
1992	41,9	0,4	21,5	1,9	- 34,0	- 7,2	24,5
1993	49,2	- 0,6	16,1	3,8	- 30,4	- 7,8	30,4
1994	45,6	- 1,9	10,9	1,6	- 30,7	- 8,5	17,0
1995	36,6	- 3,4	12,2	2,1	- 27,0	- 9,6	10,8
1996	43,7	- 4,2	14,2	0,6	- 26,8	- 9,8	17,7

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTOINDTÆGTER) 1997-99

Tabel 8b

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
1997	35,5	2,2	37,7	-22,6	-9,0	6,1
1998	22,7	-4,3	18,4	-24,6	-10,1	-16,3
mar 97 - feb 98	33,5	1,2	34,7	-23,6	-10,8	0,4
mar 98 - feb 99	23,7	-3,4	20,4	-23,2	-9,2	-12,0
1998 feb	1,7	-0,4	1,3	-0,7	-0,5	0,0
sep	2,2	0,0	2,2	0,2	-1,7	0,8
okt	1,9	-0,4	1,5	-2,6	-1,1	-2,2
nov	2,6	-0,7	1,9	-7,6	-0,9	-6,6
dec	3,2	-1,8	1,4	-2,5	-2,1	-3,2
1999 jan	1,1	-0,3	0,8	-0,1	2,4	3,1
feb	2,7	-0,3	2,4	-0,1	-1,0	1,2

Anm.: Fra og med 1997 er betalingsbalanceopgørelsen tilpasset Den Internationale Valutafonds 5. betalingsbalanceannual og er dermed ikke umiddelbart sammenlignelig med opgørelsen forud herfor.

PRISER OG VALUTAKURSER

Tabel 9

	Forbruger- prisindeks	Netto- prisindeks	Engrospris- indeks	Kroner per 100 EUR	Kroner per 100 USD	Effektiv kronekurs	Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser
	Ændring i forhold til året før, pct.			Gennemsnit		1980=100	
1994	2,0	1,6	1,4	...	635,23	99,9	102,5
1995	2,1	2,0	2,9	...	560,53	103,9	106,4
1996	2,1	2,0	1,1	...	579,59	102,9	105,7
1997	2,2	2,2	1,9	...	660,86	100,0	103,0
1998	1,9	1,5	-0,6	...	669,70	101,3	104,6
1998 apr	2,2	1,9	0,5	...	691,66	99,7	102,7
nov	1,7	1,2	-2,2	...	638,96	102,6	106,5
dec	1,7	1,2	-2,2	...	634,75	102,7	106,5
1999 jan	1,7	1,1	-1,6	744,12	640,77	101,9	105,5
feb	2,0	1,5	-1,6	743,52	663,45	101,2	105,5
mar	2,3	1,8	-1,7	743,25	682,52	100,8	105,2
apr	...	...	...	743,29	694,10	100,3	...

	Arbejdsløshed		Mængdeindeks for omsætningen inden for		Påbe- gyndt byggeri 1.000m ²	Nyregi- streringer af person- biler Antal stk.	For- bruger- tillids- indikator Nettotal
	1.000 personer	Pct. Af arbejds- styrken	Råstof- udvinding og frem- stillings- virksom- hed	Detail- handel			
			1995=100	1990=100			
1994	343,4	12,3	96	107,2	5.065	138.973	7
1995	288,4	10,4	100	108,0	5.858	135.245	8
1996	245,6	8,9	102	109,6	7.351	142.175	5
1997	220,2	8,0	107	111,8	8.266	152.832	9
1998	182,7	6,6	109	114,3	8.600	162.627	2
Sæsonkorrigeret							
1998 apr	189,9	6,8	102	115,7	726	13.135	9
nov	168,5	6,1	110	115,6	631	14.217	-4
dec	167,4	6,0	106	116,0	637	14.660	-9
1999 jan	166,6	6,0	109	115,3	608	12.594	-6
feb	166,1	6,0	109	116,5	...	12.560	-7
mar	163,2	5,9	111	...	...	12.583	-3
apr	...	...	...	...	...	10.763	-3

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 11

	Beskæftigelse		Lønindeks i fremstillingsvirksomhed	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Sammensat konjunkturindikator for		Ejendomspriser (enfamiliehuse)
	I alt	Privat			Industri	Bygge- og anlægsvirksomhed	
							1.000 personer
	1994	2.521	1.751	94,1	99,1	11	10
1995	2.555	1.784	97,6	103,4	6	10	...
1996	2.588	1.802	101,4	102,5	-8	7	99,2
1997	2.643	1.843	105,2	100,5	6	7	110,5
1998	2.701	1.890	109,8	103,5	0	-2	120,4
Sæsonkorrigeret							
1998 2.kvt	2.694	1.884	109,4	102,6	2	11	120,3
3.kvt	2.709	1.897	110,6	104,5	4	-4	122,1
4.kvt	2.721	1.908	111,5	105,6	-11	-8	123,5
1999 1.kvt	...	...	...	...	-20	-10	...
2.kvt	...	...	...	...	-18	-7	...
Vækst i forhold til året før, pct.							
1994	-0,4	-0,5	...	-0,4	...	...	...
1995	1,3	1,9	3,8	4,4	...	...	...
1996	1,3	1,0	3,8	-0,9	...	...	...
1997	2,1	2,3	3,8	-1,9	...	...	11,4
1998	2,2	2,6	4,4	3,0	...	...	8,9
1998 2.kvt	2,2	2,5	4,4	1,5	...	...	9,7
3.kvt	2,3	2,8	4,6	5,3	...	...	8,9
4.kvt	2,0	2,5	4,6	4,6	...	...	8,9
1999 1.kvt	...	...	...	...	...	...	...
2.kvt	...	...	...	...	...	...	...

Nationalbankens statistiske publikationer

Nyt

Publikationsserien bringer de seneste statistiske oplysninger om udviklingen på de danske finansielle markeder. Al førstegangsudgivelse af finansiell statistik fra Nationalbanken sker i Nyt, og statistikken udsendes umiddelbart efter udarbejdelse. Alle tabeltekster er oversat til engelsk.

Månedsoversigten

Månedsoversigten omfatter samme emneområder som Nyt publikationerne, men bringer så vidt muligt længere tidsserier. Desuden er oplysningerne i flere tilfælde mere detaljerede. Publikationen udsendes den sidste bankdag hver måned. Tabeller samt metodebeskrivelser er oversat til engelsk.

Særlige opgørelser

Publikationsserien indeholder statistikker, der ikke udkommer med faste mellemrum, fx detaljerede opgørelser af udlandsgælden og direkte investeringer.

Internet

Alle Nyt publikationer, Månedsoversigten og Særlige opgørelser er frit tilgængelige på Nationalbankens hjemmeside: www.nationalbanken.dk. Desuden findes en udgivelseskalendar for Nyt, der dækker løbende måned plus følgende kvartal.

Pris

Et årsabonnement for Nyt koster 750 kr. Der kan kun tegnes abonnement for hele serien. Prisen for et årsabonnement for Månedsoversigten er 260 kr. Priserne svarer til forsendelsesomkostningerne mv. Særlige opgørelser udsendes gratis til abonnenter af Nyt og Månedsoversigten.

Tilmelding

Abonnement kan tegnes ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, tlf. 33 63 70 00 , fax 33 63 71 03 eller på E-mail info@nationalbanken.dk

Danmarks Nationalbank Havnegade 5 1093 København K

Telefon 33 63 63 63 Fax 33 63 71 25

www.nationalbanken.dk E-mail: info@nationalbanken.dk