



Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 4. kvartal

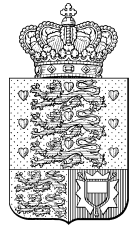


99

4

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 4. kvartal

1999

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Kvartaloversigten 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

Kvartaloversigt – 1. kvartal 2000 planlægges offentliggjort 29. februar 2000.

Ind hold

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Praktiske aspekter af euroens indførelse	19
Louise Mogensen, Internationalt Kontor	
En række praktiske forhold ved euroens indførelse i de 11 eurolande beskrives, herunder omveksling af kontopenge mellem euro og national valuta, af kontanter mellem to nationale valutaer og efter introduktionen af kontanter i euro i 2002 omveksling af kontanter til euro.	
Ny balancestatistik for monetære finansielle institutioner	31
Kjeld Ole Nielsen og Anders Mølgaard Pedersen, Statistisk Afdeling	
Baggrunden for og planlægningsarbejdet med en ny balancestatistik for penge- og realkreditinstitutter mfl. beskrives. Den kommende MFI-balancestatistik er opstillet efter internationale retningslinjer, så sammenligninger med andre europæiske lande bliver langt lettere.	
Måling af finanspolitikken	47
Niels Lynggård Hansen, Statistisk Afdeling, og Dan Knudsen, Økonomisk Afdeling	
Der beregnes en strukturel budgetsaldo med udgangspunkt i valutakurspolitikens krav til lønstigningerne. Bestemt på denne måde er den strukturelle saldo nu meget tæt på ligevægt og i en del år har afvigelserne herfra været forholdsvis beskedne.	
Ejerforhold i den finansielle sektor	63
Jens Verner Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Samspillet mellem virksomhedernes ejerkreds, egenkapital og den daglige ledelse har tiltrukket sig betydelig interesse. Der ses på de særlige forhold i den finansielle sektor. Der kan ikke gives entydige anbefalinger, men fokus på bedste praksis er vigtig.	
Pressemeddelelse	83
Tabelafsnit	

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Oversigten vedrører perioden fra september til medio november 1999

INTERNATIONAL BAGGRUND

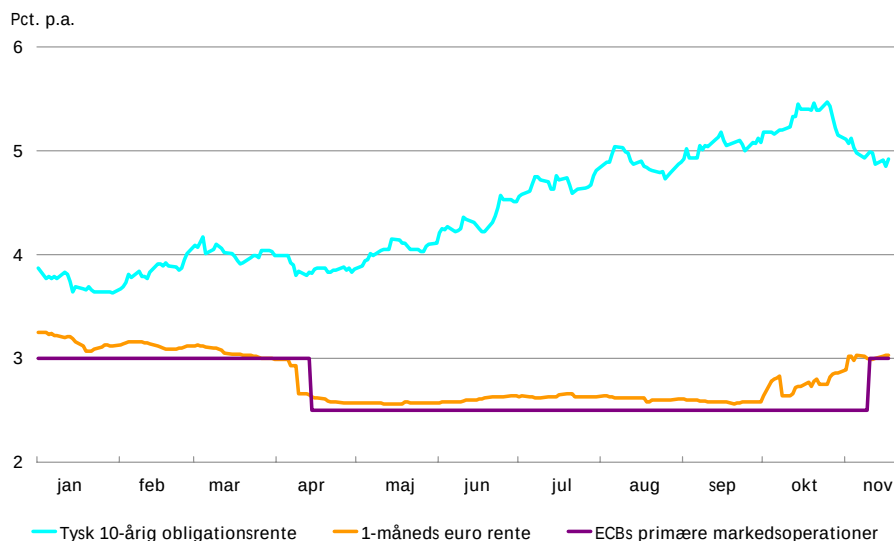
I euroområdet er der tegn på et økonomisk opsving. Den økonomiske vækst har i de seneste år været høj i lande som Irland, Finland, Holland, Spanien og Portugal, men mere beskeden i de store lande Frankrig, Italien og Tyskland. De seneste konjunkturindikatorer peger imidlertid – med lidt varierende styrke – på, at opsvinget har bredt sig til disse lande. I Tyskland og Frankrig har industriproduktionen og indikatorerne for virksomhedernes vurdering af fremtiden haft en stigende tendens i det seneste halve år. Arbejdsløsheden er dog fortsat høj i begge lande, og væksten i privatforbruget er beskeden. Forbrugerpriserne i euroområdet var i oktober 1,4 pct. højere end samme måned året før, og inflationen er således fortsat lav. Prisfald på de nyligt liberaliserede el- og telekommunikationsmarkeder bidrager til at dæmpe inflationstakten. Inflationen forventes dog at stige i de kommende måneder som følge af kraftige olieprisstigninger i 1999, men forblive under de 2 pct., som anses for foreneligt med stabile priser.

Lempelige monetære forhold, især siden april 1999, har hjulpet opsvinget på vej. Den stigende kurs på dollar og japanske yen over for euro i 1. halvår 1999 har stimuleret eksportsektoren, og det lave niveau for de korte renter har understøttet kreditudvidelsen i euroområdet. Pengemængden M3 var i september 6,1 pct. over sidste års niveau og dermed højere end ECBs referenceværdi på 4½ pct. Med henvisning til rigelig likviditet og den forbedrede konjunktursituation besluttede ECBs styrelsesråd den 4. november at hæve de officielle rentesatser med 0,5 pct. Derved redresserede man den rentesænkning, der blev foretaget i april i år. Med virkning fra den 10. november er renten på de primære markedsoperationer dermed 3 pct.

På de finansielle markeder havde man taget forskud på renteforhøjelsen. Siden april var obligationsrenterne i euroområdet steget ca. 1,5 pct. Udsigten til højere officielle renter vendte den stigende tendens i obligationsrenterne, og faldet fortsatte efter beslutningen blev kendt, jf. figur 1. En nærliggende forklaring på, at en højere kort rente kan med-

OBLIGATIONS- OG PENGEMARKEDSRENTE I EUROOMRÅDET, 1999

Figur 1



Anm.: Sidste observation er 16. november.

føre et fald i obligationsrenterne, er, at inflationsforventningerne blev dæmpet af rentestigningen. Forløbet i 1-månedens renten illustrerer, at renteforhøjelsens størrelse og tidspunkt var forventet. Renterne på pengemarkedsforretninger med udløb efter årsskiftet indeholder en rentepremie, som udtrykker en høj pris for at handle likviditet ved årsskiftet, jf. afsnittet om pengemarkedet ved årsskiftet.

På trods af forbedrede konjunkturudsigter i Europa er kursen på dollar steget over for euro i efteråret. Kursudviklingen domineres af, at USA har et højere renteniveau og fortsat høj økonomiske vækst.

USA har haft en usædvanlig lang periode med høj vækst i privatforbruget, lav arbejdsløshed og lav inflationstakt. Den årlige stigningstakt i forbrugerpriserne har dog i det seneste halve år haft en stigende tendens og var i oktober 2,6 pct. Den højere stigningstakt skyldes primært olieprisstigningen. Frygt for stigende inflation samt debatten om, hvorvidt aktiemarkedet i USA er overvurderet, fik aktiekurserne til at falde fra det rekordhøje niveau i slutningen af august. Aktieindekset Dow Jones faldt ca. 10 pct. fra slutningen af august til midten af oktober. Nøgletal i oktober og november indikerede imidlertid, at den stærke økonomiske vækst var intakt og endnu uden væsentligt inflationspres. Det fik faldet i aktiekurserne til at vende.

Kraftige stigninger i aktiekurser og ejendomspriser i de seneste år har bidraget betydeligt til den høje vækst i efterspørgsel og produktion i USA. Kapitalgevinster på aktier og boliger har været den primære årsag

til, at opsparingskvoten i de seneste år er faldet markant. Der er en betydelig bekymring for konsekvenserne for den økonomiske aktivitet, hvis aktiekurserne falder markant.

Arbejdsløsheden faldt til 4,1 pct. i oktober – det laveste niveau i 30 år. Virksomhedernes problemer med at finde yderligere arbejdskraft kan på sigt blive en trussel mod den lave inflation. Med henvisning til det stramme arbejdsmarked hævede den amerikanske centralbank den ledende pengepolitiske rentesats, fed funds target rate, med 25 basispoint til 5,5 pct. den 16. november.

Den amerikanske dollar er svækket over for den japanske yen siden sommeren, dels på baggrund af en forbedret konjunktursituation i Japan, dels som følge af USAs stigende betalingsbalanceunderskud, som nu er over 3 pct. af BNP.

Den japanske centralbank har fortsat inter文neret i valutamarkedet i efteråret i et forsøg på at dæmpe kursstigningen på japanske yen. Centralbanken søger at beskytte eksportsektoren, som er i moderat fremgang og bidrager til økonomiens spinkle opsving. Desuden søger centralbanken at hjælpe opsvinget på vej ved at tilføre banksystemet rigelig likviditet via obligationskøb. Ved et møde i oktober besluttede centralbanken at udvide operationerne til at omfatte køb af kortfristede statsgældsbeviser ved udstedelsen – et træk, der er et meget radikalt forsøg på at udvide likviditeten og dæmpe yenstyrkelsen. Til trods for den massive likviditetsudvidelse fra centralbanken er de private bankers udlån faldet kraftigt i 1999, primært som følge af en ekstrem lav villighed til at påtage sig kreditrisiko.

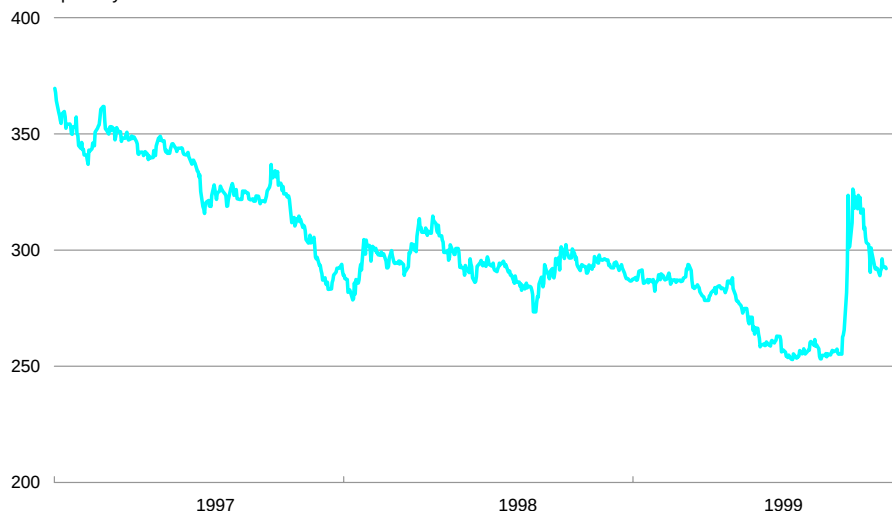
I England ser opsvinget robust ud. Opsvinget er tydeligst i privatforbruget – i oktober var detailsalget 4,7 pct. højere end samme måned året før. Industriproduktionen og eksporten vokser noget trægere tynget af en høj kurs på engelske pund. Den engelske servicesektor giver et betydeligt vækstbidrag. Arbejdsløsheden var i oktober 4,2 pct., det laveste i næsten 20 år, og gennemsnitslønnen steg i september 4,7 pct. i forhold til året før. Den stigende økonomiske aktivitet har øget risikoen for, at regeringens inflationsmålsætning overskrides. På den baggrund hævede Bank of England den officielle rente med 25 basispoint den 8. september og igen den 4. november. Udlånsrenten er dermed 5,5 pct. Ved renteforhøjelserne henviste centralbanken bl.a. til kraftige stigninger i ejendomspriserne.

Den svenske økonomi er i en stærk udvikling med høj vækst, faldende arbejdsløshed og lav inflation. Lønøkonomierne accelererer dog og kan blive en trussel mod en stabil økonomisk udvikling. For at forebygge et inflationspres hævede Sveriges Riksbank den 12. november reporen ten med 35 basispoint til 3,25 pct. I bankens vurdering indgår, at en sti-

MARKEDSPRISEN PÅ GULD

Figur 2

Dollar pr. troy ounce



Anm.: Sidste observation er 16. november.

gende kurs på svenske kroner vil modvirke inflationspresset. I Norge er privatforbruget stagneret i 1999, og flere år med høj økonomisk vækst er afløst af et moderat konjunkturtilbageslag. Som reaktion sænkede Norges Bank med virkning fra den 23. september de officielle renter med en halv pct. for femte gang i år. Foliorenten er dermed 5,5 pct., og renten på udlån er 7,5 pct.

Grækenland, det andet medlem af valutasamarbejdet ERM2 udover Danmark, er på det seneste kommet nærmere opfyldelse af Maastricht-traktatens kriterier for deltagelse i ØMUens tredje fase. Det offentlige budgetunderskud er reduceret betydeligt, og den årlige stigningstakt i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks er faldet støt fra ca. 5 pct. i midten af 1998 til 1,9 pct. i oktober i år. Den 20. oktober sænkede centralbanken de officielle renter med 50 basispoint, og renten på indskud er dermed 11,5 pct. og lombardrenten 13 pct. Den græske regering har annonceret, at landet i marts 2000 vil indgive en officiel ansøgning om medlemskab af ØMUen.

Centralbankers salg af guld fra deres valutareserver har været med til at trykke prisen på guld i de senere år¹. For at dæmpe usikkerheden på guldmarkedet annoncerede 15 europæiske centralbanker den 26. september i år en fem års aftale om salg af guld fra valutareserverne. Annonceringen havde umiddelbart en kraftig effekt på guldprisen, som steg ca.

¹ Udviklingen på guldmarkedet er beskrevet i Ulrik Bie og Astrid Henneberg Pedersen, Guldets rolle i det monetære system, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

25 pct. på to uger, jf. figur 2. Aftalen indebærer, at centralbankerne indenfor de næste fem år ikke sælger guld udover de salg, der allerede er besluttede. De salg af guld, der allerede er besluttede, vil indgå i et koordineret program, hvorfra der maksimalt sælges ca. 400 tons guld om året og maksimalt 2.000 tons i hele perioden. Desuden vil centralbankerne bag aftalen ikke udvide deres udlån af guld i den 5-årige periode.

Regeringen i Ecuador besluttede i slutningen af september i år at stoppe rentebetalingerne på en kategori af sine såkaldte Brady obligationer. Det er lån, der er omdannet til omsættelige værdipapirer i en tidligere situation med betalingsproblemer. Kategorien af Brady obligationer indeholder obligationer for i alt ca. 1,4 mia. dollar med sikkerhed i amerikanske statsobligationer for ca. 25 pct. af værdien. Ecuador er det første land, der stopper betalingerne på sine Brady obligationer, og skal forhandle om fornyet gældsreduktion med obligationsejerne. De internationale finansielle markeders vurdering af skridtet har været hård – værdien af Ecuadors valuta er faldet mere end 30 pct. over for amerikanske dollar siden midten af september.

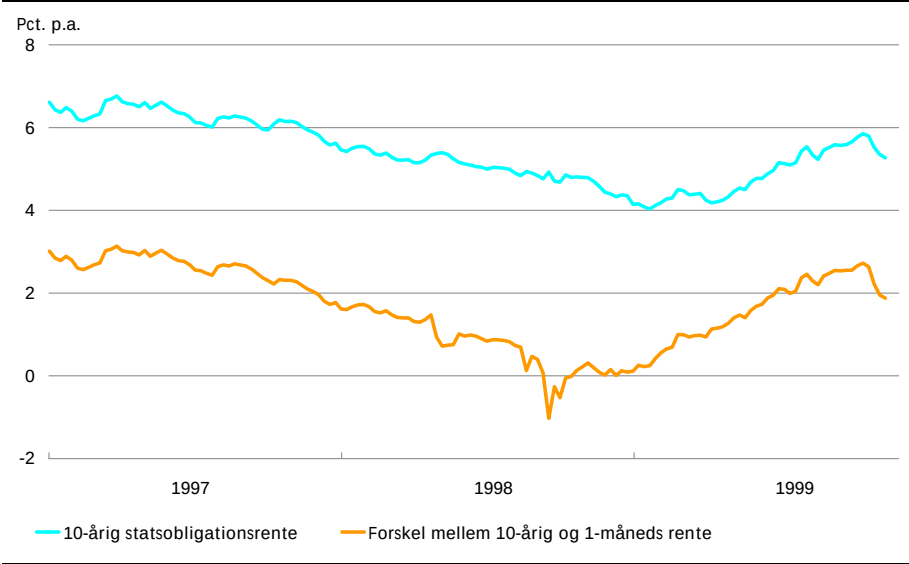
RENTE- OG VALUTAKURSUDVIKLING I DANMARK

På baggrund af ECBs renteforhøjelse hævede Nationalbanken diskontoen og foliorenten med 25 basispoint til 3 pct. med virkning fra den 5. november. Samtidig blev udlånsrenten og renten på indskudsbeviser forhøjet med 45 basispoint til 3,3 pct.

I forventning om en officiel renteforhøjelse var 1-månedes pengemarkedsrenten i Danmark, ligesom i euroområdet, steget i slutningen af oktober. Stigningen i den danske pengemarkedsrente var dog en anelse mindre end i euroområdet. Den stigende tendens i de lange obligationsrenter i Danmark blev bremset i takt med, at udsigten til en renteforhøjelse fra ECB førte til faldende obligationsrenter i euroområdet, jf. figur 3. Herved vendte den kraftige stigning i rentekurvens hældning, målt ved forskellen mellem den 10-årige obligationsrente og 1-månedes pengemarkedsrenten. I starten af året var den 10-årige obligationsrente og 1-månedes renten næsten ens, mens forskellen var ca. 2 pct. i midten af november.

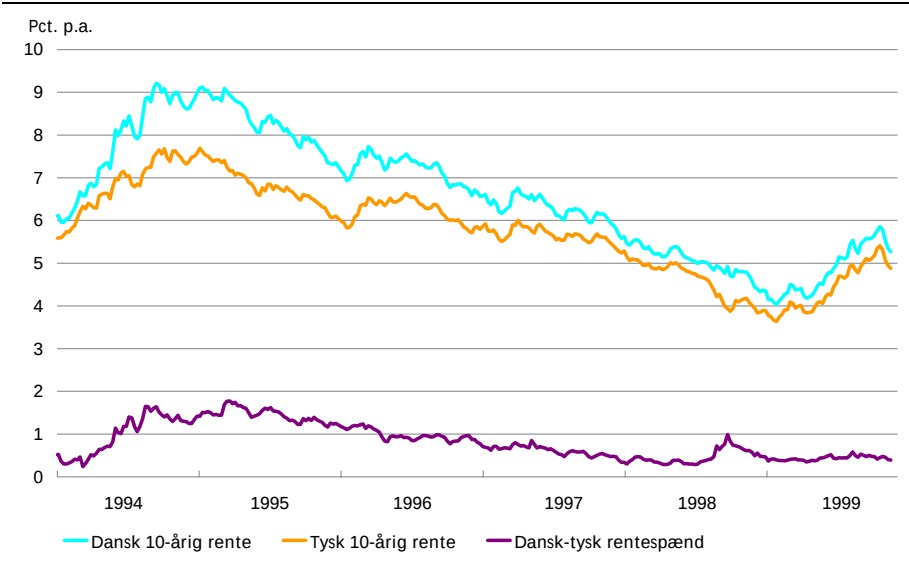
I Tyskland har stigningen i obligationsrenterne fra april til oktober i år været af næsten samme størrelse som stigningen i 1994, jf. figur 4. For Danmark var rentestigningen i 1994 særlig kraftig – rentespændet til Tyskland blev udvidet med mere end 1 pct. Under rentestigningen i år har rentespændet derimod været bemærkelsesværdigt stabilt omkring 0,5 pct. I efteråret er rentespændet indsnævret en anelse og var i midten af november ca. 0,4 pct.

RENTEN PÅ EN 10-ÅRIG STATSOBLIGATION OG RENTEKURVENS HÆLDNING Figur 3



Anm.: Ugegennemsnit. Sidste observation er uge 46.

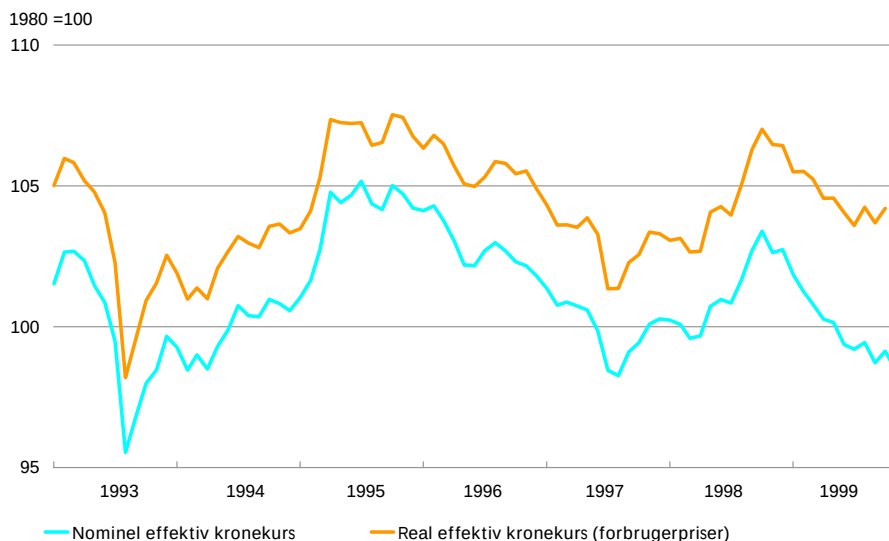
DANSK OG TYSK 10-ÅRIG OBLIGATIONSRENTE OG RENTESPÆND Figur 4



Anm.: Ugegennemsnit. Sidste observation er uge 46.

NOMINEL OG REAL EFFEKTIV KRONEKURS

Figur 5



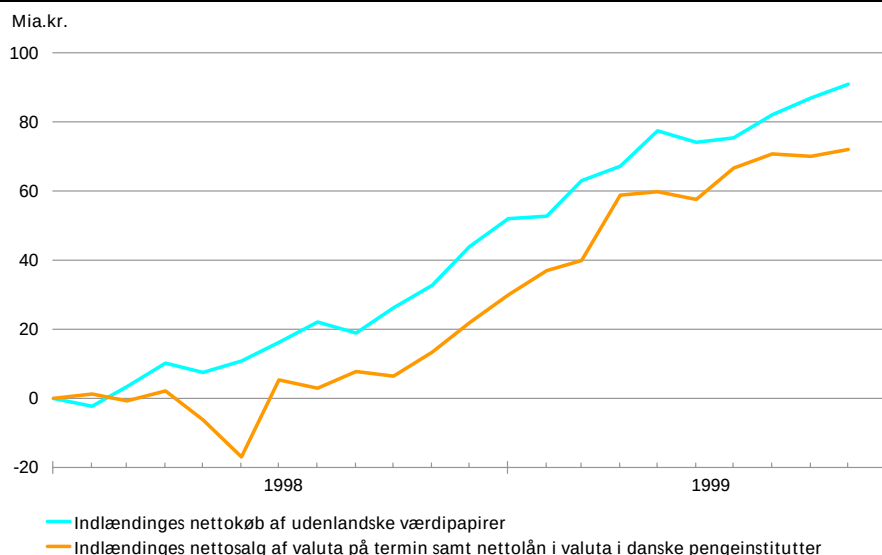
Anm.: Månedsgennemsnit. Sidste observation er november for det nominelle indeks og oktober for det reale.

Kronen har ligget meget stabilt over for euro på et niveau lidt stærkere end ERM2-aftalens centralkurs. Som følge af, at euro har været svækket i efteråret, faldt den nominelle effektive kronekurs til sit laveste niveau siden 1997, jf. figur 5. Den reale effektive valutakurs er ikke faldet tilsvarende, fordi stigningstakten i forbrugerpriserne i en periode har været højere i Danmark end hos vores samhandelspartnere.

Afviklingen af valutarestriktioner i 1970'erne og starten af 1980'erne samt den teknologiske udvikling har medført en stor stigning i kapitalbevægelserne på tværs af landegrænser. Danske virksomheder og husholdninger har også deltaget i denne integration af de internationale finansielle markeder. Siden midten af 1990'erne er indlændinges engagement i udenlandske værdipapirer steget markant, og fra starten af 1998 til udgangen af september 1999 har indlændinge netto købt udenlandske værdipapirer for knap 90 mia.kr., jf. figur 6¹. Ca. 50 mia.kr. heraf er virksomheders og husholdningers nettokøb af udenlandske aktier. Indlændinge kan afdække valutakursrisikoen på beholdningen af udenlandske værdipapirer i valutaterminsmarkedet eller gennem lån i fremmed valuta. Disse finansielle positioner er steget næsten parallelt med beholdningen af udenlandske værdipapirer siden midten af 1998. Hvis valutakursrisikoen på indlændinges beholdning af udenlandske værdipapirer afdækkes, er gennemslaget på kronemarkedet begrænset.

¹ Udviklingen i indlændinges beholdning af udenlandske værdipapirer frem til 1997 er beskrevet i Lill Thanning Hansen, Valutaindlændinges beholdning af udenlandske obligationer og aktier, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1998.

VALUTAINDLÆNDINGES AKKUMULEREDE NETTOKØB AF UDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER SAMT AFDÆKNING AF VALUTAKURSRISIKO SIDEN JANUAR 1998 Figur 6



Anm.: Sidste observation er september 1999.

Udlændinges position i kroner har været stabil i de seneste måneder. Deres beholdning af kroneobligationer har kun ændret sig ganske lidt, og afdækningen af kronekursrisikoen i valutaterminsmarkedet og gennem lån i kroner har ændret sig tilsvarende.

Den stigende tendens i markedsrenterne i 1999 er slået igennem på det danske realkreditmarked og har stoppet de seneste års massive konverteringer til lån med en lav kuponrente. Førtidsindfrielse af realkreditobligationer til oktoberterminen 1999 og januarterminen 2000 var de laveste siden 1995. Efterspørgslen efter realkreditlån i euro er fortsat beskeden, men den større forskel mellem korte og lange renter har fået et stigende antal boligejere til at optage rentetilpasningslån, hvor renten ikke ligger fast i lånets løbetid. Ved udgangen af oktober udgjorde rentetilpasningslån kun ca. 5 pct. af de samlede udestående realkreditlån, men andelen er stigende. Rentetilpasningslån har i september og oktober udgjort en stor andel af de nyudstedte realkreditlån.

Nationalbankens pengepolitiske instrumenter blev ændret på en række områder med virkning fra den 21. juni 1999, jf. omtalen i Kvartalsoversigten 2. kvartal 1999. Der var primært tale om tekniske ændringer, der ikke påvirkede de overordnede rammer for udøvelsen af pengepolitikken. Der blev bl.a. indført individuelle rammer for hvert enkelt penge- og realkreditinstituts indskud på folio. Summen af disse rammer er 19,930 mia.kr. Ved overskridelse af den samlede ramme konverteres indskud udover den individuelle ramme for det enkelte penge- og real-

kreditinstitut til indskudsbeviser. Den samlede ramme har ikke været overskredet, men i et par tilfælde har den samlede foliosaldo været tæt på rammen.

PENGEMARKEDET VED ÅRSSKIFTET

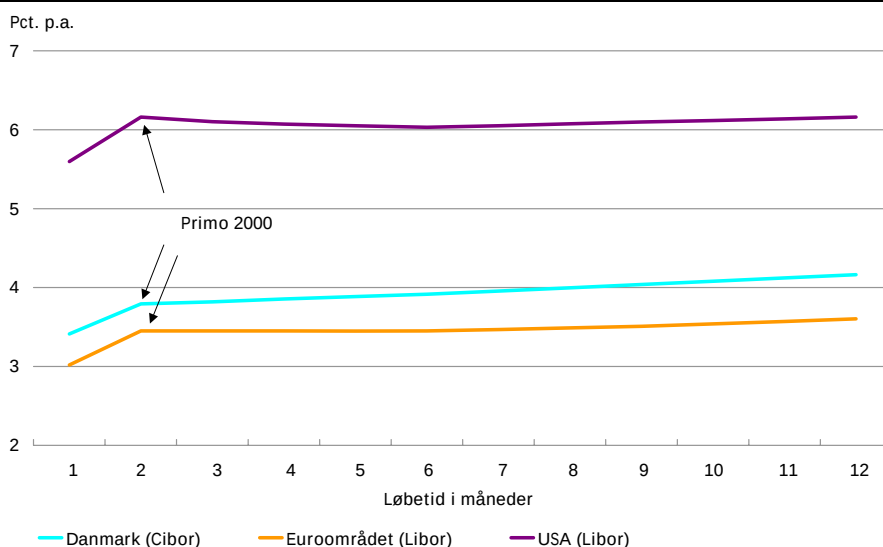
Renterne på pengemarkedsforretninger med udløb efter årsskiftet er noget højere end renterne på forretninger med udløb inden, jf. figur 7. Forskellen afspejler primært en høj pris for at handle likviditet i pengemarkedet ved årsskiftet. En rentepremie i forbindelse med pengemarkedsforretninger omkring årsskifter er normal. Transaktionsomfanget er lavt, fordi regnskaberne på det tidspunkt er ved at blive gjort op, og positioner, der kan påvirke resultatet, søges undgået. Præmien ved dette årsskifte er dog mere markant end i de foregående år.

De fleste centralbanker har taget forholdsregler for at kunne imødekomme en ekstra likviditetsefterspørgsel ved årsskiftet, hvis den skulle opstå. Desuden har man taget højde for potentielle IT-problemer. Det er Finanstilsynets og Nationalbankens opfattelse, at der ikke vil opstå generelle problemer i den finansielle sektor på grund af årtusindskiftet, idet systemerne er gennemtestede. Desuden har de enkelte institutter undersøgt deres interne systemer for år 2000 problemer.

Nationalbanken åbner for både køb og salg af indskudsbeviser den 30. december 1999 og 3. januar 2000, hvorved en eventuel ekstraordinær

RENTEKURVEN PÅ PENGEMARKEDET I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA
DEN 17. NOVEMBER 1999

Figur 7



Anm.: Cibor satserne ved 7 til 11 måneder er beregnet ved lineær interpolation.

efterspørgsel efter likviditet smidigt kan tilfredsstilles. Det indebærer, at indskudsbeviser i de dage er fuldt ud likvide. Nationalbankens udlån til den finansielle sektor mod pant i værdipapirer vurderes at kunne fungere normalt, idet sikkerhedsgrundlaget er rigeligt. Nationalbankens likvidetsprognose, der normalt dækker de kommende to måneder, har siden september været udvidet til at dække frem til og med januar 2000.

Den europæiske centralbank, ECB, har annonceret, at der hverken vil forfalde eller blive indgået primære markedsoperationer i den første uge af 2000. Den primære markedsoperation den 21. december vil ekstraordinært have tre ugers løbetid mod normalt kun to uger. For at undgå forfald af to serier på samme dag, den 12. januar 2000, vil også årets sidste markedsoperation den 30. december have en løbetid på tre uger. Ved de langfristede genkøbsforretninger med løbetid på tre måneder indgået i 4. kvartal 1999 er tildelingen forhøjet til 25 mia.euro mod normalt 15 mia.euro.

De fleste centralbanker har sørget for at have ekstra store lagre af pengesedler for at kunne imødekomme en eventuel ekstra efterspørgsel efter kontanter op til årsskiftet. Nationalbanken har valgt at følge denne internationale tendens og har derfor i nogen tid undladt at destruere de pengesedler, der blev tilbageleveret. Hermed er Nationalbankens lager af sedler øget betydeligt.

Dette skridt må anses for et ekstraordinært sikkerhedsnet, idet det som allerede nævnt er Finanstilsynets og Nationalbankens opfattelse, at årsskiftet ikke vil give væsentlige problemer i den finansielle sektor. Skulle der mod forventning alligevel opstå problemer, findes der et omfattende net af back-up- og nødprocedurer til sikring af, at der ikke kan ske tab af data. Der vil derfor ikke være nogen grund til at hamstre kontanter op til årsskiftet – det vil alene øge risikoen for tyveri og røveri.

INDENLANDSK AKTIVITET OG BETALINGSBALANCE

Efter fem år med høj økonomisk vækst er økonomien i 1999 skiftet til et lavere gear. BNP steg beskedent i 2. kvartal 1999 og var 1,5 pct. højere end året før i henhold til det seneste nationalregnskab. Nettoeksporten gav et pænt vækstbidrag, mens den indenlandske efterspørgsel var afdæmpet. Privatforbruget var i 2. kvartal 1 pct. lavere end i samme kvartal året før.

Aktivitetsindikatorerne for 3. kvartal tyder på, at væksten har været moderat. Privatforbruget skønnes at være rettet lidt op, og eksportsektoren var i fortsat bedring som følge af en forbedret konjunktursituation i udlandet. I de seneste år med høj efterspørgsel på hjemmemarkedet og høj kapacitetsudnyttelse har eksportsektoren tabt markedsandele i

udlandet. Med det lavere pres fra hjemmemarkedet synes denne udvikling at vende.

Kreditudvidelsen er fortsat på et højt niveau, men viser tegn på afdæmpning. Pengeinstitutters udlån til indlændinge var i oktober ca. 12 pct. højere end året før, mens realkreditinstitutters udlån var ca. 7 pct. højere end året før. Blandt pengeinstitutternes udlån har især væksten i lån til private været aftagende – den årlige stigningstakt var i oktober ca. 4 pct. mod 10 pct. ved årets start.

Omsætningen på boligmarkedet steg i 3. kvartal, og kontantpriserne fortsatte de seneste års markante stigninger i henhold til en opgørelse fra Realkreditrådet. Der har dog været store geografiske forskelle i prisudviklingen i 3. kvartal, hvor provinskommuner generelt har haft små prisstigninger og hovedstadsregionen store. De kraftigt stigende kontantpriser i de seneste år har haft et stort gennemslag på privatforbruget gennem formuestigningen. Bl.a. som følge af stigningen i boligformuen er husholdningernes forbrugskvote steget betydeligt siden 1995. I 1999 har forbrugskvoten været på samme høje niveau som under opsvinget i midten af 1980'erne. Pinsepakkens reduktion af værdien af rentefradraget samt rentestigningen i 1999 vil formentlig dæmpe stigningerne i kontantpriserne og bidrage til en afdæmpet udvikling i privatforbruget. Værdien af rentefradraget reduceres yderligere i 2000.

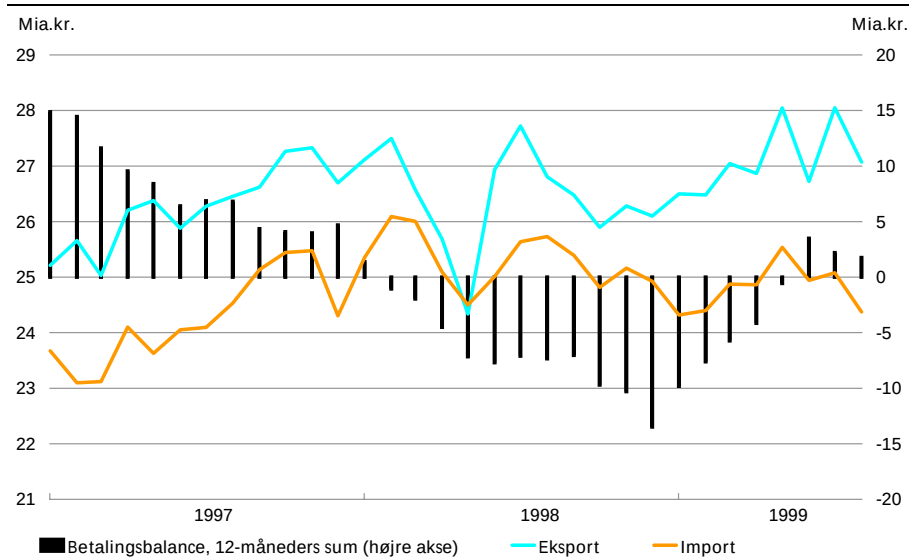
Foreløbige tal for betalingsbalancens løbende poster viser et overskud på 1,8 mia.kr. i en 12-måneders periode til august i år mod et underskud på 7,3 mia.kr. i samme periode året før, jf. figur 8. Enkelte særlige faktorer har bidraget til at forbedre betalingsbalancen i 1. halvår 1999. Halvåret ser bl.a. særligt positivt ud på baggrund af de negative tal i foråret 1998 forårsaget af konflikten på arbejdsmarkedet. Desuden har rentebetaling og andre overførsler til udlandet forbedret 1. halvår 1999, men de er formentligt påvirket af tidsmæssige forskydninger, som vil forværre den resterende del af året.

Forbedringen af betalingsbalancen skyldes desuden fremgang på handelsbalancen gennem det seneste år. I en 12-måneders periode frem til august 1999 var overskuddet på handelsbalancen ca. 24 mia.kr. Eksportudsigterne er lysere på baggrund af den forbedrede konjunktursituation i euroområdet, og det stagnerende privatforbrug dæmper væksten i importen fra de tidligere års store stigninger.

Efter betydelige afvigelser i 1998 mellem betalingsbalancens løbende poster i henhold til Danmarks Statistiks opgørelse og de løbende nettobetaling over for udlandet i Nationalbankens betalingsstatistik, har de to opgørelser nærmet sig hinanden i 1999. Nettobetalingerne i Nationalbankens betalingsstatistik indikerer en lille forbedring af betalingsbalancen i 1999. Summen af nettobetalingerne i en 12-måneders perio-

EKSPORT, IMPORT OG BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 8



Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: Sæsonkorrigeret import og eksport af varer ekskl. skibe og fly. Sidste observation er august 1999.

de var dog fortsat negativ i perioden frem til september 1999 og viste et underskud på ca. 1 mia.kr.

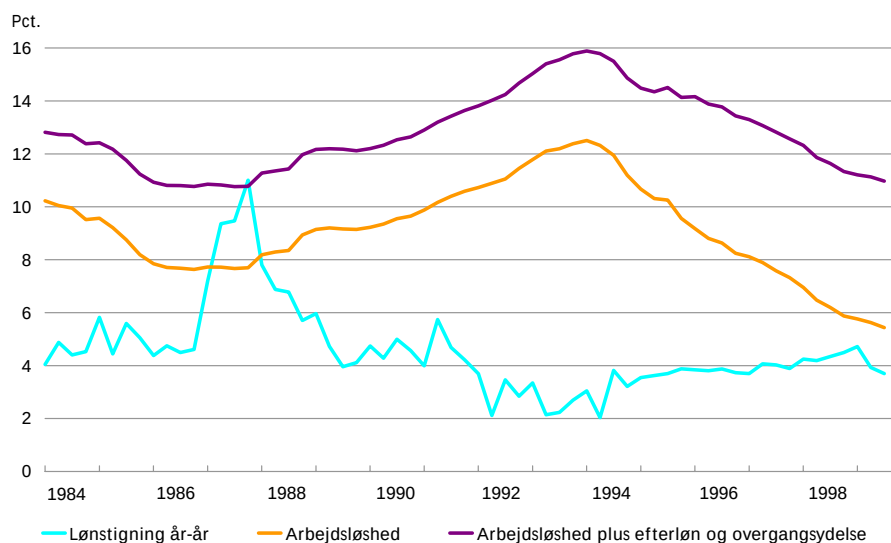
Den senest offentliggjorte betalingsstatistik for september indeholdt en væsentlig revision af tidligere tal. Overskuddet på de løbende nettobetalinger blev revideret ned med 1,2 mia.kr. for 1998 og 3,0 mia.kr. for 1999. Revisionen kan især henføres til forøgelse af varebetalinger til udlandet. Baggrunden er indberetningsfejl vedrørende mindre varetransaktioner.

ARBEJDSMARKED OG LØN

Arbejdsmarkedet er fortsat stramt, men de seneste års meget store lønstigninger er dog aftaget i 1999. Gennemsnitslønnen steg i 3. kvartal 1999 med 3,9 pct. i forhold til samme kvartal året før ifølge Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik. I slutningen af 1998 var den årlige stigningstakt 5 pct. Statsansattes løn steg hurtigere end gennemsnittet og var i 3. kvartal 4,8 pct. højere end året før ifølge Danmarks Statistik. Lønstigningen i det seneste år har især været stor for ansatte, der aflønnes under statens nye lønsystemer. Lønstigningen for denne gruppe var 8,6 pct. i 2. kvartal 1999 i forhold til samme kvartal året før ifølge Finansministeriets Budgetdegørelse fra oktober. Arbejdsløsheden faldt yderligere i 3. kvartal og var i august 5,6 pct. Beskæftigelsen opgjort på baggrund af ATP-

ARBEJDSLØSHED OG LØNSTIGNING

Figur 9



Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening og Danmarks Statistik.

Anm.: Sidste observation er 3. kvartal 1999.

indbetalingerne, som har haft en høj varians i de seneste år, faldt dog i 2. kvartal.

Lønstigning og arbejdsløshed varierer i store træk modsat. Efter et par år med relativt lav ledighed under opsvinget i midten af 1980'erne sprang lønstigningen i vejret i 1987, og efter nogle år med høj og stigende ledighed lå lønstigningen lavt i begyndelsen af 1990'erne.

Lønstigningens reaktion på konjunktur og arbejdsløshed er ikke en fast størrelse. Aktuelt er arbejdsløshedsprocenten faldet under niveauet fra 1986-87, uden at lønstigningen for alvor har nærmet sig niveauet fra 1987, jf. figur 9. Det kan afspejle en positiv udvikling, hvor arbejdsmarkedet er blevet smidigere og flaskehalsproblemerne mindre, end de tidligere har været ved et tilsvarende arbejdsløshedsniveau. En medvirkende årsag kan derudover være, at de aktuelle ledighedstal er vanskelige at sammenligne med tallene tilbage i tiden, jf. boks 1.

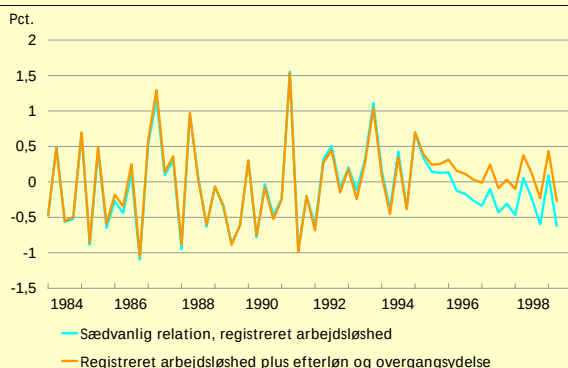
Den registrerede ledighed omfatter ledige med dagpenge eller konstanthjælp. Tillægges personer med efterløn og overgangsydelse fås en bredere gruppe, der fx ikke reduceres af den store tilgang til overgangsydelse i 1996. Den således udvidede gruppe af personer uden arbejde er ikke mindre i dag end i 1986-87. Det kan medvirke til at forklare, at presset på arbejdsmarkedet er mindre i dag end i midt-1980'erne trods den lavere registrerede ledighed.

Presset på arbejdsmarkedet er dog rigeligt. Ligesom ved opsvinget i 1980'erne er stigningerne i lønomkostningerne i dag for store og ligger

Lønrelationen i Nationalbankens økonomiske model Mona bestemmer lønstigningen ud fra arbejdsløshed, prisinflation, dagpenge i forhold til lønniveau samt udviklingen i arbejdstiden¹. Relationen er estimeret med data fra perioden 1975-1995. Resultatet afspejler periodens arbejdsmarked, herunder indsatsen for at aktivere ledige. Indførelsen af ordninger som efterløn i 1979 og orlov i 1994 har umiddelbart reduceret den registrerede arbejdsløshed, som relationen er estimeret på.

Ændres arbejdsmarkedet væsentligt i forhold til estimationsperioden, giver relationen forkerte skøn på lønstigningen. Man kan bruge forskellen på faktisk lønstigning og lønstigningen beregnet med lønrelationen til at teste, om arbejdsmarkedet fungerer mere smidigt under 1990'ernes opsving. I estimationsperioden varierer lønrelationens residualer tilfældigt omkring nul. Hvis de efter 1995 overvejende er negative, betyder det, at en given arbejdsløshed – og given værdi af de øvrige forklarende variable – skaber lavere lønstigning i dag, end de gjorde før 1995. Der er en tendens til, at lønrelationens residualer er negative i de senere år, jf. den blå kurve i figuren.

RESIDUALER I MONAS LØNRELATION



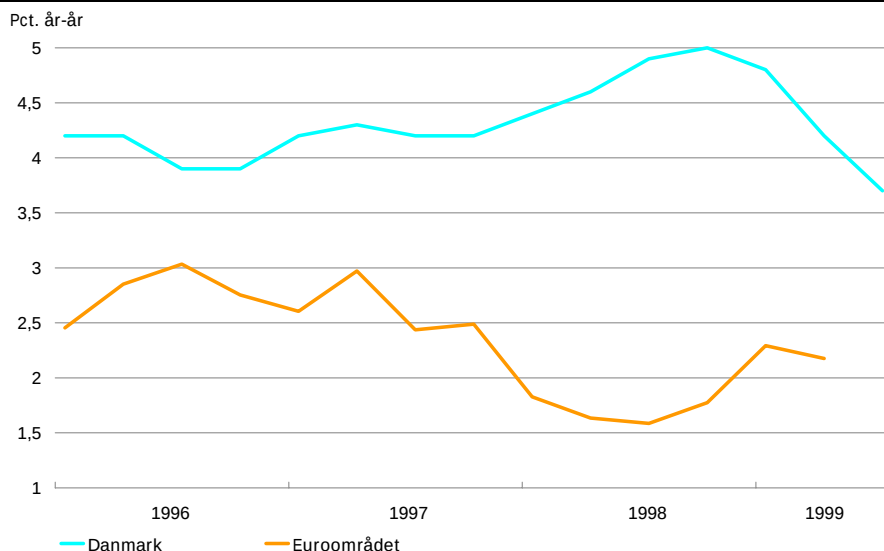
For en lidt nærmere analyse erstattes den anvendte registrerede arbejdsløshed i relationen med registreret arbejdsløshed plus modtagere af efterløn og overgangsydelse. Med en således udvidet gruppe af arbejdsløse som forklarende variabel re-estimeres relationen for 1975-1995. Ændringen påvirker ikke residualerne nævneværdigt i de sidste 10 år af estimationsperioden. Efter 1995 hæves residualerne, og tendensen til negative residualer efter estimationsperioden reduceres. Den ændrede relation er baseret på en udvidet afgrænsning af de arbejdsløse, som ikke mindskes af tilstrømningen til overgangsydelse i 1996. Det betyder, at der med den ændrede relation beregnes en lavere lønstigning efter 1995 end med den sædvanlige lønrelation. Herved bliver det mindre nødvendigt at trække noget fra relationens skøn på lønstigningen for at komme til den faktiske lønstigning.

Det tilsyneladende brud i den sædvanlige lønrelation uden for estimationsperioden behøver ikke alene afspejle et smidigere arbejdsmarked og tilvænning til lav inflation i 1990'erne. Det kan også skyldes, at de grupper, der ikke længere indgår i den registrerede ledighed, havde en relativt lille indflydelse på løndannelsen.

¹ Se nærmere i Niels Lynggård Hansen, Lønudviklingen i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1998.

TIMELØNSOMKOSTNINGER I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 10



Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening (Danmark) og Eurostat (euroområdet).

Anm.: Sidste observation er 2. kvartal for euroområdet og 3. kvartal for Danmark.

betydeligt over vore valutapartneres, jf. figur 10. Den store forskel giver en forværring af konkurrenceevnen og er uholdbar på længere sigt. I de kommende år er råderummet for omkostningsstigninger, hvad enten i form af udbetalt løn, pension eller fritid, derfor meget snævert, hvis de senere års positive udvikling i beskæftigelse og realløn skal fastholdes.

En vedvarende højere lønstigning i Danmark end i euroområdet er et problem for vores prisstabilitet og markedsandele og understreger nødvendigheden af en stram finanspolitik og fortsatte arbejdsmarkedsreformer.

PRISUDVIKLING

Stigende energipriser og lønomkostninger har presset inflationen op i 1999. Den årlige stigningstakt i forbrugerpriserne var i oktober 3,0 pct. mod 1,7 pct. ved årets start. Især er energipriserne samt priserne på offentlige ydelser steget. Stigningen i energipriserne skyldes en voldsom stigning i prisen på råolie i 1999. Inflationen er desuden ekstraordinært påvirket som følge af fremrykningen af huslejeindekset. Fremrykningen har bidraget med ca. 0,2 procentpoint til forbrugerprisindekset i perioden august til oktober 1999. Påvirkningen bortfalder fra og med november.

Komponenten "Andre faktorer" afspejler det underliggende inflationspres fra lønudviklingen og avancer, jf. tabel 1. Typisk er der ikke

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, pct.									
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. kvtr.	1,6	2,0	1,8	-1,7	1,4	2,1	4,1	2,5	-0,4	1,6
1998 2. kvtr.	1,4	2,0	1,7	-0,7	0,9	2,0	2,5	2,1	-1,5	2,3
1998 3. kvtr.	1,2	1,7	1,2	-4,0	0,4	1,7	0,6	1,9	-1,9	2,6
1998 4. kvtr.	1,1	1,7	1,2	-4,7	-0,1	1,9	0,1	2,0	0,4	2,8
1999 1. kvtr.	1,4	2,0	1,5	-7,0	-0,7	2,4	0,3	2,8	2,1	3,1
1999 2. kvtr.	1,8	2,3	1,8	-1,4	-0,8	2,4	-0,2	2,5	4,5	3,1
1999 3. kvtr.	2,3	2,6	2,3	5,7	-0,2	2,5	0,7	2,8	3,8	2,8

Anm.: Vægtgrundlag pr. september 1996.

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korregeret 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.

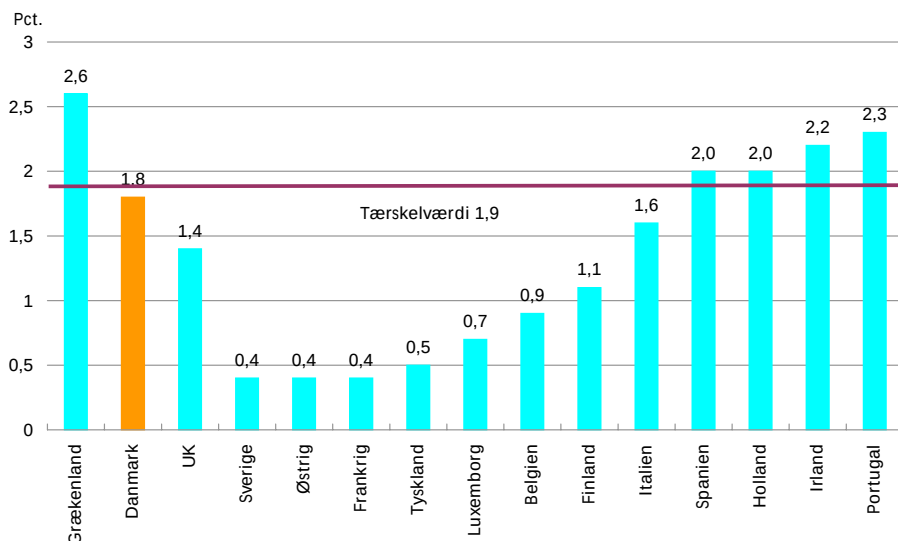
HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

fuldt gennemslag fra stigninger i import- og energipriser til detailprisen på en vare. Virksomhederne kan bruge avancen som stødpude. Der kan være plads til små avancestigninger, når import- og energipriserne falder, og avancen kan blive klemmt, når import- og energipriserne stiger. Energipriserne er steget, og faldet i importpriserne er bremset i 3. kvartal. Det kan have bidraget til at presse den underliggende inflation lidt ned. Faldet i løninflationen i 3. kvartal har også bidraget. Afdæmpningen i den indenlandske efterspørgsel kan bremse stigningen i forbrugerpriserne, men effekten har svært ved på kort sigt at kompensere for omkostningspresset fra de store stigninger i lønningerne og energipriserne.

Den årlige stigningstakt i forbrugerpriserne målt ved det EU-harmoniserede indeks, HICP, var i oktober 2,6 pct., mens stigningstakten i euroområdet var 1,4 pct. I oktober opfyldte Danmark fortsat Maastricht-traktatens inflationskriterium for deltagelse i ØMUen, jf. figur 11. Ved

INFLATION I HENHOLD TIL MAASTRICHT-TRAKTATENS INFLATIONSKRITERIUM

Figur 11



Kilde: Eurostat.

Anm.: Opgørelsen inkluderer som seneste måned oktober 1999 og viser for hvert EU-land stigningen i HICP indeksets gennemsnit i perioden november 1998 – oktober 1999 i forhold til gennemsnittet i perioden november 1997 – oktober 1998. Tærskelværdien er fastlagt som gennemsnittet af de tre laveste inflationsrater tillagt 1,5 pct.

beregning af kriteriet anvendes de seneste 24 måneders observationer af det harmoniserede forbrugerprisindeks, og det seneste månedstal er således kun en mindre del af beregningen. Det seneste 12-måneders gennemsnit af indekset sammenlignes med gennemsnittet for de forudgående 12 måneder. Indeksets gennemsnit i perioden november 1998 til oktober 1999 var 1,8 pct. højere end indeksets gennemsnit i perioden november 1997 til oktober 1998. Denne stigningstakt må i et ansøgerland ikke overstige gennemsnittet for de tre EU-lande med lavest inflation med mere end 1,5 pct. Denne tærskelværdi var i oktober 1,9 pct. Inflationspresset er større i Danmark end i de fleste lande i euroområdet som følge af de forholdsvis høje danske lønstigninger, og der er derfor en tendens til, at inflationen i Danmark nærmer sig tærskelværdien.

FINANSIEL STØTTE TIL UDVIKLINGSLANDE

I forbindelse med Den Internationale Valutafonds årsmøde i september 1999 blev der opnået enighed om finansiering af Valutafondens to programmer for fattige udviklingslande, dels det udvidede strukturtilpasningsprogram, og dels Valutafondens deltagelse i gældsinitiativet for stærkt forgældede udviklingslande.

Det udvidede strukturtilpasningsprogram (ESAF eller Enhanced Structural Adjustment Facility) er en speciel låneordning under Den Internati-

onale Valutafond forbeholdt fattige udviklingslande med en årlig gennemsnitsindkomst under 925 dollar eller ca. 6.600 kroner pr. indbygger. Programmet yder 5 til 10-årige lån med en rente på 0,5 pct. årligt. Midlerne i dette program holdes adskilt fra fondens almindelige ressourcer. Man har efterfølgende vedtaget at omdøbe programmet til Poverty Reduction and Growth Facility (faciliteten for fattigdomsreduktion og vækst) for at understrege, at man fremover vil tage mere hensyn til fattigdomsbekæmpelse.

Under gældsinitiativet (HIPC eller Heavily Indebted Poor Countries Initiative) yder Den Internationale Valutafond sammen med andre multilaterale og bilaterale kreditorer gældseftergivelse til stærkt forgældede udviklingslande, så deres gældsbyrde reduceres til et bærbart niveau. Gældsinitiativet forventes at dække 35-40 udviklingslande. Andre donorer i initiativet er Verdensbanken, regionale udviklingsbanker, eksempelvis Inter-American Development Bank og African Development Bank, samt 92 lande. For alle multilaterale og bilaterale kreditorer under ét forventes nutidsværdien af gældseftergivelsen at blive ca. 27 mia.dollar eller ca. 190 mia.kr. Den Internationale Valutafonds udgifter til gældsinitiativet udgør en mindre del af de samlede udgifter.

Danmark har foreløbigt – under forbehold af de bevilgende myndigheders godkendelse – givet tilsagn om at yde et bidrag på ca. 180 mio.kr. eller ca. 18,5 mio.SDR. Bidraget vil blive ydet af DANIDA, ligesom det i dag gælder for det danske bidrag til det udvidede strukturtilpasningsprogram.

Praktiske aspekter af euroens indførelse

Louise Mogensen, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Euroens indførelse i 11 EU-lande, eurolandene, 1. januar 1999 har sat fokus på en række praktiske aspekter af at indføre en ny valuta. Overgangen til euroen har en række særlige karakteristika, idet euroen i første omfang kun indføres som kontopenge og først tre år senere i form af sedler og mønter.

Denne artikel beskriver de overordnede rammer, som gælder efter euroens introduktion, bl.a. om regler for omvekslinger til euro (både af elektroniske beløb og af kontanter), afrunding af omvekslede beløb og dobbelt beløbs- og prisangivelse. Rammerne er fastlagt gennem euroens juridiske grundlag, som udover EU-traktaten består af to forordninger, samt en række henstillinger fra EU-Kommissionen.

EUROENS TILBLIVEN 1. JANUAR 1999

Euroen opstod som en selvstændig valuta 1. januar 1999 og blev samtidig indført som valuta i de 11 EU-lande, der er indtrådt i Den Økonomiske og Monetære Unions tredje fase¹, eurolandene.

For at sikre det juridiske grundlag for euroen inden indførelsen havde Rådet af EUs økonomi- og finansministre, ECOFIN-rådet, vedtaget to forordninger, som danner de juridiske rammer for euroen, og som har til formål at skabe sikkerhed og klarhed omkring overgangen til euro².

Det juridiske grundlag giver således sikkerhed for, at euroens indførelse ikke ændrer på betingelserne i indgåede kontrakter eller andre retsinstrumenter, såkaldt kontraktkontinuitet. Det juridiske grundlag sikrer også, at alle henvisninger i retsakter til "ecu" erstattes af euro i forholdet 1:1 efter 1. januar 1999³. Henvisninger i retsakter til de 11 deltagende landes nationale valutaer har samme gyldighed, som hvis der var henvist til euroen efter de gældende omregningskurser, jf. boks 1.

¹ Fremgangsmåden for euroens tilblivelse og fastlåsningen af de 11 deltagende landes nationale valutaer over for euro er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Beretning og Regnskab 1998*.

² Rådets forordning nr. 1103/97 af 17. juni 1997 (EF-tidende nr. L 162/1 af 19. juni 1997) og nr. 974/98 af 3. maj 1998 (EF-tidende nr. L 139/1 af 11. maj 1998). Retsakterne kan også findes på <http://europa.eu.int/euro>, som indeholder en samling af EU-lovtekster om ØMUen.

³ Det Europæiske Råd besluttede i Madrid 1995, at navnet på den fælles valuta skulle være euro.

DE UIGENKALDELIGT FASTLÅSTE OMREGNINGSKURSER MELLEM EUROEN OG DE
DELTAGENDE EU-LANDES VALUTAER

Boks 1

1 euro =	40,3399	belgiske franc
=	1,9583	D-mark
=	166,386	spanske pesetas
=	6,55957	franske franc
=	0,787564	irske pund
=	1.936,27	italienske lire
=	40,3399	luxembourgiske franc
=	2,20371	hollandske gylde
=	13,7603	østrigske schilling
=	200,482	portugisiske escudos
=	5,94573	finske mark

Euroens juridiske grundlag kan dog kun på et overordnet plan anvendes som retningslinje for den praktiske overgang til euro. For at skabe yderligere klarhed på dette område udarbejdede EU-Kommissionen i april 1998 tre henstillinger om hhv. "bankgebyrer i forbindelse med omregninger til euro", "dialog, opfølgning og oplysning for at lette overgangen til euroen" og "dobbel angivelse af priser og andre monetære beløb".

ECOFIN-rådet har offentliggjort et kommuniké, hvori Rådet støtter EU-Kommissionens initiativer i de tre henstillinger.

OMVEKSLINGER I PERIODEN 1. JANUAR 1999 TIL 1. JANUAR 2002

Da euroen opstod som en selvstændig valuta 1. januar 1999, blev det muligt at udføre kontooverførsler samt betaling med kreditkort og checks i euro. Betaling i kontanter i euro bliver imidlertid først mulig fra 1. januar 2002.

I de tre år, som denne overgangsfase varer, er de respektive nationale valutaer fortsat det lovlige betalingsmiddel i hvert af de 11 eurolande og kan anvendes til både elektroniske betalinger og naturligvis til betaling i kontanter. De nationale valutaer er reelt underopdelinger af euroen, idet valutaerne er uigenkaldeligt fastlåst over for euro.

Euroens juridiske grundlag¹ sikrer princippet "ingen tvang, ingen forbud" ("no compulsion, no prohibition") med hensyn til anvendelse af euro i overgangsfasen. Dette betyder, at ingen, hverken banker, forretninger eller deres kunder er forpligtet til at tage imod betalinger i euro eller selv foretage betalinger i euro. Omvendt er der heller ingen forbud

¹ Forordning nr. 974/98 af 3. maj 1998 (EF-tidende nr. L 139/1 af 11. maj 1998).

mod sådanne transaktioner, så hvis to parter er enige om, at transaktionen skal ske i euro, er det altså muligt.

Eksistensen af både euro og nationale valutaer i overgangsfasen har ført til en række overvejelser omkring omvekslinger – herunder hvordan de skal foregå, fx om bankerne må tage gebyrer, og om der er forskel på veksling af elektroniske beløb og kontantbeløb. Neden for beskrives en række eksempler på omvekslinger, og hvilke regler der gælder eller anbefales.

Elektroniske omvekslinger

Det følger af euroens juridiske grundlag¹, at de respektive omregningskurser, som blev fastlagt 31. december 1998, skal bruges ved omregninger mellem euro og de nationale valutaer.

Generelt får dette EU-Kommissionen til at anbefale, at omvekslinger mellem de nationale valutaer og euro i forbindelse med kontooverførsler ikke bør medføre, at bankerne beregner gebyrer for omregningen. Der sondres dog mellem to grupper: En gruppe, hvor EU-Kommissionen ikke mener, at bankerne har ret til at tage gebyrer, og en gruppe hvor EU-Kommissionen blot anbefaler gebyrfrie omregninger for at sikre en problemfri indførelse af euroen. De samlede anbefalinger fremgår af appendiks og kaldes "Standard for god praksis". I appendiks fremgår det også, hvorvidt eurolandenes banker har tilkendegivet, om de vil leve op til "Standard for god praksis".

EU-Kommissionen mener ikke, at bankerne har ret til at beregne gebyrer for omregning af indgående elektroniske betalinger (dvs. når kunden eller banken er modtager af et beløb og kontoen krediteres) – det være sig i euro eller i den nationale valuta. Dette betyder fx, at hvis en arbejdsgiver udbetaler løn i euro, må banken ikke beregne gebyr for omregning til den nationale valuta, hvis fx kundens lønkonto står i den nationale valuta eller omvendt. Deraf følger også, at hvis en kunde har både en eurokonto og en konto i den nationale valuta, skal kunden gebyrfrit kunne overføre elektroniske beløb mellem de to konti inden for samme bank. Dette forudsætter dog, at der ikke tages et generelt gebyr for overførsel mellem to konti, idet kun omregningen mellem euro og den nationale valuta er gebyrfri.

Såfremt en kunde ønsker at sende et beløb fra banken (men inden for samme land) i euro, men kunden udelukkende har et kontoindestående i den nationale valuta (eller omvendt), anbefaler EU-Kommissionen, at banken yder en gebyrfri omregning af den udgående betaling, dvs. når

¹ Forordning nr. 1103/97 af 17. juni 1997 (EF-tidende nr. L 162/1 af 19. juni 1997).

kontoen debiteres. Bankerne er dog ikke retligt forpligtet til denne serviceydelse. Bankerne kan tage gebyr for selve overførslen (som for en overførsel alene i den nationale valuta), idet kun omregningen mellem euro og den nationale valuta anbefales at være gebyrfri.

EU-Kommissionen skelner mellem betalinger, der overføres mellem konti, og omvekslinger af hele konti¹ (en egentlig redenominering).

I løbet af overgangsperioden mener EU-Kommissionen ikke, at bankerne bør beregne gebyrer, hvis en kunde fx ønsker at lade alle sine eksisterende konti overgå fra den nationale valuta til euro. Dette er dog ikke noget, som bankerne er retligt forpligtet til.

Derimod er det EU-Kommissionens opfattelse, at bankerne ved overgangsperiodens udløb 1. januar 2002, hvor langt størstedelen af eksisterende konti i de nationale valutaer vil skulle omveksles til euro, ikke er retligt berettiget til at beregne gebyrer for omregningen af de samlede konti.

EU-Kommissionen ser intet behov for, at de private banker i løbet af overgangsperioden nødvendigvis skal tilbyde gebyrfri omvekslinger den anden vej, dvs. omveksling af en konto oprettet i euro til en konto i en af de nationale valutaer, idet dette ikke er nødvendigt for at sikre en problemfri indførelse af euro.

Endelig er det EU-Kommissionens opfattelse, at bankerne ikke må beregne et andet gebyr for en tjenesteydelse i euro end for samme tjenesteydelse i den nationale valuta, herunder kontoudtog, betaling med checks, overførsler til andre pengeinstitutter m.m. Det betyder altså, at der ikke må diskrimineres mellem fx en pengeoverførsel i euro og i den nationale valuta.

For alle omvekslinger generelt anbefaler EU-Kommissionen gennemsigthed. Det bør således klart fremgå, at omregningskursen, der anvendes er den officielle omregningskurs, og såfremt bankerne anvender gebyrer, skal gebyret klart adskilles fra selve omregningskursen.

Ved elektroniske overførsler inden for samme land mellem to nationale valutaer fra euroområdet, fx fra D-mark til lire, skal den officielle omregningskurs anvendes (og omregningen skal foregå via euro, jf. boks 3). Det må formodes, at bankerne vil beregne et gebyr for en sådan transaktion.

Elektroniske betalinger mellem eurolandene

Pengeoverførsler mellem eurolandene, såkaldte grænseoverskridende betalinger, er ikke gebyrfrie, da der eksisterer omkostninger for bankerne i forbindelse med fx telekommunikation og administration.

¹ "Konti" dækker alle former for konti i en bank, bl.a. indlånskonti og værdipapirkonti.

ECBs Styrelsesråd mener imidlertid, at der er et for stort spring fra serviceniveauet på de indenlandske betalinger til de grænseoverskridende betalinger. Det var forventningen, at de grænseoverskridende betalinger ville blive effektiviseret med indførelsen af euro, men dette er ifølge ECB endnu ikke tilfældet. ECB har på den baggrund udarbejdet syv mål for de grænseoverskridende betalinger og anbefaler, at de er opfyldt inden 1. januar 2002. Målene, der bl.a. omfatter effektivitetsforbedringer, lavere gebyrer og hurtigere afviklingshastighed, er offentliggjort i en pressemeddelelse fra ECB og kan findes på ECBs hjemmeside: www.ecb.int.

Omveksling mellem kontanter i de 11 nationale valutaer indbyrdes

I overgangsfasen cirkulerer de nationale kontanter i eurolandene. Da valutaerne imidlertid alle er underopdelinger af euroen (og fastlåste i forhold til euro), er det i traktaten fastslået, at omveksling af kontanter mellem de fastlåste valutaer skal kunne finde sted til pari, dvs. de officielle omregningskurser, i deltagerlandenes centralbanker. Formuleringen i traktaten (artikel 52 i ESCB statuten) lyder:

"Efter den uigenkaldelige fastlåsning af vekselkurserne træffer Styrelsesrådet de nødvendige foranstaltninger med henblik på at sikre, at pengesedler udstedt i valutaer med uigenkaldeligt fastlåste vekselkurser omveksles af de nationale centralbanker til deres respektive pariværdier."

ECBs Styrelsesråd har besluttet, at de nationale centralbanker i de deltagende lande (eller en dertil autoriseret agent) skal tilbyde at omveksle sedler fra et andet deltagende lands valuta til sedler og mønter i det pågældende land til den officielle omregningskurs og uden et gebyr for selve omvekslingen mindst ét sted i landet. Det er vigtigt at understrege, at omvekslingen kun er den ene vej, således at centralbanken i fx Tyskland kun veksler til D-mark og ikke fra D-mark til de andre eurolandes valutaer.

De nationale centralbanker kan fastsætte en øvre grænse for antallet af sedler eller det totale beløb, som de agter at modtage pr. transaktion eller pr. dag.

I boks 2 fremgår det, hvordan de enkelte eurolande har valgt at implementere artikel 52. Da det er op til de nationale centralbanker, at fastsætte de øvre grænser, må der tages forbehold for eventuelle ændringer.

Det er ikke EU-Kommissionens opfattelse, at de private banker er forpligtet til at tilbyde gebyrfrie omvekslinger af kontanter mellem de 11

IMPLEMENTERING AF ARTIKEL 52 I EUROOMRÅDET

Boks 2

Belgien: Der kan veksles i tre af centralbankens filialer, maksimumsbeløbet er 10.000 euro pr. person pr. dag.

Finland: I centralbanken og i alle regionale kontorer kan der veksles, men maksimalt 100 stk. sedler pr. person pr. dag.

Frankrig: Alle centralbankens 211 filialer tilbyder omveksling. Maksimalt kan der veksles 1.000 euro pr. person pr. dag.

Irland: Der kan veksles i centralbanken i Dame Street i Dublin for et beløb svarende til maksimalt 1.000 euro pr. person pr. dag.

Italien: Der kan veksles i alle centralbankens filialer (på nær særlige såkaldte succursali filialer) for maksimalt 3 mill.lire eller ca. 1.500 euro pr. transaktion.

Holland: Der kan veksles i centralbanken og i filialer (bortset fra de filialer der planlægges lukket i løbet af 1999). Der kan maksimalt veksles for et beløb på 5.000 NLG (ca. 2.270 euro) pr. person pr. dag.

Luxembourg: Centralbanken har ingen filialer, så der kan kun veksles i selve centralbanken. Maksimalt kan der veksles 10.000 euro pr. person pr. dag.

Portugal: Der kan veksles i centralbanken og i regionale centre. Derudover er der indgået aftale med de private banker om, at også bankerne tilbyder omvekslinger for et beløb op til 200.000 PTE (ca. 1.000 euro), men for et gebyr på 0,5 pct. af beløbet, hvor 200 PTE er minimum.

Spanien: Der kan veksles i 23 filialer, maksimumsbeløbet er 2.000 euro pr. person pr. dag.

Tyskland: Centralbanken tilbyder at omveksle ved alle filialer af den tyske centralbank inden for normale åbningstider. Der er intet maksimumsbeløb.

Østrig: Der kan veksles i centralbanken samt i filialerne i hovedstæderne i de østrigske delstater (St. Poelten undtaget). Maksimumsbeløbet, der kan veksles, er 3.000 euro.

Kilde: Diverse årsberetninger fra centralbankerne i de 11 eurolande samt oplysninger fra deres hjemmesider.

nationale valutaer, idet omveksling mellem de 11 nationale valutaers kontanter ikke er nødvendig for at sikre en problemfri indførelse af euro. Det er da også det overvejende indtryk, at der i dag pålægges et gebyr ved sådanne omvekslinger i private banker i eurolandene.

EU-Kommissionen mener dog (som ved de elektroniske omvekslinger), at bankerne klart skal oplyse og skelne mellem den officielle omregningskurs, som skal anvendes ved selve omregningen, og et givent gebyr som pålægges efterfølgende. For at opnå den korrekte omregningskurs skal omregningen desuden foretages ved først at regne beløbet, der skal veksles, om i euro og ikke direkte til den anden valuta, idet der ikke eksisterer bilaterale omregningskurser mellem de nationale valutaer i eurolandene, jf. boks 3 og nedenstående eksempel¹.

¹ En anden beregningsmetode er tilladt, hvis resultatet bliver det samme. Fx vil det ofte ikke være nødvendigt at omregne via euroenheden ved omveksling af mindre beløb.

Eksempel på omregning i privat bank: En privat kunde i Belgien ønsker at omveksle 100 D-mark til belgiske franc i en privat bank. Banken anvender ved omregningen – som den skal – de officielle omregningskurser mellem D-mark og euro og belgiske franc og euro, se boks 1. Deraf fremkommer, at 100 D-mark er lig 2.063 belgiske franc. Da banken pålægger et transaktionsgebyr på 50 belgiske franc udbetales til kunden 2.013 belgiske franc.

Gebyret ved omregning mellem de nationale valutaers kontanter dækker bankernes omkostninger ved fx at ligge inde med lagerbeholdninger af kontanter i fremmed valuta, transporten af kontanter til filialnettet, sikkerhedsforanstaltninger og betjeningspersonale ved skrankerne.

Tidligere var gebyret ofte delvist skjult, idet omregningskursen mellem to valutaer afhang af, om banken skulle købe eller sælge. I dag skal bankerne anvende de officielle omregningskurser, hvilket i et vist omfang har synliggjort gebyret. Til gengæld har bankerne ikke længere en valutakursrisiko, da valutaerne i eurolandene er uigenkaldeligt fastlåst over for hinanden.

OMVEKSLING TIL EUROSIEDLER OG –MØNTER EFTER 1. JANUAR 2002

Fra og med 1. januar 2002 sendes eurosiedler og –mønter i cirkulation i de 11 eurolande. Samtidig inddrages de respektive nationale sedler og mønter gradvist. Eurolandene har erklæret sig parat til at få inddraget alle nationale sedler og mønter på mellem 4 uger og 2 måneder, så euroen er eneste lovlige betalingsmiddel i euroområdet senest fra 1. marts 2002.

Omveksling mellem euro og kontanter i de 11 nationale valutaer

Når euroen indføres som kontanter, er centralbankerne i eurolandene ifølge euroens juridiske grundlag¹ forpligtet til at omveksle kontanter i den nationale valuta, som de tidligere har udstedt, til eurosiedler og –mønter til den officielle omregningskurs.

De private banker er imidlertid ikke retligt forpligtet til gebyrfrit at omveksle kontanter i de nationale valutaer til euro.

EU-Kommissionen anbefaler i sin henstilling om bankgebyrer, at bankerne yder gebyrfri omveksling for deres kunder, dvs. kontoindehavere, af "husholdningsbeløb" i de nationale sedler og mønter til eurosiedler og mønter. Dette har langt de fleste banker i euroområdet givet udtryk for, at de agter at opfylde, jf. appendiks.

¹ Forordning nr. 974/98 af 3. maj 1998 (EF-tidende nr. L 139/1 af 11. maj 1998).

I Holland overvejer myndighederne at kompensere forretninger og de private banker for at hjælpe med en hurtig inddragelse af hollandske gylden og omvekslinger til euro. Det vil således være muligt at veksle gebyrfrit fra gylden til euro i egen bank, dvs. hvor man er kontoindehaver, og butikkerne vil modtage gylden, men kun give tilbage i euro. Hvordan og i hvilket omfang bankerne og forretningerne vil blive kompenseret forhandles stadig.

Generelt gælder det i perioden med dobbeltcirkulation, at butikkerne accepterer betalinger i både de nationale sedler og mønter samt euro-sedler og -mønter, idet begge former for kontanter er lovligt betalingsmiddel. For at forkorte perioden med dobbeltcirkulation kan der blive tale om, at butikkerne kun giver byttepenge tilbage i euro, jf. ovenfor om Holland.

Efter udløbet af perioden med dobbeltcirkulation, vil euro være eneste lovlige betalingsmiddel i euroområdet, både ved elektroniske betalinger og ved kontantbetaling. Men også efter denne periode kan nationale sedler eller mønter omveksles i det pågældende eurolands centralbank. Dette fremgår af euroens juridiske grundlag¹, der også sikrer, at omvekslingen til euro sker til de officielle omregningskurser.

I Holland er det fx vedtaget, at sedler denomineret i gylden kan omveksles i den hollandske centralbank i mindst 30 år, dvs. frem til 1. juli 2032, og for mønternes vedkommende indtil 1. januar 2006.

DOBBELT PRISMÆRKNING OG OPLYSNING

Udover retningslinjer for bankgebyrer ved omvekslinger til euro har EU-Kommissionen vedtaget to andre henstillinger om hhv. "dobbelt angivelse af priser og andre monetære beløb" og "dialog, opfølgning og oplysning for at lette overgangen til euroen" for at skabe klarhed og sikkerhed for forbrugere og virksomheder ved overgangen til euro.

Dobbelt pris- og beløbsangivelse

Formålet med dobbelt pris- og beløbsangivelse er dels at tilvænne og oplyse forbrugerne om prisniveauer i euro, dels at forebygge prisstigninger fremkaldt af forkert omregnede eller afrundede beløb. Ved dobbeltangivelse af priser og beløb i hhv. euro og en af de respektive nationale valutaer anbefaler EU-Kommissionen, at de officielle omregningskurser for deltagerlandenes valutaer benyttes og eurobeløbet afrundes til nærmeste cent, jf. afrundingsreglerne i boks 3.

¹ Forordning nr. 974/98 af 3. maj 1998 (EF-tidende nr. L 139/1 af 11. maj 1998).

Euroens juridiske grundlag (med hjemmel i Maastricht-traktatens art. 235) fastsætter reglerne for, hvordan omregning mellem euroen og de nationale valutaer i euroområdet skal foregå.

Alle 11 officielle omregningskurser mellem euroen og de nationale valutaer i euroområdet er defineret med seks betydende cifre (ikke seks decimaler). Det er ikke tilladt at afrunde eller afkorte omregningskurserne.

Ønsker man således at omregne fra euro til fx D-mark, multipliceres eurobeløbet med den officielle D-mark/euro omregningskurs på 1,95583:

Eks. $1000 \text{ euro} * 1,95583 = 1955,83 \text{ D-mark}$

Det er ikke tilladt at anvende inverse omregningskurser afledt af omregningskursen. Dette skyldes, at den inverse omregningskurs kan føre til væsentlige afrundingsforskelle, når store beløb skal omveksles, eller ved mange gentagne omvekslinger, hvilket i yderste konsekvens kunne udvikle sig til en pengemaskine. Ønsker man derfor at omregne fra fx D-mark til euro opstilles en brøk, således at beløbet, der skal omregnes, divideres med omregningskursen:

Eks. $1 \text{ mia. D-mark} = (1.000.000.000 / 1,95583) \text{ euro} = 511.291.881,20 \text{ euro}$

Var den inverse omregningskurs blevet anvendt i stedet var resultatet fejlagtigt blevet:

Eks. $1 \text{ mia. D-mark} = 1.000.000.000 * 0,511292 = 511.292.000 \text{ euro}$, (en forskel på 118,80 euro) da $1 / 1,95583 = 0,511292$.

Ønsker man at omregne et beløb mellem to nationale valutaer i euroområdet, omregnes beløbet først til euro. Dette mellemresultat må afrundes til minimum tre decimaler. Derefter omregnes eurobeløbet til den anden nationale valutaenhed. Andre omregningsmetoder må kun anvendes, hvis de giver samme resultat. Baggrunden for denne regel er ligesom for ovenævnte regel, at man vil hindre, at afrundingsforskelle kan misbruges.

Eks. omregning fra D-mark til lire:

$1000 \text{ D-mark} = (1000 / 1,95583) \text{ euro} = 511,291881... \text{ euro} \sim 511,292 \text{ euro}$

$511,292 \text{ euro} = (511,292 * 1.936,27) \text{ lire} = 989.999,36 \text{ lire}$,

hvor 1.936,27 er den officielle omregningskurs mellem euro og lire.

Afrundingsreglerne betyder, at beløb i euro, som skal betales eller kontoføres, altid afrundes enten opad eller nedad til nærmeste cent (dvs. maks. to decimaler). Omregnede beløb i en af de nationale valutaer, som skal betales eller kontoføres, afrundes opad eller nedad til nærmest underenhed, fx pfenning, eller i tilfælde af at der ikke findes en underenhed, til nærmeste enhed (i henhold til national lov eller praksis, kan der omregnes til en brøkdel af den nationale valutas underenhed eller enhed). Såfremt anvendelsen af omregningskursen fører til et beløb, der ligger nøjagtigt i midten, afrundes beløbet opad:

Eks. 4,3450 euro kan afrundes til 4,35 euro.

Det er således ikke acceptabelt, ifølge EU-Kommissionen, i fx detailhandlen at lade værdien af en vare afhænge af, om kunden vil betale i euro eller i den nationale valuta. Dette forudsætter, at betalinger i både euro og den nationale valuta accepteres. Dobbelt pris- og beløbsangivelse er nemlig ikke ensbetydende med, at fx detailhandlen er forpligtet til også at acceptere betalinger i euro i overgangsperioden frem til 1. januar 2002, jf. princippet om "ingen tvang, ingen forbud".

Detailhandlen opfordres imidlertid til klart at gøre opmærksom på, hvorvidt de accepterer betalinger i euro – uanset om der er anført priser i både euro og den nationale valuta.

Selv efter at eurosedler og -mønter er indført, kan det tænkes, at den dobbelte pris- og beløbsangivelse fortsætter i en periode som en serviceydelse, indtil forbrugerne har vænnet sig til at "tænke i euro" i stedet for i deres gamle nationale valuta.

Oplysning

Efter EU-Kommissionens opfattelse er det vigtigt, at forbruger- og brancheorganisationer finder sammen og enes om nogle retningslinjer for dialog og information med fx kunder og underleverandører.

Eurolandene bør endvidere starte debatter i skoler og uddannelsesinstitutioner for at fremme den almene viden om euroen.

Henstillingen om dialog, opfølgning og oplysning indeholder desuden en bestemmelse om, at EU-Kommissionen har til hensigt at overvåge anvendelsen af "Standard for god praksis" for bankgebyrer ved omregning til euroen, og om anbefalingerne efterleves.

APPENDIKS

Uddrag af EU-Kommissionens henstilling om bankgebyrer for omregning til euroen af 23. april 1998:

Artikel 2 - Standard for god praksis

a) Praksis som EU-Kommissionen anser for at være lovpligtige:

1. gebyrfri omregning af indgående betalinger fra den nationale valutaenhed til euroenheden og omvendt i overgangsperioden
2. gebyrfri omregning af konti fra den nationale valutaenhed til euroenheden ved overgangsperiodens udløb
3. beregning af samme gebyr for tjenesteydelser i euroenheden som for identiske tjenesteydelser i den nationale valutaenhed.

b) Anden anbefalet praksis:

1. gebyrfri omregning af udgående betalinger fra den nationale valutaenhed til euroenheden og omvendt i overgangsperioden
2. gebyrfri omregning af konti fra den nationale valutaenhed til euroenheden i overgangsperioden
3. gebyrfri veksling for kunder (dvs. kontohavere) af "husholdningsbeløb" i nationale sedler og mønter til eurosedler og -mønter i slutfasen. Bankerne bør på gennemsigtig måde kvantificere "husholdningsbeløb" på grundlag af beløbsstørrelse og hyppighed.

Anbefalingerne indeholder desuden et afsnit om gennemsigtighed, der anbefaler, at bankerne offentliggør, hvorvidt og i hvilket omfang de har tænkt sig at følge henstillingerne. Såfremt bankerne anvender gebyrer, anbefales det endvidere, at der skelnes tydeligt mellem omregningskurs og gebyret.

I december 1998 udkom EU-Kommissionen med en foreløbig vurdering af, hvorvidt bankerne i de enkelte eurolande havde til hensigt at leve op til "Standard for god praksis" efter 1. januar 1999¹.

Resultatet af undersøgelsen var:

Belgien: Bankerne er ifølge belgisk lov forpligtet til at implementere anbefalingerne i artikel 2 om "Standard for god praksis".

Finland: Bankerne forventes at følge anbefalingerne. Der vil ikke komme nogen definition af begrebet "husholdningsbeløb", da der ikke

¹ Europa-Kommissionen, Europapers no. 30: Implementation of the Commission Recommendation on banking charges for the conversion to the euro.

i Finland er en øvre grænse for det beløb af sedler og mønter, som kan omveksles gebyrfrit.

Frankrig: Bankernes forening har udsendt en erklæring, der er overvejende konsistent med EU-Kommissionens anbefalinger, og som banker forventes at følge.

Holland: Det forventes, at alle banker i Holland implementerer anbefalingerne.

Irland: Bankerne har indgået aftaler om en "Standard for god praksis", der følger EU-Kommissionens anbefalinger, og som er blevet offentliggjort.

Italien: Bankernes forening, som dækker 99 pct. af bankerne, har anbefalet dets medlemmer at følge EU-Kommissionens anbefalinger og forventer, at bankerne gør det.

Luxembourg: Der er indgået en generel aftale om retningslinjer for omvekslinger til euro, som er i overensstemmelse med EU-Kommissionens anbefalinger. Bankerne forventes at implementere aftalen. Husholdningsbeløb defineres ikke, da der ikke er nogen øvre grænse for gebyrfrie omvekslinger af sedler og mønter.

Portugal: Alle banker har underskrevet "Principper for god praksis", som følger EU-Kommissionens anbefalinger.

Spanien: EU-Kommissionens anbefalinger dækkes af en lov, bortset fra afsnittet om gennemsigtighed. Det forventes, at bankerne frivilligt implementerer gennemsigtighedsafsnittet. Husholdningsbeløb defineres ikke, da der ikke er nogen øvre grænse for gebyrfrie omvekslinger af sedler og mønter.

Tyskland: Det forventes, at alle tyske banker implementerer anbefalingerne.

Østrig: Bankernes forening har anbefalet en fuld implementering af EU-Kommissionens anbefalinger, og det forventes at ske. Omvekslinger af sedler og mønter er omfattet af lovgivning i den nationale østrigske overgangsplan.

Den samlede vurdering er således, at langt de fleste banker i euroområdet har tilkendegivet, at de agter at følge anbefalingerne i EU-Kommissionens henstilling. Hvorvidt dette også er sket i praksis, er Kommissionen i færd med at udarbejde en rapport om. Rapporten forventes at udkomme i foråret 2000.

Ny balancestatistik for monetære finansielle institutioner

Kjeld Ole Nielsen og Anders Mølgaard Pedersen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

Statistik opstillet efter internationale retningslinjer er et værdifuldt redskab til sammenligning af den økonomiske tilstand og udvikling mellem lande. Gennem de seneste år er der i forskellige internationale fora blevet udført et stort arbejde med at forbedre sammenligneligheden af de enkelte landes statistikker. Arbejdet har bl.a. udmøntet sig i en række reviderede retningslinjer ("statistikmanualer") til opgørelse af nationalregnskabet, herunder betalingsbalancen, og på området for finansiell statistik¹. Et betydningsfuldt tiltag fra et europæisk perspektiv har været udarbejdelsen af en ny nationalregnskabsmanual inden for EU, Det Europæiske Nationalregnskabssystem (ENS 1995), der blev vedtaget ved EU-forordning i 1996².

Traditionelt udarbejdes store dele af den finansielle statistik af centralbankerne, som ifølge sagens natur har et grundigt kendskab til finansielle institutioner og markeder. På europæisk plan er en væsentlig del af de senere års arbejde med den internationale harmonisering af den finansielle statistik derfor blevet udført i regi af centralbankerne i EU. Vigtigheden af dette arbejde er blevet forstærket i lyset af overgangen til tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union den 1. januar 1999, hvor ansvaret for den fælles pengepolitik i de deltagende lande blev overdraget til Den Europæiske Centralbank, ECB. For at kunne udføre denne opgave er det nødvendigt for ECB at have adgang til et udbygget sæt af ensartede og detaljerede økonomiske statistikker for hele euroområdet. Det Europæiske Monetære Institut, EMI, der havde ansvaret for forberedelserne af ØMUen, offentliggjorde i juli 1996 en

¹ Som de vigtigste kan nævnes nationalregnskabsmanualen *The System of National Accounts (SNA 1993)*, der er udarbejdet af De Forenede Nationer, Den Internationale Valutafond (IMF), EU-Kommissionen (Eurostat), Verdensbanken og OECD, og IMF's betalingsbalancemanual, *Balance of Payments Manual, fifth edition*, 1993. Derudover foreligger et udkast fra IMF til en manual vedrørende finansiell statistik, *Manual on Monetary and Financial Statistics*, 1996.

² Rådets forordning nr. 2223/96 af 25. juni 1996 om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Det Europæiske Fællesskab.

omfattende statistikpakke over ECBs behov for statistik i tredje fase af ØMUen¹. Statistikpakken dækkede flere områder inden for finansiell statistik, betalingsbalancestatistik og anden økonomisk statistik og baserede sig i stor udstrækning på klassifikationer og definitioner i de internationale statistikmanualer, herunder i særdeleshed ENS 1995.

Danmark har en lang tradition for at udarbejde økonomisk statistik efter internationale statistikmanualer og andre harmoniserede retningslinjer. I overensstemmelse hermed blev det i efteråret 1996 aftalt mellem brancheorganisationerne for den finansielle sektor i Danmark, Finanstilsynet, Danmarks Statistik og Nationalbanken principielt at gennemføre EMI's statistikpakke i Danmark af hensyn til at sikre den internationale sammenlignelighed af den danske finansielle statistik fremover. I de øvrige EU-lande, der ikke deltager i ØMUen, er det vedtaget at gennemføre en tilsvarende harmonisering. Samtidig blev det dog aftalt, at implementeringen af statistikpakken i Danmark skulle foretages over en længere årrække end i eurolandene.

Hovedelementet i EMI's statistikpakke var etableringen af en harmoniseret balancestatistik for såkaldte monetære finansielle institutioner (MFI'er), der altovervejende består af penge-, realkredit- og andre kreditinstitutter. Fra MFI-balancestatistikken kan der bl.a. udledes information om udviklingen i euroområdet's pengemængde, der er blevet tildelt en fremtrædende rolle i ECB's pengepolitik. Derudover er oplysningerne, der benyttes til beregning af ECB's reservekrav til kreditinstitutter i euroområdet (reservekravsstatistikken), blevet integreret i MFI-balancestatistikken. Indsamling af en nye balancestatistik på regelmæssig basis blev indledt medio 1998. I december 1998 blev en lettere revideret version af statistikpakken's afsnit om MFI-balancestatistikken vedtaget som ECB-forordning².

Denne artikel omhandler den nye fælleseuropæiske balancestatistik for MFI'er. Der indledes med en beskrivelse af MFI-sektoren i EU og de opstillede, harmoniserede krav til balancestatistik for denne sektor. Efterfølgende redegøres der nærmere for ECB's udarbejdelse og anvendelse af den konsoliderede MFI-balance for euroområdet. Endelig berettes om det foreløbige arbejde med den danske implementering af den nye balancestatistik, der blev indledt i 1996 og forventes afsluttet ultimo 2000. Artiklen indeholder desuden en sammenligning af fordelingen af den konsoliderede MFI-balance og pengemængde for euroområdet og Danmark.

¹ Statistical Requirements for Stage Three of Monetary Union (Implementation Package), EMI. For en nærmere gennemgang af statistikpakken henvises til Kim Abildgren, Kommande EU-statistikker på det finansielle område, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1996.

² Den Europæiske Centralbanks forordning (EF) nr. 2819/98 af 1. december 1998 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (ECB/1998/16). ECB-forordninger er kun juridisk bindende for eurolandene.

AFGRÆNSNING AF MFI-SEKTOREN

I ECB-forordningen om MFI-balancestatistikken afgrænses MFI-sektoren i EU til tre hovedtyper af institutioner¹:

- ECB og de nationale centralbanker i EU.
- Kreditinstitutter som defineret i fællesskabslovgivningen (EUs 1. og 2. bankharmoniseringsdirektiv).
- Andre finansielle institutioner, hvis aktiviteter består i at modtage indlån og/eller tætte substitutter til indlån² fra andre enheder end MFler, og som for egen regning yder lån og/eller foretager investeringer i værdipapirer. Langt størsteparten af denne type finansielle institutioner udgøres af pengemarkedsforeninger, dvs. investeringsforeninger, der primært investerer medlemmernes formue i pengemarkedsinstrumenter med en begrænset kursrisiko³.

Som nærmere beskrevet nedenfor har ECB defineret MFI-sektoren som den pengeskabende sektor for euroområdet, dvs. de finansielle institutioner, hvis likvide passiver indgår i opgørelsen af pengemængden. Med indførelsen af den nye MFI-balancestatistik og ECBs definition af pengemængden for euroområdet er afgrænsningen af den pengeskabende sektor i eurolandene blevet mere homogen. I hovedparten af landene er den pengeskabende sektor blevet udvidet med pengemarkedsforeninger. Derudover er der i de enkelte eurolande blevet foretaget forskellige andre ændringer af denne sektor.

ECB og de nationale centralbanker i EU samarbejder om at vedligeholde en liste over samtlige MFler i EU. De nationale centralbanker bidrager med oplysninger om bl.a. til- og afgang af egne nationale MFler. MFI-listen er tilgængelig på ECBs hjemmeside⁴, hvor den opdateres regelmæssigt. Derudover publicerer ECB en gang om året MFI-listen i papirform.

Tabel 1 illustrerer sammensætningen af MFI-sektoren for oktober 1999 fordelt på EU-lande og hovedtyper af MFler. Det største antal kreditinstitutter findes i Tyskland efterfulgt af Frankrig, Italien og Østrig. Af tabellen fremgår ligeledes, at pengemarkedsforeninger som nævnt udgør langt den overvejende del af den tredje hovedtype af MFler. Pengemarkedsforeninger er særligt dominerende i Frankrig, Spanien og Luxembourg samt Grækenland.

¹ MFI-sektoren er sammenfaldende med delsektorerne centralbanker og andre MFler i ENS 1995.

² Lettere forenklet defineres tætte indlånssubstitutter i ECB-forordningen som meget likvide finansielle instrumenter.

³ I modsætning til kreditinstitutter er pengemarkedsforeninger ikke defineret i fællesskabslovgivningen. I ECB-forordningen om den harmoniserede MFI-balancestatistik fremhæves det, at MFI-sektoren også omfatter pengemarkedsforeninger. Forordningen indeholder desuden en definition af pengemarkedsforeninger.

⁴ <http://www.ecb.int> (under menuen MFIs and Assets).

SAMMENSÆTNING AF MFI-SEKTOREN I EU, OKTOBER 1999

Tabel 1

Residenter	Centralbanker	Andre MFler			MFler i alt
		Kredit-institutter	Pengemarkedsforeninger	Andre institutioner	
ECB	1	-	-	-	1
Belgien	1	117	29		147
Tyskland	1	3.005	38		3.044
Spanien	1	386	206		593
Frankrig	1	1.178	710	1	1.890
Irland	1	80	17		98
Italien	1	898	19		918
Luxembourg	1	208	451		660
Holland	1	615	29	4	649
Østrig	1	888	12	3	904
Portugal	1	223	0		224
Finland	1	345	5		351
I alt i euroområdet	12	7.943	1.516	8	9.479
Danmark	1	210	3		214
Grækenland	1	57	42		100
Sverige	1	148	29	1	179
Storbritannien	1	502	33		536
I alt i EU	16	8.860	1.623	9	10.508

Kilde: ECBs hjemmeside oktober 1999.

STATISTIKKRAVENE TIL MFI-SEKTOREN

MFI-balancestatistikken indsamles månedligt. Derudover indsamles på kvartalsbasis statistik med en højere detaljeringsgrad, jf. nedenfor.

Indsamling af balancestatistik fra MFlerne udføres af de nationale centralbanker. Den månedlige balancestatistik skal være modtaget af ECB senest den 15. bankdag efter månedsultimo og den mere detaljerede kvartalsvise statistik senest den 28. bankdag efter kvartalets afslutning. Den første månedlige indberetning til ECB fra centralbankerne i EU-landene fandt sted for juni 1998 og den første kvartalsvise indberetning for ultimo 4. kvartal 1998.

Den harmoniserede MFI-balance er i sin grundstruktur opdelt efter instrumenter og løbetid, jf. tabel 2. Klassifikationen af instrumenterne følger principperne i ENS 1995, mens løbetidsopdeling finder sted på basis af oprindelig løbetid.

Balancens poster værdiansættes som hovedregel til aktuelle markedspriser. Ind- og udlån værdiansættes til nominelle værdier. Posten kapital og reserver er som følge af principperne for værdiansættelse en residualpost. Indregning i balancen finder sted på afviklingstidspunktet for erhvervelsen af de enkelte instrumenter.

DEN HARMONISEREDE BALANCE FOR MFI-SEKTOREN
OPDELT EFTER INSTRUMENTER OG LØBETID

Tabel 2

Aktiver	Passiver
Kassebeholdning	Seddel- og møntomløb
Udlån	Indlån
Op til og med 1 år	På anfordring
1 år op til og med 5 år	Tidsindskud
Over 5 år	Op til og med 1 år
	Over 1 år op til og med 2 år
Markedsbaserede udstedelser	Over 2 år
Værdipapirer, ekskl. aktier	Med opsigelsesvarsel
Op til og med 1 år	Op til og med 3 måneder
Over 1 år	Over 3 måneder
Over 1 år op til og med 2 år ¹	Over 3 måneder op til og med 2
Over 2 år ¹	år ³
Pengemarkedspapirer og	Over 2 år ³
andele udstedt af MFler ²	Repoforretninger
Aktier og andre kapitalandele	
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	Markedsbaserede fordringer
Andre aktiver	Udstedte pengemarkedspapirer ²
	Udstedte gældsinstrumenter
	Op til og med 1 år
	Over 1 år op til og med 2 år
	Over 2 år
	Andele udstedt af pengemarkeds-
	foreninger
	Kapital og reserver
	Andre passiver

¹ Denne løbetidsopdeling gælder kun for værdipapirer udstedt af MFler.

² Til forskel fra værdipapirer, ekskl. aktier, og udstedte gældsinstrumenter anvendes pengemarkedspapirer primært til udveksling af likviditet mellem MFler på likvide markeder.

³ Denne løbetidsopdeling er i øjeblikket ikke obligatorisk.

De fleste poster på MFI-balancen er yderligere opdelt efter modparter-nes sektor og residensland samt denomineringsvalutaen for instrumen-tet. Sektor- og landefordelingen spiller en afgørende rolle for udarbej-delse af den konsoliderede MFI-balance for euroområdet, jf. næste af-snit.

På månedsbasis opdeles på statistikken MFler, offentlig forvaltning og service samt andre residenter¹. På kvartalsbasis foretages endvidere en fordeling af MFI-sektorens udlån til husholdninger fordelt på formål,

¹ Fordelingen af balancens poster på sektorer følger Det Europæiske Nationalregnskabssystems sekto-rer og delsektorer. På kvartalsbasis opdeles den offentlige sektor i delsektorerne stater, delstater, amter og kommuner samt sociale kasser og fonde. Herudover skal bl.a. mellemværender med hus-holdningssektoren indberettes særskilt.

Til styringen af likviditeten i euroområdet anvender eurosystemet, dvs. ECB og de nationale centralbanker i eurolandene, bl.a. et såkaldt reservekravssystem¹. Systemet pålægger kreditinstitutter i euroområdet at holde et individuelt beregnet mindsteindestående (reservekravet) i eurosystemet i gennemsnit over en månedlig reservekravsperiode. Reservekravet forrentes med eurosystemets primære markedsoperationsrente.

Reservekravsstatistikken bruges til at opgøre det enkelte kreditinstituts reservekrav. Udgangspunktet for beregningen af reservekravet er kreditinstituttets reservekravsbase, defineret som alle indlån, ekskl. indlån fra øvrige kreditinstitutter underlagt ECBs reservekrav og eurosystemet, og alle udstedte markedsbaserede fordringer med fradrag af en af ECB fastsat procentsats, p.t. 10 pct., af alle udstedte gældsinstrumenter med løbetid op til 2 år og udstedte pengemarkedspapirer.

En række af passiverne i reservekravsbasen er fritaget reservekrav. Det drejer sig om indlån på tidsindskud med løbetid over 2 år, indlån med opsigelsesvarsel med løbetid over 2 år, repoforretninger og udstedte gældsinstrumenter med løbetid over 2 år. Kreditinstituttets reservekrav beregnes som alle øvrige passiver i reservekravsbasen gange en reservekravskoefficient på 2 pct. og fratrasket et standardfradrag på 100.000 euro.

¹ For en indgående beskrivelse af eurosystemets pengepolitiske instrumentarium henvises til The Single Monetary Policy in Stage Three. General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures, ECB, september 1998.

herunder udlån til boligkøb og forbrugerkredit. Fordeling på residensland foretages månedligt efter indenlandske resider, resider i andre eurolande samt resten af verden, mens der på kvartalsbasis foretages fuld landefordeling på EU-lande.

I EMI var arbejdet frem mod eurolandenes implementering af statistikken i 1998 koncentreret om den nærmere afgrænsning og definition af de enkelte elementer i statistikken, så balancestatistikken opgøres så ensartet som muligt i de enkelte lande. Arbejdet har udmøntet sig i en samling af retningslinjer – en såkaldt "Compilation Guide" udgivet af EMI i 1998. Heri er der lagt vægt på, at de nationale centralbanker indsamler oplysningerne efter samme principper.

Fra den indberettede balancestatistik udledes endvidere den såkaldte reservekravsstatistik, der ligger til grund for beregningen af ECBs reservekrav til kreditinstitutter i euroområdet. I boks 1 beskrives kort reservekravssystemet i euroområdet og anvendelsen af reservekravsstatistikken.

DEN KONSOLIDEREDE MFI-BALANCE FOR EUROOMRÅDET

Hovedparten af ECBs monetære analyse, dvs. analyse af MFIernes aktiver og passiver, sker på basis af den konsoliderede MFI-balance for euroom-

rådet. Ved konsolidering af MFI-balancen elimineres alle mellemværender mellem MFler indbyrdes.

ECB modtager balancestatistikken fra centralbankerne i to dele i form af en separat balance for den nationale centralbank og en samlet balance for alle andre MFler. Ved udarbejdelsen af den konsoliderede MFI-balance for euroområdet summerer ECB først den modtagne balancestatistik til en aggregeret balance for henholdsvis euroområdets centralbanker og alle andre MFler. Herefter summeres de to aggregerede balancer til en samlet balance for alle MFler i euroområdet. Endelig foretages konsolidering af MFI-balancen ved eliminering af MFIernes indbyrdes mellemværender, der primært omfatter ind- og udlån og markedsbaserede fordringer udstedt af MFler.

Den konsoliderede MFI-balance kan ændres over måneden som følge af enten finansielle transaktioner eller andre årsager. Eksempler på finansielle transaktioner er MFIernes nyudlån, køb og salg af værdipapirer samt udstedelse og indfrielse af værdipapirer. Andre årsager til balanceændringer kan være afskrivninger på udlån ved debtors konkurs, ændrede valutakurser og ændrede markedskurser for værdipapirer. I den monetære analyse fokuseres oftest på de balanceændringer, der kan tilskrives finansielle transaktioner. For den konsoliderede MFI-balance opgøres derfor udover balancestatistik også statistik over månedens finansielle transaktioner. I praksis udledes denne statistik på nettobasis som den månedlige balanceændring efter korrektion for andre årsager til balanceændringer end finansielle transaktioner.

Den konsoliderede MFI-balance udgør grundlaget for opgørelsen af pengemængden for euroområdet. Pengemængden er et mål for beholdningen af likvide fordringer hos borgere, virksomheder mv.¹ Normalt sondres der mellem forskellige grader af likviditet og dermed også mellem forskellige pengemængdebegreber. ECB har defineret tre pengemængdebegreber for euroområdet, benævnt M1, M2 og M3, der adskiller sig ved inddragelsen af et voksende spektrum af MFI-sektorens passiver. Den præcise definition af ECBs pengemængdebegreber fremgår af boks 2.

Blandt ECBs pengemængdebegreber er den brede definition af pengemængden, M3, blevet tildelt en fremtrædende rolle i ECBs pengepolitik. Med henblik på at opfylde sin hovedmålsætning om stabile priser for euroområdet har ECB formuleret en pengepolitisk strategi, hvor et af elementerne er annonceringen af en såkaldt referenceværdi for den årlige vækstrate i M3². Referenceværdien fastsættes, så den er forenelig

¹ For en uddybende beskrivelse af pengemængdebegrebet henvises til Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 1999, afsnit 2.1.1.

² ECBs pengepolitiske strategi er forklaret i ECBs Månedsoversigt fra januar 1999.

ECBS PENGEMÆNGDEBEGREBER: M1, M2 OG M3

Boks 2

Fælles for ECBs tre definitioner af pengemængden for euroområdet er en afgrænsning af den pengeskabende sektor til MFI-sektoren¹ og den pengeholdende sektor til alle andre residenter i euroområdet, ekskl. statslige institutioner². Desuden gælder det for alle tre definitioner, at passivernes valutadenominering er underordnet. Forskellen mellem M1, M2 og M3 ligger i inddragelsen af passiver fra den konsoliderede MFI-balance, jf. nedenstående oversigt.

PASSIVER OVER FOR DEN PENGEHOLDENDE SEKTOR I ECBS PENGEMÆNGDEBEGREBER

Seddel- og møntomløb

+ Indlån på anfordring	= M1
------------------------	------

+ Indlån på tidsindskud med løbetid op til og med 2 år	
--	--

+ Indlån med opsigelsesvarsel med løbetid op til og med 3 måneder	= M2
---	------

+ Repoforretninger	
--------------------	--

+ Andele udstedt af pengemarkedsforeninger	
--	--

+ Udstedte pengemarkedspapirer	
--------------------------------	--

+ Udstedte gældsinstrumenter med en løbetid op til og med 2 år	= M3
--	------

I ECBs Månedsoversigt publiceres detaljeret statistik over M1, M2 og M3, herunder årlige vækstrater opgjort på grundlag af månedlige finansielle transaktioner. Senest er denne statistik blevet udvidet med sæsonkorrigerede tidsserier for ECBs tre definitioner af pengemængden for euroområdet. ECB har tidligere publiceret estimerede månedlige tal for M1, M2 og M3 for euroområdet tilbage til 1980.³

¹ ECB har dog valgt at udvide den pengeskabende sektor med statslige institutioner, der tager imod indlån og/eller tætte substitutter til indlån. Statslige institutioner af denne type findes primært i Frankrig og Italien. Samlet tegner disse instrumenter sig kun for en begrænset andel af pengemængden i euroområdet efter alle tre definitioner.

² Den pengeholdende sektor består af kreditorerne til de passiver, der udgør pengemængden. Den statslige sektor og residenter uden for euroområdet, hvis fordringer på MFI-sektoren ikke indgår i pengemængden, betegnes som den pengeneutrale sektor.

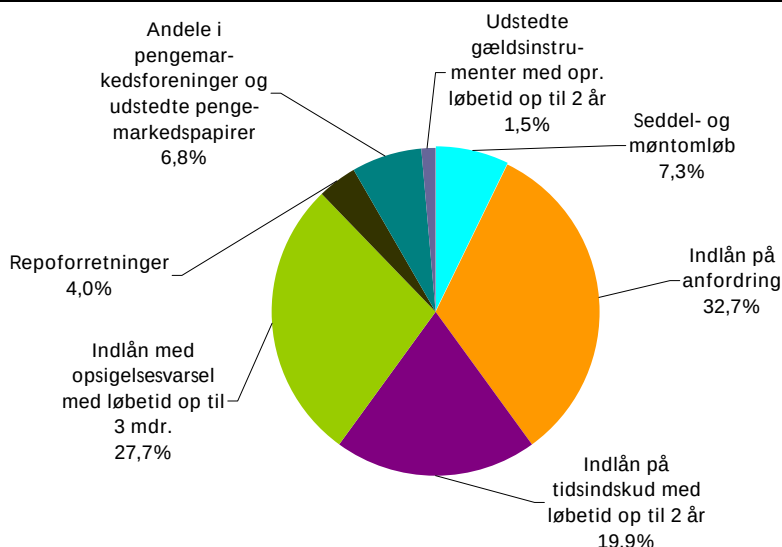
³ ECBs Månedsoversigt fra februar 1999.

med målsætningen om prisstabilitet, som ECB har defineret som en år-til-år stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) i euroområdet på under 2 pct. Aktuelt er referenceværdien en stigningstakt på 4½ pct.

I figur 1 er illustreret sammensætningen af M3 for euroområdet ultimo 1998. Figuren viser, at de markedsbaserede fordringer og repoforretninger, dvs. forskellen mellem M2 og M3, kun udgør en forholdsvis beskeden andel af M3. Indlån på anfordring og med opsigelse repræsenterer tilsammen mere end 60 pct. af M3, mens ca. 20 pct. af M3 består af indlån på tidsindskud. Sedler og mønter tegner sig kun for godt 7 pct. af M3.

FORDELING AF M3 FOR EUROOMRÅDET ULTIMO 1998

Figur 1



Kilde: ECBs Månedsoversigt fra oktober 1999.

På basis af tilgængelig statistik er det muligt at konstruere en analog M3 for Danmark, der kan sammenlignes med euroområdet M3, jf. boks 3.

ECBs monetære analyse omfatter også en detaljeret analyse af udviklingen i pengemængdens modposter, der består af MFI-sektorens øvrige aktiver og passiver, herunder MFI-sektorens kreditgivning. I boks 4 beskrives kort, hvordan ECB anvender den konsoliderede MFI-balance til modpostanalyse.

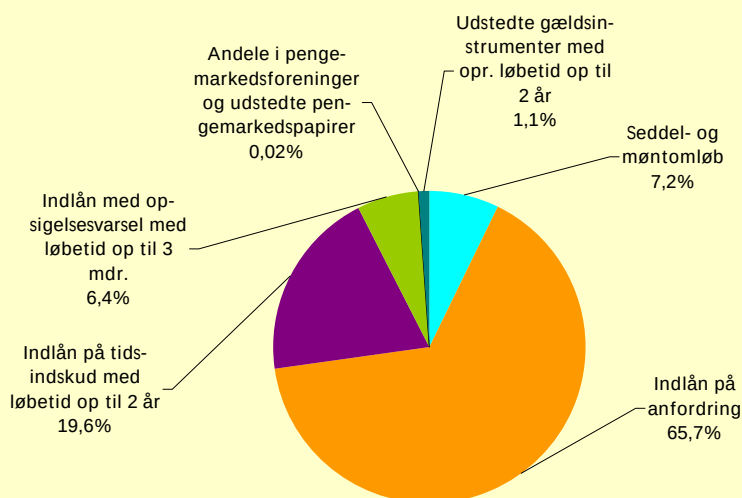
Figur 2 illustrerer sammensætningen af den konsoliderede MFI-balance for euroområdet ultimo 1998 opdelt på aktiver og passiver. Aktivsiden er domineret af MFI-sektorens kreditgivning til euroområdet i form af henholdsvis udlån og værdipapirer udstedt af residerter i euroområdet. Af denne kreditgivning udgøres hovedparten af udlån, der primært ydes til den private sektor. På passivsiden dækker indlån næsten halvdelen af den konsoliderede balancesum, mens summen af indlån, sedler og mønt og udstedte markedsbaserede fordringer tegner sig for ca. 2/3 af balancesummen. Det fremgår ligeledes, at MFI-sektoren i euroområdet ultimo 1998 havde positive nettoaktiver over for resten af verden.

IMPLEMENTERING AF DEN NYE MFI-BALANCESTATISTIK I DANMARK

Efter aftale med brancheorganisationerne i MFI-sektoren blev der i 1996 under Finanstilsynet nedsat "Hovedudvalget for international statistik

I figuren nedenfor er illustreret sammensætningen af M3 for Danmark ultimo 1998. Figuren er baseret på balancerne for de institutioner, der indgik i den danske MFI-sektor ultimo september 1999. Sammenholdt med fordelingen af M3 for euroområdet i figur 1 er det bemærkelsesværdigt, at indlån på anfordring udgør næsten 2/3 af M3 for Danmark. Indlån med opsigelsesvarsel tegner sig omvendt for en væsentlig mindre andel af M3 for Danmark end for euroområdet.

FORDELING AF M3 FOR DANMARK ULTIMO 1998



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Anm.: 1. Der findes ingen tilgængelig statistik over indlån i danske MFier i form af repoforretninger med den pengeholdende sektor. Beløbet er antageligvis insignifikant.

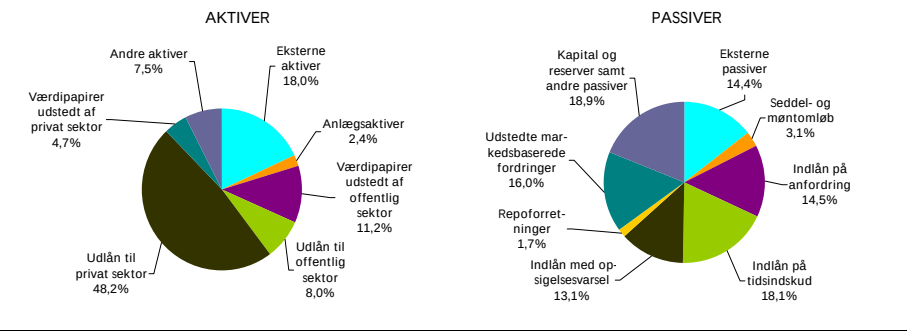
2. I modsætning til den nuværende praksis ved opgørelsen af M3 for euroområdet er der ved opstillingen af M3 for Danmark foretaget fradrag for MFI-udstedte markedsbaserede fordringer, der holdes af udenlandske residerter.

Andele udstedt af pengemarkedsforeninger og udstedte pengemarkedspapirer dækker mindre end en halv promille af M3 for Danmark mod en tilsvarende andel på 6,8 pct. af M3 for euroområdet. Pengemarkedsforeninger er ikke særlig udbredte i Danmark. I praksis omfatter danske pengemarkedspapirer alene Nationalbankens indskudsbeviser, som udelukkende holdes af danske MFier og af banker i Grønland og på Færøerne, og derfor ikke indgår i pengemængden.

Nationalbanken publicerer i dag en pengemængde, hvor det af den danske MFI-sektor alene er pengeinstitutternes og Nationalbankens passiver, der bidrager til opgørelsen. Efter de harmoniserede principper er pengemængden i Danmark ultimo 1998 482,3 mia.kr. mod 476,7 mia.kr. efter de nuværende principper. Fordelingen af passiverne i den nuværende pengemængde afviger desuden ikke væsentligt fra fordelingen illustreret i figuren ovenfor.

DEN KONSOLIDEREDE MFI-BALANCE FOR EUROOMRÅDET ULTIMO 1998

Figur 2



Kilde: ECBs Månedsoversigt fra oktober 1999.
Anm.: Eksterne passiver er opgjort ekskl. markedsbaserede fordringer, der holdes af residerter uden for euroområdet.

ANALYSE AF UDVIKLINGEN I PENGEMÆNGDENS MODPOSTER

Boks 4

ECB strukturerer som hovedregel sin analyse af modposterne til pengemængden over følgende forenklede version af den konsoliderede MFI-balance for euroområdet¹.

DEN KONSOLIDEREDE MFI-BALANCE FOR EUROOMRÅDET	
Aktiver	Passiver
Kreditgivning til euroområdet	M3
Eksterne nettoaktiver	Langfristede finansielle passiver
Andre aktiver	Andre passiver

Kreditgivningen til euroområdet består af MFI-sektorens udlån til ikke-MFler, dvs. offentlige myndigheder samt borgere og virksomheder, og MFI-sektorens beholdning af værdipapirer udstedt af ikke-MFler. Eksterne nettoaktiver er defineret som forskellen mellem MFI-sektorens aktiver og passiver over for modparter uden for euroområdet, dvs. som MFI-sektorens "udlandsstilling". MFI-sektorens langfristede finansielle passiver omfatter indlån og udstedte gældsinstrumenter, der ikke inkluderes i M3 (se boks 2), samt kapital og reserver. Endelig er materielle og immaterielle anlægsaktiver blevet medregnet i andre aktiver.

ECBs Månedsoversigt indeholder hver måned en detaljeret analyse af udviklingen i modposterne til M3. Balanceprincippet indebærer, at M3 og modposterne til M3 pr. definition altid ændrer sig parallelt. Herfra kan der imidlertid ikke udledes nogen kausal sammenhæng mellem M3 og de enkelte M3-modposter. I stedet varierer M3 og hovedparten af modposterne til M3 med de samme makroøkonomiske variabler, såsom rente, inflation, BNP-vækst mv. ECB lægger normalt mest vægt på at forklare udviklingen i modposterne til M3 ud fra disse variabler.

¹ Anvendelsen af modpostanalyse i en dansk sammenhæng er nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 1999, afsnit 2.1.4.

for den finansielle sektor" samt en række arbejdsgrupper med henblik på at tilpasse den danske balancestatistik til de nye standarder for henholdsvis pengeinstitutter, realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter og pengemarkedsforeninger. For pengeinstitutterne og realkreditinstitutterne indebar dette udarbejdelse af nye indberetningsskemaer med tilhørende forskrifter. For realkreditinstitutterne bliver der samtidig tale om, at statistikken udvikles til et niveau, der svarer til pengeinstitutternes.

Det forberedende arbejde med de nye balancestatistikker for arbejdsgrupperne i MFI-sektoren er nu afsluttet, og implementeringen er i fuld gang. Institutionerne indberetter efter planen for første gang statistik efter de nye retningslinjer for december 2000.

Sammenlignet med hidtil skal flere indberette balancestatistik. Det drejer sig ud over Nationalbanken om de kreditinstitutter, der ikke er penge- eller realkreditinstitutter, idet de også er omfattet af afgrænsningen af MFI-begrebet. Endvidere vil der som noget nyt blive indsamlet statistik fra de mindste pengeinstitutter, og endelig introducerer MFI-balancestatistikken begrebet pengemarkedsforeninger i statistisk forstand i Danmark.

Principperne i ECBs Compilation Guide er indarbejdet i de danske indberetningsforskrifter. Dette indebærer, at balancestatistikken på enkelte punkter fremover vil afvige fra de danske regnskabsprincipper. For de nuværende statistikindberettere betyder dette bl.a. ændring af den statistiske afgrænsning og definition af flere af balancens poster. Indberetterne skal desuden overgå til månedlig og mere omfattende værdiansættelse af balancens poster til markedsværdi end i dag. Endelig skal indberetterne fremover fordele instrumenterne på basis af oprindelig løbetid i modsætning til den nuværende fordeling efter restløbetid.

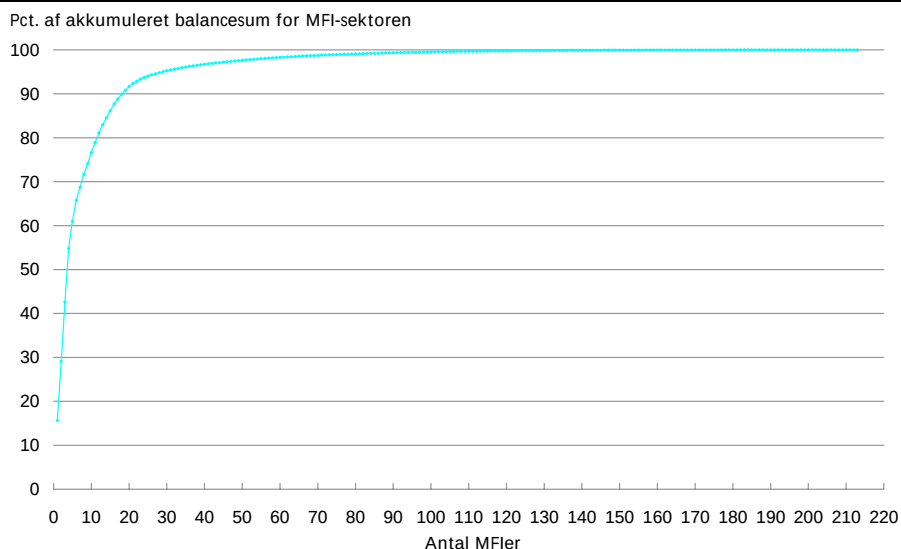
Selve reservekravsstatistikken udarbejdes ikke i Danmark, og indberetning af de balanceposter, der specifikt relaterer sig hertil, bliver derfor valgfri.

Tilrettelæggelsen af statistikindsamlingen mellem myndighederne indebærer, at finansiell statistik fremover principielt vil blive indberettet til Nationalbanken. I praksis medfører det, at den kvartalsvise sektor-/branche-statistik integreres i balancestatistikken, ligesom indberetninger til indirekte opgørelse af den finansielle sektors bidrag til bruttonationalindkomsten bliver en integreret del af det kommende rapporteringssystem. For de MFl'er, der indberetter til disse statistikker, bliver der tale om en mere ensartet og rationel indberetningsform.

I tilpasningen af den danske balancestatistik er det efter aftale med indberetterne endvidere besluttet at forenkle indberetningsgrundlaget

DEN AKKUMULEREDE BALANCESUM FOR DANSKE MFIER ULTIMO 1998

Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Anm.: Ekskl. Danmarks Nationalbank.

ved at integrere de månedlige og kvartalsvise statistikkkrav i ét og samme skemasæt.

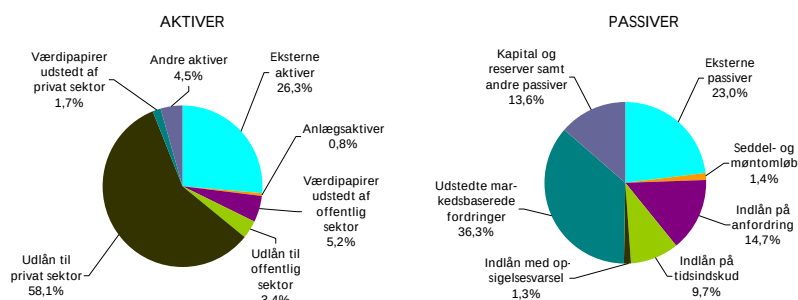
Ud over Danmarks Nationalbank tæller den danske MFI-sektor ifølge den seneste opgørelse i alt 213 MFier. Heraf er 195 pengeinstitutter (inkl. herværende filialer af udenlandske pengeinstitutter), 10 realkreditinstitutter, 3 pengemarkedsforeninger og 5 kreditinstitutter, som ikke er penge- eller realkreditinstitutter. Det fremgår af boks 3 i foregående afsnit, at en udvidelse af den pengeskabende sektor til at omfatte hele MFI-sektoren kun i meget begrænset omfang vil påvirke niveauet for pengemængden og dens fordeling.

I den danske balancestatistik vil der blive gjort brug af et såkaldt "haleprincip", der åbner mulighed for et reduceret indberetningsomfang for de mindste MFier. I praksis vil haleprincippet, der ligeledes finder anvendelse i ECB-forordningen om MFI-balancestatistikken, blive udmøntet i, at de institutioner, der repræsenterer under 5 pct. af den akkumulerede balancesum for MFI-sektoren, ikke skal indberette med fuldt detaljeret opdeling på lande og valutaer. For disse indberettere vil indberetningsomfanget nogenlunde svare til det nuværende.

At en stor andel af de danske MFier vil blive berørt af ovennævnte haleprincip, fremgår af figur 3. Således vil kun omtrent 35 MFier blive fuldt rapporterende. Af de resterende MFier vil de 95 mindste institutioner alene skulle indberette på kvartalsbasis. Kriteriet for indberetning på kvartalsbasis er en balancesum under 300 mio.kr. på opgørelsestids-

DEN KONSOLIDEREDE MFI-BALANCE FOR DANMARK ULTIMO 1998

Figur 4



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Anm.: Eksterne passiver er opgjort inkl. MFI-udstedte markedsbaserede fordringer, der holdes af resider i udlandet.

punktet¹. Balancesummen for disse 95 institutioner udgør under ét mindre end 3 promille af sektorens samlede balancesum.

Figur 4 viser sammensætningen af den konsoliderede MFI-balance for Danmark ultimo 1998, som den kan konstrueres på basis af tilgængelige statistikker. På aktivsiden udgør den danske MFI-sektors kreditgivning til den private sektor næsten 60 pct. af den konsoliderede balancesum, hvoraf langt den overvejende del er i form af udlån. På passivsiden er det en væsentlig forskel i forhold til den konsoliderede MFI-balance for euroområdet, at det samlede indlån kun tegner sig for ca. 26 pct. af den danske MFI-sektors konsoliderede balance. I stedet udgør de udstedte markedsbaserede fordringer den væsentligste type af instrumenter på den konsoliderede passivside, hvilket skal ses i lyset af realkreditinstitutternes store betydning på det danske kapitalmarked. Som MFierne i euroområdet havde også den danske MFI-sektor positive nettoaktiver over for udlandet ultimo 1998.

AFSLUTNING

Med indførelsen af den nye MFI-balancestatistik i Danmark opnås et væsentligt bidrag til at øge sammenligneligheden af den finansielle statistik i Danmark med tilsvarende statistik i de øvrige EU-lande samt euroområdet. Derudover opnås en betydeligt mere detaljeret statistik end den nuværende. Dermed bliver grundlaget for analyse af udviklingen i den danske MFI-sektors ind- og udlån forbedret.

Den harmoniserede balancestatistik for MFier har givet ECB et betydningsfuldt redskab til brug for den monetære analyse for euroområdet.

¹ Denne afgrænsning svarer i hovedtræk til afgrænsningen af pengeinstitutter i gruppe 4, dvs. pengeinstitutter med en arbejdende kapital under 250 mio.kr., under Finanstilsynets gruppering af pengeinstitutter i Danmark.

MFI-balancestatistikken ligger til grund for opgørelsen af ECBs definerede pengemængdebegreber for euroområdet og anvendes derudover også til analyse af udviklingen i modposterne til pengemængden. At ECB tillægger begge aspekter stor vægt i den løbende vurdering af den finansielle og monetære udvikling i euroområdet fremgår bl.a. af ECBs Månedsoversigt, der hver måned indeholder detaljerede analyser af udviklingen i både pengemængde og modposter.

For at opnå et mere dækkende billede af den monetære og finansielle udvikling i EU er der ud over MFI-balancestatistikken behov for en række yderligere finansielle statistikker på harmoniseret grundlag. I EMIs statistikpakke blev der redegjort for de overordnede retningslinjer for disse statistikker, der dækker bl.a. rentestatistik for primært MFI-sektorens ind- og udlån, værdipapirstatistik og balancestatistik for finansielle institutioner, der ikke er MFler. I sin månedsoversigt offentliggør ECB flere af disse statistikker. ECB og de nationale centralbanker vil i den nærmeste fremtid arbejde på at udvikle og harmonisere disse statistikker yderligere. Derudover vil ECB fortsætte med forberedelserne af de resterende statistikker fra EMIs statistikpakke samt andre statistikker, der ikke var indeholdt i statistikpakken, men som efterfølgende har vist sig formålstjenlige i analysen af den monetære og finansielle udvikling.

Måling af finanspolitikken

Niels Lynggård Hansen, Statistisk Afdeling, og
Dan Knudsen, Økonomisk Afdeling

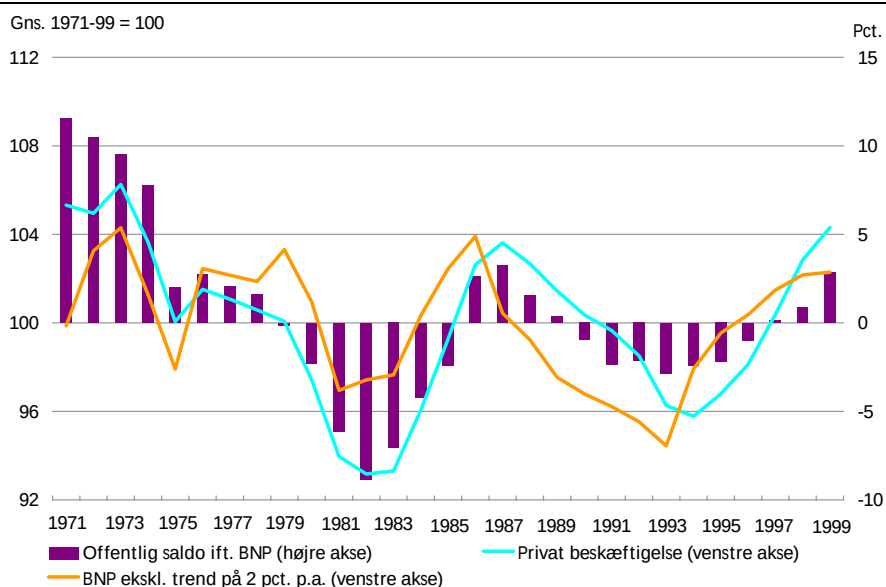
OFFENTLIGE FINANSER OG ØKONOMISK AKTIVITET

Den offentlige sektors budgetsaldo er blevet stadig bedre siden 1993. Forbedringen skyldes i høj grad det økonomiske opsving i Danmark. De offentlige financer blev også klart forbedret under højkonjunktoren fra 1982 til 1986 og mærkbart forværret under den følgende lavkonjunktur. Figur 1 viser samvariationen mellem offentlig saldo og den økonomiske aktivitet målt ved dels den private beskæftigelse, dels BNP rensset for en trend på 2 pct. p.a. Opgørelsen for 1999 bygger på Økonomiministeriets skøn.

Under en økonomisk opgang med vækst i indkomster, forbrug, produktion og beskæftigelse vil det offentliges indtægter stige på grund af voksende skatter og afgifter samt faldende udgifter til fx dagpenge, og modsat under et tilbageslag.

AKTIVITETSNIVEAU OG DE OFFENTLIGE FINANSER

Figur 1



Finanspolitikken skal vurderes og tilrettelægges under hensyn til disse sammenhænge. Under en højkonjunktur er det hensigtsmæssigt at holde igen med udgifterne for at sikre råderum i mindre gunstige tider, hvor den offentlige saldo automatisk presses nedad. Tankegangen er ikke ny og indgår fx som et af elementerne bag EU-landenes stabilitets- og vækstpagt. Pagten er vedtaget for at sikre finanspolitikken råderum i EU-landene og indebærer, at et lands offentlige finanser skal være tæt på balance eller i overskud over en konjunkturcykel.¹

Selvom sammenhængen mellem økonomisk aktivitet og offentlige finanser er både tydelig og vigtig, er det ikke på forhånd givet, hvordan man måler og korrigerer for konjunkturens indflydelse på den offentlige saldo. Man skal både skønne, hvor meget den aktuelle konjunktursituation afviger fra det normale, og hvad afvigelsen betyder for det offentlige budget.

I denne artikel diskuteres den såkaldte strukturelle saldo, som angiver den del af den offentlige sektors saldo, der ikke skyldes den konjunkturmæssige udvikling. Som omdrejningspunkt for diskussionen opstiller vi selv en strukturel saldo med udgangspunkt i fastkurspolitikens krav til lønudvikling og arbejdsmarked. Niveauet for den strukturelle saldo kan bruges til at sige, om finanspolitikken er passende, og ændringer i den strukturelle saldo belyser ændringer i finanspolitikken. Ændringer i finanspolitikken kan også måles på anden vis. I den danske debat benyttes ofte den såkaldte finanseffekt, som beregnes af Finansministeriet. Finanseffekten angiver en modelberegnet virkning på BNP af ændringer i de finanspolitiske instrumenter. Finanseffekt og ændring i den strukturelle saldo er ikke det samme, men udtrykker et langt stykke ad vejen to sider af samme sag, og artiklen sammenholder de to mål.

Det følgende afsnit giver et bud på en strukturel saldo. Det følges af et afsnit om finanspolitikens aktivitets- og budgeteffekt, hvor den økonomiske kvartalsmodel Mona og Monas finanspolitiske variable bruges til at beregne BNP- og budgetvirkning af ændringer i de finanspolitiske instrumenter. Et særskilt afsnit illustrerer, hvorledes finanseffekt og strukturelt budget er relateret. Til sidst kommer nogle afsluttende kommentarer.

DEN STRUKTURELLE BUDGETSALDO

Opgørelse og anvendelse af begrebet strukturel budgetsaldo er især udbredt i en række internationale organisationer som OECD, EU og IMF.

¹ For en introduktion til stabilitets- og vækstpagten, herunder en diskussion af de bagvedliggende økonomiske rationaler, se Marco Buti, Daniele Franco og Hedvig Ongena, *Fiscal discipline and flexibility in EMU: The implementing of the Stability and Growth Pact*, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 14, nr. 3, 1998.

I Danmark er størrelsen bl.a. offentliggjort af Finansministeriet i diverse Finansredegørelser. De forskellige institutioners opgørelse af Danmarks strukturelle budgetsaldo er ikke sammenfaldende, men bygger på forskellige metoder. Den strukturelle saldo er ikke noget konkret, man uden videre kan måle. Til opgørelsen kræves antagelser for at beskrive, hvor langt den faktiske økonomiske situation er fra en ligevægt.

Alle metoder beregner den strukturelle saldo som faktisk saldo renset for effekten af, at økonomien afviger fra ligevægt. Ligesom fx OECD og Finansministeriet vælger vi at fokusere på, om produktionen målt ved BNP er i ligevægt. Beregningen af den strukturelle saldo kan deles op i tre trin.

Først bestemmes et outputgab som forskellen mellem faktisk BNP og et estimeret potentielt BNP. Som andet trin vurderes saldoens konjunkturfølsomhed eller konjunkturelasticitet, dvs. sammenhængen mellem outputgab og de konjunkturfølsomme poster på den offentlige sektors saldo. I tredje trin bestemmes budgetsaldoens cykliske komponent ved at multiplicere outputgab med konjunkturelasticiteten. Den strukturelle saldo er den faktiske budgetsaldo minus den cykliske komponent. Hvis outputgab i et år er nul, er strukturel saldo lig faktisk saldo.

Vi opgør potentielt BNP med udgangspunkt i produktionsfunktionen for private byerhverv i Nationalbankens kvartalsvise model, Mona, hvor output er en funktion af indsatsen af arbejdskraft og kapital. I figur 2 vises residualledet i den langsigtede produktionsfunktion. Det vil sige forskellen på faktisk produktion og den produktion, som normalt ville følge af den faktiske indsats af arbejdskraft og kapital. Produktionsfunktionens residualled kan tolkes som samlet faktorproduktivitet renset for trend. Positive tal for de enkelte års residual, dvs. et højt output i forhold til faktorinput, udtrykker, at produktionskapaciteten er presset, som i fx 1997 og 1998.

Den potentielle produktion bestemmes ved i produktionsfunktionen at erstatte faktisk beskæftigelse med potentiel beskæftigelse. Hermed menes beskæftigelsen ved ligevægt på arbejdsmarkedet.

Man kan forstå flere ting ved ligevægt på arbejdsmarkedet. Ofte refereres til, at pris- og lønstigningerne stabiliseres ved en såkaldt naturlig arbejdsløshedsprocent. Det vil vi dog ikke bruge som udgangspunkt. I stedet tages udgangspunkt i fastkurspolitikken.

Fastkurspolitikken knytter kronen til euroen og før den til D-marken. For at sikre samme prisstabilitet som hos valutaankeret og af hensyn til konkurrenceevnen og de langsigtede beskæftigelsesmuligheder er det en naturlig del af fastkurspolitikken målsætning, at vi følger valutaankerets lønudvikling. Til og med 1998 ville det sige tysk lønstigning, og i dag er euroområdet lønstigning afgørende.

Den samlede danske konkurrenceevne påvirkes selvfølgelig også af lønomkostningerne i lande uden for euroområdet, men det er centralt at have den lønmæssige konkurrenceevne i orden over for valutaankeret. Hvis både Danmark og euroområdet har for høje lønomkostninger i forhold til omverden, påvirker det kursen på euro og krone over for andre valutaer. Hvis Danmark er alene om problemet med høje lønomkostninger, påvirker det ikke kursen på euro og krone over for andre valutaer.

Det er ikke nødvendigt, at Danmark hvert eneste år har samme lønstigning som euroområdet. Har dansk eksport svært ved at konkurrere, kan vi i en periode have behov for at ligge under euroområdets lønstigning. Omvendt kan en særlig god konkurrenceevne tillade, at vi et stykke tid ligger over de andres lønstigning. Men på langt sigt forudsætter en holdbar udvikling, at dansk økonomi i gennemsnit har samme lønstigningstakt som valutaankeret. Der tænkes her på lønomkostninger pr. time og ikke pr. produceret enhed. Dermed ses bort fra eventuelle forskelle på produktivitetstigningen i henhold til landenes nationalregnskaber. Vi antager, at sådanne i højere grad afspejler forskellig produktionssammensætning og måleproblemer, end at de påvirker konkurrenceevnen. Hvis produktiviteten i en branche stiger særlig stærkt, skal den tilhørende varepris også udvikle sig særlig svagt på grund af konkurrencen, så der er ikke nødvendigvis basis for stærke lønstigninger i sådanne brancher. Er et land generelt præget af gammel teknologi samt dårligt uddannet og billig arbejdskraft, kan indhentning af andre lande også indebære en lønindhentning, men det er ikke Danmarks situation over for euroområdet.

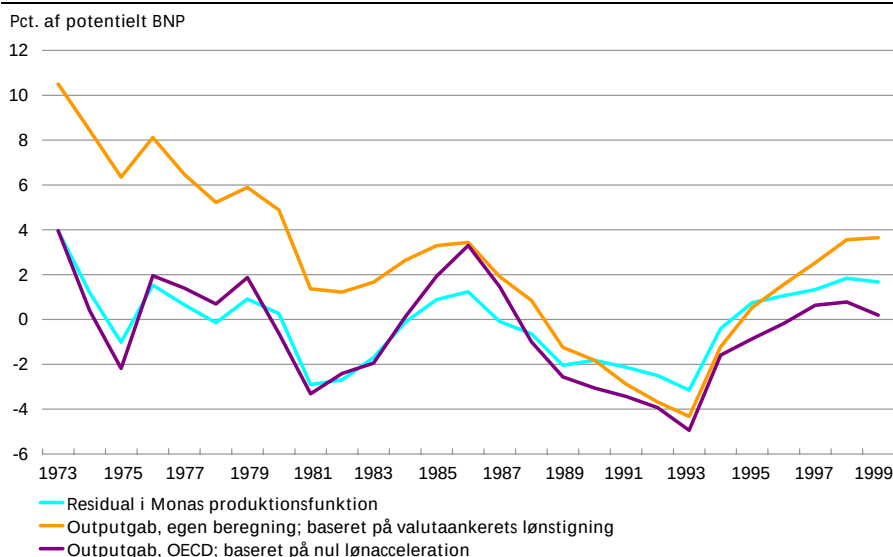
Med udgangspunkt i lønrelationen i Nationalbankens model Mona¹ udledes, hvad ledigheden skulle have været siden begyndelsen af 1970'erne for at sætte dansk lønudvikling på et tysk spor. Udledningen sker ved at "vende lønrelationen på hovedet", så den i stedet for at beregne lønstigningen for given ledighed, beregner ledigheden for given lønstigning – in casu den tyske. Ifølge lønrelationen afhænger lønstigningen ikke bare af ledigheden. Fx vil det øge lønstigningen at øge dagpengeniveauet i forhold til lønniveauet. Det betyder, at en forøgelse af dagpengene i forhold til lønnen også øger den beregnede ligevægtsledighed eller strukturelle ledighed.

Når vores bud på strukturel ledighed er beregnet, følger potentiel beskæftigelse som arbejdsstyrke minus strukturel ledighed, og potentielt BNP følger af at indsætte potentiel beskæftigelse i produktionsfunktio-

¹ Se Niels Lynggård Hansen, Lønudviklingen i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1998.

PRODUKTIONSFUNKTIONENS RESIDUAL OG TO MÅL FOR OUTPUTGAB

Figur 2



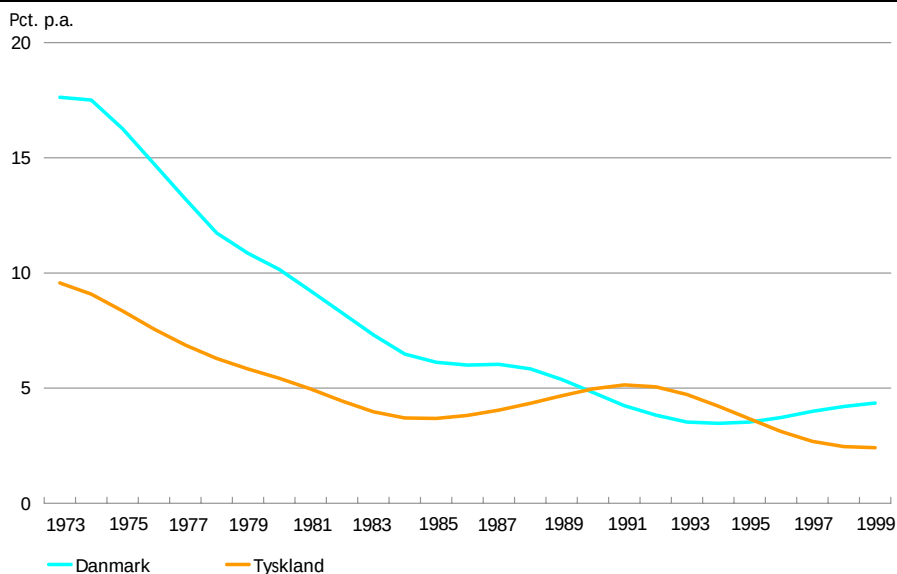
nen¹. Forskellen mellem faktisk og potentiel BNP er outputgab, som er vist i figur 2 sammen med ovennævnte residual i produktionsfunktionen.

I år, hvor potentiel beskæftigelse er lig faktisk, er outputgabets lig residualen i produktionsfunktionen, og outputgabets afspejler alene faktorproduktiviteten, jf. ovenfor.

Det beregnede outputgab har mange træk fælles med residualen i produktionsfunktionen, men der er også forskelle. Især bemærkes, at outputgabets er betydeligt større i 1970'erne og noget større i 1999. Forskellen udtrykker, at faktisk beskæftigelse lå betydeligt over potentiel beskæftigelse i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne samt noget over i 1999. Det kan, jf. metoden til beregning af potentiel beskæftigelse, relateres til forskellen på lønstigningen i Danmark og Tyskland. I 1970'erne var dansk lønstigning betydelig større end tysk, jf. figur 3.

Den anvendte metode til opgørelse af outputgabets er nemmest at følge med et klart fastkursregime som det nuværende, hvor der siden 1987 ikke er ændret ved centalkursen over for D-mark. På den anden side virker det som en rimelig beskrivelse af dansk økonomi i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, når metoden angiver, at det faktiske output dengang lå betydeligt over det potentielle output, og der var behov for at hæve det potentielle output. Trods arbejdsløsheden var beta-

¹ Potentielt BNP for den samlede økonomi fås ved at addere potentielt BNP i byerhverv med faktisk BNP uden for byerhverv. For at undgå tilfældige udsving i strukturel ledighed og potentielt BNP er beregningerne i vidt omfang baseret på glattede tidsrækker, som fokuserer på trenden – fx glattet lønstigning og glattet beskæftigelse. Udglatningen er lavet ved hjælp af det såkaldte HP-filter.



lingsbalancen hele tiden i underskud. Opfyldelse af en simpel målsætning om lav løn- og prisstigning ville dengang let have krævet en betydeligt højere arbejdsløshed, end man nåede at få. Sagt med andre ord, ville lav inflation have forudsat en betydelig indsats på datidens arbejdsmarked, hvor der fx var automatisk dyrtidsregulering af lønnen. Sammenfattende vurderes, at den mere eller mindre udtalte justeringspolitik for kronen før 1982 ikke var en holdbar strategi. Den manglende holdbarhed viser sig i vores beregning som et betydeligt outputgab, som afspejler behovet for at reducere de høje danske lønstigninger.

Det ligger i metoden, at det opstillede outputgab ikke er et absolut begreb. Er lønstigningerne store hos valutapartnerne, er der umiddelbart plads til mere beskæftigelse. Der indgår med andre ord på det korte sigt en afvejning mellem lønstigning og arbejdsløshed, hvilket følger af den estimerede lønrelation. Lønrelationen udtrykker på det punkt den umiddelbare sammenhæng i danske data. Det er givetvis en anden sag at udnytte denne sammenhæng systematisk, ikke mindst fordi det vil øge inflationsforventningerne. Permanent høj lønstigning og høj inflation hos valutapartnerne ville ikke give holdbare beskæftigelsesgevinster. Desuden kan det være omkostningsfyldt at bringe inflationsforventningerne ned gennem en stram økonomisk politik. Euroområdet, ECB, har en målsætning om højst 2 pct. inflation, hvilket indebærer, at euroområdets lønstigninger bliver beskedne og i gennemsnit måske 3,5 pct.

Det beregnede mål for outputgabets kan sammenlignes med OECDs outputgab, som også er indtegnet i figur 2. De to outputgab har mange fælles træk, men det her beregnede outputgab ligger generelt højere, specielt i 1970'erne og i mere moderat grad i de seneste år. OECD anvender også en produktionsfunktion ved fastlæggelsen af potentielt BNP. De bruger selvfølgelig ikke Monas produktionsfunktion, men formentlig en der ligner, for OECDs outputgab ligger relativt tæt ved residualen i Monas produktionsfunktion. Det udtrykker, at OECDs potentielle beskæftigelse ligger tættere på den faktiske beskæftigelse, end vores potentielle beskæftigelse gør.

OECD opgør outputgab og strukturel saldo for mange lande og anvender den samme grundlæggende metode til alle lande uanset penge- og valutapolitisk regime. OECDs opgørelse af potentiel beskæftigelse har ikke udgangspunkt i udenlandske lønstigninger, men i at en holdbar lønudvikling er en uændret lønstigningstakt uanset niveauet. Metoden implicerer, at dansk økonomi på langt sigt er bundet til et niveau for arbejdsløsheden, som fjerner enhver tendens til lønacceleration (Non Accelerating Wage Rate of Unemployment). Det ligger i denne tilgang til ligevægt på arbejdsmarkedet, at opgang i lønstigningstakten afslører, at arbejdsløsheden er under sit ligevægtsniveau, mens konstant lønstigningstakt tyder på, at arbejdsmarkedet er i ligevægt. Metoden indebærer groft sagt, at der ved given arbejdsmarkedspolitik er netop én strukturel arbejdsløshedsprocent, en naturlig arbejdsløshed, hvor økonomien er i langsigtlig ligevægt. Der er ikke noget galt med den principielle argumentation, men det er svært at sætte tal på et langsigtet ligevægtsbegreb som den naturlige arbejdsløshed.

De senere år er lønnen steget stærkere i Danmark end i Tyskland. Samtidig har vores lønstigningstakt i en periode været ret stabil trods faldende registreret ledighed. Da vores mål koncentrerer sig om afvigelsen til parterne i valutasamarbejdet, forklarer det, at vi for de senere år angiver en større afstand fra faktisk ned til potentielt output, end OECD gør. Vort positive outputgab i 1999 rummer et signal om at indrette den økonomiske politik med henblik på at få den nuværende lønstigning på ca. 4,5 pct. ned i retning af euroområdet niveau på p.t. under 3 pct. OECDs outputgab omkring nul signalerer, at det på langt sigt er muligt at holde lønstigningen under 3 pct. og i det hele taget vilkårligt lav ved den nuværende ledighed. Dermed fremstår den nuværende ledighed som den strukturelle ledighed uanset behovet for, at lønstigningen kommer ned på linje med euroområdet.

OECDs og vores mål for strukturel arbejdsløshed og outputgab er ikke nødvendigvis uforenelige størrelser. De to metoder kan godt forenes og opfattes som supplerende hinanden med betragtninger på henholdsvis

langt og kort sigt. Vi har opstillet et mere kortsigtet mål for outputgabet, da det er svært at fastlægge den naturlige arbejdsløshed. Desuden stiller forskellen på lønstigningen i Danmark og euroområdet særlige krav, da dansk finans- og arbejdsmarkedspolitik er alene om at styre konjunkturudviklingen. Pengepolitikken er afsat til at holde kronen stabil over for euro.

Uden konjunkturpolitisk reaktion i finans- og arbejdsmarkedspolitikken vil en for stærk lønudvikling i Danmark blive elimineret via den afdæmpning, som til syvende og sidst følger af faldende konkurrenceevne og tab af markedsandele. En sådan negativ tilpasning koncentreret om eksporten er uforenelig med hensynet til betalingsbalancen og med den tilsigtede reduktion af udlandsgælden. Det er hensigtsmæssigt, at finans- og arbejdsmarkedspolitikken reagerer på en forskellig lønstigning i Danmark og euroområdet, og det er det samme som at reagere på vores simple outputgab.

Ud over outputgabet skal vi til en strukturel saldo bruge et mål for de offentlige financers konjunkturfølsomhed. Ved hjælp af Mona er det beregnet, at den offentlige sektors saldo forbedres med omkring 0,85 pct. af BNP, når BNP stiger med 1 pct. Det gengiver saldoeffekten efter et par år ved stød til den samlede efterspørgsel, hvor beskæftigelsen har nået at tilpasse sig det højere BNP. Skønnet svarer nogenlunde til Finansministeriets estimationer, jf. diverse Finansredegørelser. Første års saldpåvirkning er mindre og ligger nærmere omkring 0,5 pct. af BNP.

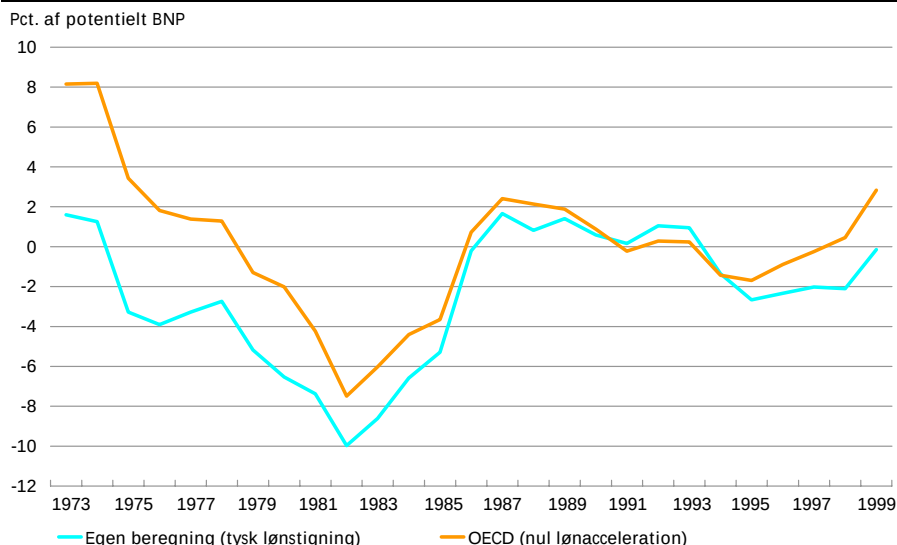
Som det fremgår, forenkler vi det offentlige budgets konjunkturfølsomhed til en enkelt elasticitet over for BNP og dermed over for outputgabet. BNP er et bredt mål for den økonomiske aktivitet. Skulle der fx tages hensyn til, at det private forbrug på grund af afgiftsindholdet betyder mere for de offentlige nettoindtægter end eksport og investeringer, ville det komplicere beregningerne. Det ville være nødvendigt at inddrage efterspørgslens sammensætning.¹ I stedet har vi som OECD (og andre institutioner) forenklet forudsætningerne og beregner den strukturelle saldo ved at trække konjuncturelasticitet gange outputgab fra den faktiske saldo i pct. af BNP.

I forhold til OECDs beregninger fås helt overvejende en dårligere strukturel saldo i hele den betragtede periode fra 1973 til i dag. Det afspejler primært forskellen på de beregnede outputgab. Efter at have været tæt på ligevægt siden midten af 1980'erne, jf. figur 4, blev den strukturelle saldo forværret i 1993 og 1994 – den såkaldte kick-start af dansk økonomi og indledningen til det nuværende opsving. Forbedrin-

¹ Hvis et positivt outputgab af hensyn til betalingsbalancen ønskes lukket via lavere forbrugskvot og ikke via lavere eksport og investeringer, forværres den offentlige saldo relativt meget. Forbruget er i modsætning til eksport og investeringer belagt med afgifter, og lavere forbrugskvot giver lavere afgiftstryk.

STRUKTUREL SALDO

Figur 4



gen efter 1994 af den faktiske saldo, der i 1999 skønnes at vise et overskud på 3 pct. af BNP, er ikke slået tilsvarende ud i den strukturelle budgetsaldo, som synes tæt på balance. Det afspejler, at forbedringen af de offentlige finanser først og fremmest skyldes den stærke økonomiske udvikling siden 1993, som samtidig har ført til højere lønstigninger end i fx Tyskland.

FINANSPOLITIKKENS BUDGET- OG AKTIVITETSEFFEKT

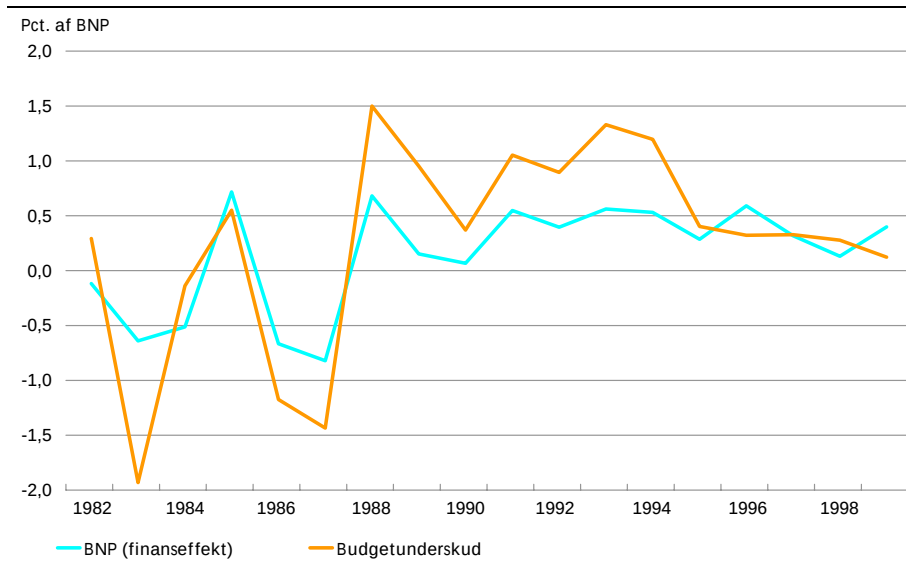
En strukturel saldo er i henhold til beregningsmådens principper upåvirket af konjunktursituationen, men kan påvirkes med finanspolitik og arbejdsmarkedspolitik. Fx vil en finanspolitisk stramning forbedre den strukturelle saldo. Ændringen fra år til år i den strukturelle saldo siger derfor noget om retningen på bl.a. finanspolitikken.

Finanspolitikken kan imidlertid også måles på anden vis. Finansministeriet vurderer ikke primært den økonomiske politik ud fra udviklingen i en strukturel saldo. Vurderingen af finanspolitikken er derimod i høj grad centreret om de finanseffekter, som ministeriet beregner.

Beregningen går ud på at identificere aktivitetseffekten af den såkaldte diskretionære del af finanspolitikken. Det vil sige den del af politikken, som indebærer aktive politiske beslutninger. Instrumenterne i finanspolitikken gennemgås i princippet enkeltvis. Har der været ændringer, findes aktivitetseffekten ved at gange med første års BNP-

MONA-BEREGET FINANSPOLITISK EFFEKT PÅ BNP OG BUDGETUNDERSKUD

Figur 5



multiplikatorer i henhold til den makroøkonomiske model ADAM. Det må tilføjes, at der i praksis er mange arbitrære elementer i afgrænsningen af den diskretionære eller aktive del af finanspolitikken.

Til brug for denne artikels beregninger anvendes Finansministeriets principper på Monas finanspolitiske variable. Fx ses alle ændringer i skatte- og afgiftssatser som aktiv finanspolitik. Alle ændringer i offentlig beskæftigelse eller varekøb i faste priser er aktiv politik, og det er aktiv politik, hvis stigningen i offentlige løn- og transfereringssatser afviger fra stigningen i privat løn.

Finanseffekten er første års BNP-virkning af de aktive instrumentændringer. Man kan også vurdere de aktive instrumentændringer ved deres umiddelbare virkning på den offentlige saldo. Mens BNP-virkningen kræver en beregning med hele Mona og afhænger af modellens adfældsrelationer så som forbrugs- og investeringsrelationerne, kræver den umiddelbare budgeteffekt kun, at man anvender Monas ligninger for offentlige indtægter og udgifter. Finanseffekten på BNP er i figur 5 sammenlignet med de tilhørende instrumentændringers umiddelbare effekt på det offentlige budgetunderskud.

De to mål samvarierer svarende til, at ekspansiv finanspolitik øger BNP og forværrer budgettet. Korrelationen er ikke perfekt, da et givet provenu kan have forskellig effekt på første års BNP afhængig af, hvilke instrumenter der benyttes. Eksempelvis påvirkes BNP direkte, hvis den offentlige beskæftigelse og dermed produktionen i den offentlige sek-

tor øges. Derimod virker en skattenedsættelse først i takt med, at husholdningerne reagerer på den øgede disponible indkomst ved at øge forbruget og får virksomhederne til at sætte produktionen i vejret. Dermed får offentligt ansatte for 1 mia.kr. nærmest pr. definition større første års BNP-virkning end 1 mia.kr. skatteprovenu. Et andet eksempel er, at afgifter virker hurtigere på forbrug og BNP end direkte skatter, når forbruget som i Mona-modellen reagerer hurtigere, hvis prisniveauet øges 1 pct. som følge af øgede afgifter, end hvis den nominelle indkomst sænkes 1 pct. på grund af øget indkomstskat.¹

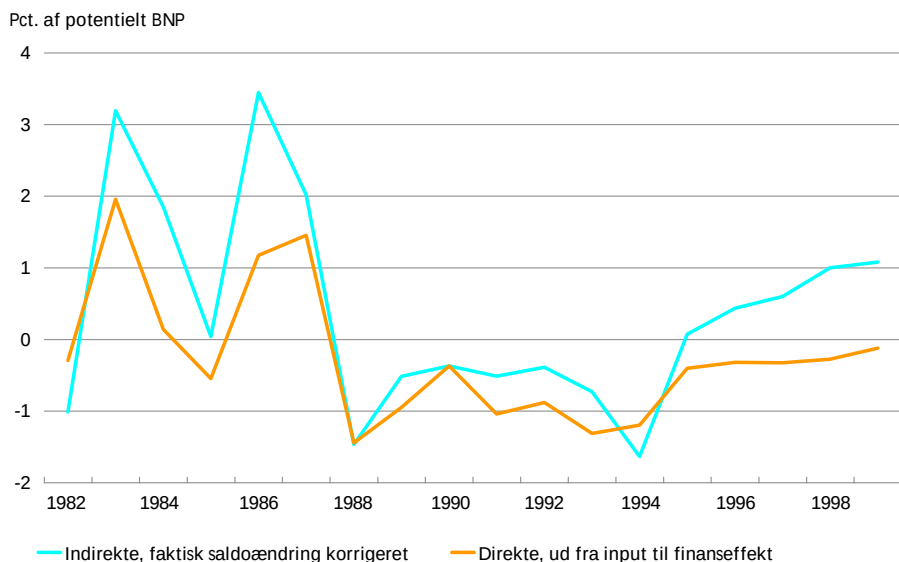
STRUKTUREL SALDO OG FINANSEFFEKT

I dette afsnit sammenlignes de forskellige mål for finanspolitikens påvirkning af budgettet. Overordnet kan man sige, at finanseffekter opgøres på et detaljeret niveau med fokus på enkeltdelene i finanspolitikken, jf. ovenfor. Den strukturelle saldo opgøres derimod på et aggregeret niveau med udgangspunkt i samlet saldo og et mål for outputgab. Desuden springer det i øjnene, at finanseffekter både kan angives som effekt på BNP og som effekt på budgettet. Finansministeriet fokuserer normalt på BNP-effekten, som beskriver effekten af finanspolitikken på konjunkturforløb og outputgab. Vi fokuserer her på finanseffekten opgjort som effekt på budgettet, da det er dette mål for finanspolitikken umiddelbare budgeteffekt, som nemmest kan sammenholdes med ændringen i det strukturelle budget.

Når man måler finanseffekten som effekt på budgettet, går man direkte fra en opgørelse af ændringerne i de finanspolitiske instrumenter til konsekvensen for det offentlige budget. Ændringen i strukturel saldo er derimod et indirekte mål, som er fremkommet ved at konjunkturrense den faktiske ændring i budgettet. Uanset forskelle bygger begge metoder på, at den offentlige sektors saldo kan opdeles i en konjunkturdel og en strukturel eller diskretionær del.

Det betyder, at de to mål for finanspolitikken principielt hænger sammen. Under helt simple forudsætninger svarer ændringen i den strukturelle saldo til den umiddelbare budgetvirkning af de diskretionære ændringer i finanspolitikken, som indgår i beregningen af finanseffekten. Nærmere bestemt skal man for at få den enkle overensstemmelse forudsætte, at der i budgetændringen kun indgår poster med diskretionær finanseffekt, og at budgettet ud over finanspolitik kun påvirkes af konjunktoren, hvis effekt skal svare til, hvad der renses ud ved hjælp af outputgab. I praksis er sammenhængen ikke så

¹ Jf. Morten Malle Høyer, Privatforbrugets indkomst- og prisfølsomhed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1998.



enkel, og der er altid forskel på de to mål for finanspolitikken. Der er flere grunde hertil. Vi vil nævne tre, som man kan forsøge at tage højde for.

Et problem er budgetposter uden diskretionær finanseffekt som fx renter. De påvirker den strukturelle saldo, men da den som sagt ikke indgår i beregningen af finanseffekten på BNP, indgår den heller ikke i den her beregnede umiddelbare budgetvirkning. Et andet problem er, at den strukturelle saldo måler flere forskellige ting og fx påvirkes af arbejdsmarkedspolitik. Arbejdsmarkedspolitikken påvirker potentielt BNP, og generelt gælder det, at al ujævn vækst i potentielt BNP kan påvirke outputgabet og dermed også ændringen i strukturel saldo, uden at det har noget med finanspolitik at gøre. Et tredje problem er budgetsaldoens konjunkturalasticitet på 0,85, der som nævnt ganges på outputgabet til beregning af strukturel saldo. De 0,85 angiver en saldo-effekt på et par års sigt og overkorrigerer dermed formentlig for effekten af årets BNP-stigning på samme års budgetændring.

De tre nævnte problemer kan afhjælpes ved at korrigere ændringen i strukturel saldo for effektdøde budgetposter, for ujævn stigningstakt i potentielt BNP og ved at anvende 0,5 som koefficient til outputgabet i stedet for 0,85. Korrektionerne er nærmere diskuteret i appendiks.

Efter korrektionen ligner ændringen i strukturel saldo i store træk det direkte mål for finanspolitikken budgeteffekt, jf. figur 6. Der er dog stadig forskelle på de to mål, som det kan være vanskeligt at korrigere for.

En forskel af generel interesse er, at det direkte mål for budgeteffekten i gennemsnit ligger lavest. Ifølge det direkte mål fremstår årenes finanspolitik i højere grad som lempelser med negativ budgeteffekt. Det hænger sammen med, at instrumenternes neutrale forløb eller nulpunkt er lagt relativt lavt ved beregning af finanseffekten. Fx indgår enhver forøgelse af offentligt forbrug som en lempelse uanset udvikling i arbejdsstyrke og produktionskapacitet.

Der er ingen nem løsning. Det er formentlig sværere at sætte fortegn og tal på finanspolitikken trend end på finanspolitikken bevægelser omkring trenden. Det hænger sammen med det flertydige i at definere et neutralt forløb, der skal fungere som finanspolitikken nulpunkt. Fx betyder en uændret stykafgift reelt mindre og mindre, efterhånden som prisniveauet stiger, mens en uændret momssats har uændret relativ betydning. Det er med andre ord uklart, hvad det vil sige, at holde afgiftssatserne uændret. Der er flere sådanne eksempler, hvor der ikke er en facitliste. Endelig kan det nævnes, at en neutral finanspolitik er et teknisk nulpunkt, da det kræver stor politisk indsats at holde finanspolitikken neutral på tværs af tendensen til opdrift i offentligt forbrug og offentlige ydelser.

Heller ikke det indirekte mål – den korrigerede saldoændring – har et sikkert nulpunkt. Det hænger bl.a. sammen med, at det er svært at præcisere trenden i BNP samt den flerårige effekt fra BNP på de offentlige finanser.

Problemet med at definere nulpunktet kan ikke siges at ødelægge anvendelsen af mål for finanspolitikken effekt. Næsten uanset valg af neutralt forløb får man nogenlunde samme indtryk af finanspolitikken bevægelser med skift mod stramning eller lempelse, og holder man fast i en bestemt metode, kan man også sammenligne finanspolitikken i forskellige år.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Finanspolitikken udvikling fra år til år kan måles ved udviklingen i den offentlige saldo rensat for konjunkturbetingede ændringer eller ved at opgøre ændringen i de finanspolitiske instrumenter og beregne effekten på BNP eller offentlig saldo. Forskellen på resultatet af de to metoder illustrerer måleproblemerne omkring finanspolitikken. Måleproblemerne er store nok til at blive taget alvorligt, men i store træk ligner metodernes resultat hinanden. Der er ingen grund til at forlade de sædvanlige finanseffekter for finanspolitikken BNP-virkning. Virkningen på aktiviteten er et naturligt udgangspunkt for at vurdere finanspolitikken konjunkturregulerende rolle. Det er en særlig vigtig rolle, når pen-

gepolitikken som i Danmark er afsat til at holde valutakursen over for euro.

De offentlige finanser er ved udgangen af 1990'erne kommet i overskud som i begyndelsen af 1970'erne og midt i 1980'erne. Overskuddene har hængt sammen med høj aktivitet og desværre også med en relativt stærk dansk lønudvikling. Lønstigninger, som er stærkere end i euroområdet (tidligere Tyskland) er ikke hverken mulige eller holdbare på lidt længere sigt. Heller ikke den store forskel til tysk lønstigningstakt i 1970'erne var reelt holdbar endsige ønskelig. Sammenfattende har den faktiske saldo i lange perioder overdrevet styrken af de offentlige finanser. Den underliggende eller strukturelle saldo har generelt været mindre end den faktiske, og fx svarer det offentlige overskud for 1999 på 3 pct. af BNP i henhold til ovenstående beregninger til en strukturel saldo nær balance.

APPENDIKS

Korrektion af strukturel saldoændring

Ændringer fra år til år i den offentlige sektors faktiske budgetsaldo kan helt oplagt ikke bruges til at beskrive finanspolitikken. For at komme frem til et mål for udviklingen i finanspolitikken bør man korrigere for budgeteffekten af variation i BNP-væksten og for ændringer i budgetposter uden finanspolitisk betydning.

Ændringer i den strukturelle saldo er bedre til at beskrive finanspolitikken end de faktiske budgetændringer, men det er ikke ideelt at bruge de strukturelle saldoændringer rå. Helt analogt til den nødvendige korrektion af faktisk saldoændring bør ændringerne i den strukturelle saldo korrigeres for variation i potentiel BNP-vækst og for ændringer i de nævnte politikuafhængige budgetposter.

Den offentlige budgetsaldo, B, kan forenklet ses som en sum af tre uafhængige elementer: Finanspolitikens effekt, F, konjunktorens effekt, K, og andet, A.

Med konjunktur tænkes her bredt på alle udsving i BNP-væksten fra den gennemsnitlige BNP-vækst. Posten K beskriver med andre ord ikke blot BNPs udsving omkring potentielt BNP, men de fulde udsving i BNP-væksten omkring den gennemsnitlige vækst for den betragtede periode. Om man har lyst, kan disse totaludsving ses som summen af BNP-vækstens udsving omkring væksten i potentielt BNP og den potentielle BNP-væksts udsving omkring den gennemsnitlige vækst. Posten andet, A, vil vi her konkretisere til at være summen af budgetposter, hvis tilhørende instrument ikke indgår i beregning af finanseffekten med Finansministeriets metode, fx renteposten. Vi har nu $\Delta B = \Delta F + \Delta K + \Delta A$.

Budgetvirkningen fra ændret finanspolitik kan, jf. hovedteksten og figur 6, måles ved at skønne direkte på ΔF som i forbindelse med beregningen af finanseffekten, eller indirekte ved at udlede ΔF fra skøn på $\Delta B - \Delta K - \Delta A$. Her ser vi på sidstnævnte indirekte mål.

Til det indirekte mål haves faktisk saldoændring og ændring i budgetvariable uden finanseffekt – dvs. ΔB og ΔA . Til skøn på konjunktoren, ΔK , bruges BNP-vækstens afvigelse fra gennemsnit med en koefficient på 0,5 til at afspejle samme års effekt på saldo som pct. af BNP: $\Delta K = 0,5 * (\Delta b_{np} - \underline{\Delta b_{np}})$, hvor store bogstaver er andele af BNP, og små er logaritmer. Understregning angiver gennemsnit for den undersøgte periode, så en understreget variabel er konstant. Skønnet på ΔF er: $\Delta B - 0,5 * (\Delta b_{np} - \underline{\Delta b_{np}}) - \Delta A$

Strukturel saldo, BS, er, jf. hovedteksten, faktisk saldo minus den budgeteffekt, der kan relateres til outputgabet. Med gabet som logaritmisk forskel på faktisk og potentielt BNP fås: $\Delta BS = \Delta B - 0,5 * (\Delta b_{np} - \Delta b_{np}^{pot})$.

Substitueres ΔBS for ΔB , fremgår, at finanspolitikens budgetvirkning, ΔF , kan fås på to måder: Via faktisk saldoændring korrigeret for sving i faktisk BNP-vækst eller via strukturel saldoændring korrigeret for sving i potentiel BNP-vækst.

$$\Delta F = \Delta B - 0,5 * (\Delta bnp - \underline{\Delta bnp}) - \Delta A = \Delta BS - 0,5 * (\Delta bnpot - \underline{\Delta bnp}) - \Delta A$$

Første lighedstegn er aldrig eksakt i praksis. Det forudsætter, at opsplitningen af budgetændringen i additive komponenter holder, og at konjunkturkomponenten er præcis 0,5 gange BNP-vækst. Andet lighedstegn er eksakt, blot strukturel saldo er beregnet ud fra 0,5 gange outputgab. De 0,5 er en korrektion i forhold til langsigtskoefficienten på 0,85 i teksten om strukturel saldo. Korrektionen kunne principielt også klares ved, at konjunkturpåvirkningen omfattede 0,35 gange laggede BNP-stigninger. Det ville dog komplicere indtrykket.

Ejerforhold i den finansielle sektor

Jens Verner Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Aktive ejere skal lægge øget pres på virksomhedernes ledelse med henblik på at tilskynde til bedre styring og højere effektivitet i erhvervslivet. Dette skal sikre en dynamisk udvikling i samfundsøkonomien. Sådan lyder budskabet i en række internationale organisationers seneste publikationer og udtalelser¹. Sagt med andre ord betragtes "corporate governance", der er de relationer, som eksisterer mellem ejere, ledelse og andre interessenter, nu som en kritisk faktor for udviklingen i den globale økonomi. Den internationale interesse er bl.a. affødt af udviklingen i en række kriseøkonomier, hvor uigennemsigtige corporate governance-forhold har været et af problemerne.

Udgangspunktet for debatten er den klassiske problemstilling, som opstår ved separationen mellem ejerskab og ledelse. Når det løbende beslutningsansvar ligger hos en professionel ledelse, hvordan sikrer ejerne, at ledelsen maksimerer virksomhedens afkast og ikke forfølger egne mål?

Interessen har også vist sig her i Danmark. I løbet af året er der offentliggjort to bidrag, der analyserer forholdene i dansk erhvervsliv². Denne artikel har til hensigt at fokusere på udviklingen i den finansielle sektor. Der er som udgangspunkt tale om et erhverv som alle andre, hvor der eksisterer ejerbegrænsninger bl.a. som følge af den historiske udvikling. Dermed hæmmes muligheden for aktivt ejerpres, og samtidig kan begrænsningerne være en barriere for fremtidige strukturelle tilpasninger i sektoren.

Selv om den finansielle sektor er en erhvervssektor som andre, så gælder der særlige forhold i relation til corporate governance-debatten. Finansielle virksomheders specielle balancestruktur medfører, at de er underlagt kapitalkrav. Endvidere er finansielle institutter under offentligt tilsyn. Reguleringen af den finansielle sektor skal ses i lyset af, at der knytter sig særlige samfundsmæssige hensyn til den finansielle sektor,

¹ IMF, OECD, Verdensbanken, G7 m.m.

² Finansministeriet (1999) og Det Økonomiske Råd (1999).

herunder behovet for at sikre stabilitet¹. Skismaet mellem på den ene side hensyn til finansiell stabilitet og på den anden side afkastkrav medfører således en afgørende forskel i forhold til andre erhverv.

Første del af artiklen opsummerer det teoretiske grundlag for corporate governance, herunder betydningen af kontrolsystemer og incitamentsstrukturer, som kan få ledelsen til at foretage dispositioner, der er i overensstemmelse med ejernes interesser. Anden del fokuserer på de historisk betingede ejerstrukturer og -begrænsninger, der traditionelt har eksisteret i den finansielle sektor, og som er under forvandling. I tredje del vurderes den samfundsøkonomiske betydning af øget fokus på corporate governance i den finansielle sektor. I den forbindelse berøres konsekvenserne for finansiell stabilitet af stærkere fokus på en optimal kapitalstruktur samt betydningen af indførelsen af resultatafhængig aflønning i form af aktieoptioner.

TEORETISK GRUNDLAG

Opdelingen mellem ejerskab og ledelse gav allerede tidligt anledning til skepsis blandt teoretikere. Således påpegede Berle & Means (1932) de uheldige incitamentseffekter, som en adskilt ejer- og kontrolfunktion giver. Situationen er nu velbeskrevet i økonomisk teori og betegnes en principal-agent problemstilling, hvor ledelsen fungerer som agenter for principalen (ejerne). Corporate governance angiver midler i form af kontrolstrukturer og incitamentsstrukturer, som kan mindske problemerne².

Før problemerne beskrives nærmere, er det væsentligt at få pointeret fordelene ved separationen mellem ejerskab og ledelsen. Der tages udgangspunkt i aktieselskabet, som repræsenterer den mest rene form for opdeling. Aktieselskabet giver mulighed for, at ejerne ikke behøver at være virksomhedsledere. I stedet varetages den daglige ledelse af en professionel direktion, der har ekspertise i virksomhedsledelse. Samtidig opstår et marked for virksomhedsledelse, hvilket er med til at øge effiensen. Endelig giver opsplitning i mindre investeringsenheder et større udbud af risikovillig kapital.

Incitamentsproblemer

Separationen mellem ejerskab og ledelse er som sagt ikke uproblematisk, da der eksisterer en naturlig forskel mellem ledelsens og aktionærenes målsætninger. I princippet vil konkurrence på produkt- og faktormarkederne løse problemet, da ledelserne tvinges til at minimere

¹ For en analyse af den offentlige regulerings betydning for den finansielle sektor kan i øvrigt henvises til År 2000-udvalgets rapport, jf. Økonomiministeriet (1999).

² Shleifer & Vishny (1997) giver en oversigt over de forskellige teoretiske og empiriske analyser inden for området.

omkostningerne og implementere optimale organisatoriske strukturer¹. I praksis eksisterer imidlertid en række markedsimperfektioner, hvorfor ledelsen har adskillige frihedsgrader.

- Det ses ofte, at virksomhedsledere tillægger virksomhedens vækst den højeste prioritet. Årsagen kan være, at ledelsens aflønning i for høj grad afhænger af volumen frem for indtjening. Samtidig er der en afledt effekt i form af bedre mulighed for at konsolidere egen position ved at opbygge et større lag af mellemledere ("empire building"), jf. Møller & Nielsen (1997a).
- Empiriske studier har vist og forklaret, hvorfor virksomhederne og deres ledere engagerer sig i prestigeprojekter. Ofte ender projekterne som dårlige investeringer, der svækker indtjeningsvnen, se fx Jensen (1986).
- Historisk begrundede selskabskonstruktioner med indbyggede ejerbe- grænsninger kan give ledelsen stor autonomi, da det aktive ejerpres er reduceret. Mere herom i afsnittet om ejerskab i finansielle institutter.

Behov for fokus på corporate governance

Det grundlæggende problem for ejerne er at sikre, at ledelsen varetager ejernes interesser – maksimering af afkastet på investeringen – og ikke forfølger egne mål. Det er i den situation afgørende, at der er sammenhæng mellem kontrolrettigheder og retten til afkastet fra virksomhedens drift. Litteraturen om corporate governance fokuserer på de forskellige instrumenter, som kan opdeles i hhv. kontrol- og incitamentsstrukturer.

Der skelnes mellem interne og eksterne kontrolmekanismer. Til den *interne* kontrol henføres det vedvarende ejerpres, som kan komme fra investorerne i form af krav til afkast, udvikling, etc. Set fra den enkelte investors synspunkt er det afgørende, om gevinsterne ved kontrol er større end omkostningerne ved aktiv overvågning, jf. Fama & Jensen (1983). Flere anser et koncentreret ejerskab som den bedste mulighed for at opnå et aktivt ejerskab, se fx Shleifer & Vishny (1986).

Store ejere har såvel en større økonomisk interesse i deres virksomhed som en større mulighed for at udøve deres indflydelse, end små ejere har, jf. i øvrigt boks 1.

Derudover kan kapitalstrukturen virke som styringsmekanisme. En lave soliditetsgrad defineret som egenkapital i forhold til gældsposter kan virke disciplinerende på ledelsen. Kravet i en gældsfordring om en fast betaling medfører således en mindre margen til at gennemføre investeringer med et lavt afkast. Samtidig virker gældsfordringer som en

¹ Alchian (1950) fremhæver markeds konkurrence som den naturlige løsning på langt sigt.

Forsikringsselskaber, pensionskasser og fonde ejer mere end 25 pct. (1997) af den aktiekapital, som er noteret på Københavns Fondsbørs¹. Derudover ejer penge- og realkreditinstitutter en ikke ubetydelig del. Flere analyser har påvist, at institutionelle investorer kan have en positiv indflydelse på en virksomheds udvikling². Det skyldes dels gode muligheder for at gennemtvinge ændringer i ledelsen via ejerskabet og dels en stor kapacitet samt bedre information til at foretage mere langsigtede investeringer m.m.

Den seneste udvikling i Danmark har da også indebåret, at de institutionelle investorer har fået en mere aktiv rolle. Hvor de tidligere var forsigtige med indblanding i virksomhedernes forhold, ser man i dag, at de i stigende grad gør brug af deres stemmerettigheder via deres relativt store ejerandele i selskaber.

I takt med en voksende privat pensionsformue vil det aktive ejerskab fra de institutionelle investorer sandsynligvis vokse. I den situation er det tankevækkende, at flere af de største og mest aktive danske institutionelle investorer ikke har en entydig defineret ejerkreds. Dermed er problemet omkring aktivt ejerskab blot flyttet et niveau længere ud, men vil principielt set stadig være gældende.

¹ Det Økonomiske Råd (1999).

² Se eksempelvis Smith (1996) og McConnell & Servaes (1990).

mere nærværende kontrolinstans, idet der eksisterer mulighed for sende selskabet i konkurs i en situation, hvor selskabet ikke kan svare sine forpligtelser, se Jensen (1986) og Grossman & Hart (1982).

Den *eksterne* kontrol henfører til muligheden for, at virksomheder, der ikke bliver ledet effektivt, kan overtages af andre selskaber. Generelt påvirker muligheden for overtagelse ledelsen på to indbyrdes afhængige måder. For det første medfører truslen om overtagelse en disciplinering af ledelsen med henblik på at sikre ejerne størst muligt afkast. Og for det andet vil en ledelse, der ikke lever op til indtjeningspotentialet, risikere at blive udskiftet. I den situation foregår processen ofte ved, at aktionæernes manglende tillid til ledelsen medfører faldende aktiekurser, når aktionæerne søger at sælge deres aktieposter. I takt med en faldende kurs/indre værdi bliver selskabet efterhånden interessant for en fjendtlig overtagelse, der kan afsløre de "skjulte" værdier i selskabet¹.

Traditionelt har markedet for virksomhedskontrol ikke været anvendt i så høj grad i Danmark som i de angelsaksiske lande, hvor fjendtlige overtagelser har været almindelige. Den seneste udvikling har vist, at metoden er ved at vinde mere indpas i Danmark.

Frem for at disciplinere ledelsen ved overvågning og kontrol kan ejerne i stedet vælge at forsøge at give ledelsen en *rigtig incitamentsstruktur*. En metode til at skabe samvariation mellem ledelsens og ejernes

¹ For litteratur, som afprøver teorien om overtagelser, se Jensen (1986, 1988) og Morck, Shleifer & Vishny (1989).

interesse er implementering af præstationsafhængige lønformer. Flere instrumenter kan anvendes, men der skelnes ofte mellem tre forskellige metoder. *Overskudsdeling*, hvor ledelsen opnår en bestemt andel af virksomhedens overskud. *Bonus*, der gives for at opnå et ofte individuelt fastsat resultat. Og endelig *aktiebaseret aflønning*, der kan være enten aktieoptioner, medarbejderaktier, warrants eller konvertible obligationer. Specielt i USA har den aktiebaserede aflønning været anvendt, men andre metoder – herunder opnåelse af bonus ved udbetaling af dividende – er også benyttet^{1,2}. De nævnte metoder har hver deres fordele og ulemper. Generelt er det afgørende, at der sker en balancering af hensynet til motivering af ledelsen og den risiko ledelsen påføres ved de forskellige præstationsafhængige lønformer³.

Interesse for corporate governance i erhvervslivet

De teoretiske betragtninger har givet anledning til stor opmærksomhed i erhvervslivet. Med god grund kan man sige, da en skærpet interesse og derfor større bevidsthed om anvendelsen af kapital og ejerstruktur muliggør en mere efficient udnyttelse af virksomhedens ressourcer. Ved ændringer og tilpasninger må man imidlertid være påpasselig med ikke at anvende de teoretiske argumenter for slavisk.

Shareholder value-filosofien kan ses som den praktiske side af corporate governance, jf. boks 2. Flere har påpeget, at et for ensidigt fokus på shareholder value ikke vil tjene aktionærerne på længere sigt. Således vil en ensoprettet jagt på kortsigtede aktionærværdier ikke kunne anbefales. Der må til stadighed tages hensyn til de øvrige interessenter, herunder kunder, medarbejdere, miljø mv. Shareholder value skal derfor ses i et både større og længere perspektiv som en proces, der har til hensigt at skabe bevidsthed om en organisations opbygning – positive såvel som negative elementer.

Samtidig anvises ikke én selskabsform eller ejerstruktur frem for en anden. Det handler i stedet om "best practice" inden for flere områder. I hvert enkelt tilfælde må man vurdere fordele og ulemper, så der opnås en balance mellem instrumenterne.

EJERSKAB I FINANSIELLE INSTITUTTER

Ejerskabsforhold i den finansielle sektor er reguleret via den finansielle lovgivning. Typisk er aktieselskabet den mest anvendte selskabsform,

¹ Flere analyser har vurderet sammenhængen mellem ledelsesmedejerskab og virksomhedens indtjening. Samlet set synes analyserne at kunne bekræfte, at koblingen skaber større incitament. Se fx Hall (1998) og Jensen & Murphy (1990).

² White (1996) viser, at aflønning til ledelsen, hvor bonus opnås ved udbetaling af dividende, giver positive effekter.

³ Milgrom & Roberts (1993).

Effekten af litteraturen om corporate governance er i stort omfang ved at blive synlig på aktiemarkederne, hvor anvendelse af shareholder value-strategier er blevet udbredt. Fokusering på shareholder value bør indebære, at et selskab styres efter entydige værdimaksimeringsprincipper. Følgende forhold anses generelt at have betydning for, at dette kan opnås¹:

Koncernstruktur

Koncernen skal være opbygget, så der sker en synliggørelse af værdierne i selskabet. Dette er specielt et problem for virksomhedskonglomerater, der ikke koncentrerer sig om få kerneområder. Ofte handles konglomerater til en relativt lav aktiekurs, når man sammenligner med selskaber, der separat opererer inden for tilsvarende områder. For at få afsløret alle værdier kan det være nødvendigt med en opdeling af selskabet i separate enheder.

Kapitalstrukturen

Et selskabs kapitalstruktur bør tage hensyn dels til den finansielle soliditet, dels til fordele ved gældsfinansiering, herunder corporate governance-aspekter og skatteforhold. For hvert selskab vil der eksistere en optimal kapitalstruktur, som findes ved et trade-off mellem de forskellige hensyn. Da præmisserne for beslutningen ændres over tid, må der løbende ske en tilpasning af strukturen.

Investeringspolitikken

Investering i såvel nye som eksisterende forretningsområder må ske under hensyn til de afledte aktionærafkast. Enhver investering skal derfor vurderes i forhold til de faktiske kapitalomkostninger, hvorfor investeringspolitikken må ses i sammenhæng med kapitalstrukturen. Permanent overskydende likviditet skal udloddes til aktionærer.

Informationsstrategien

Kommunikation til interessenterne indgår som et centralt element, idet der i videst muligt omfang skal ske en orientering om selskabets forretningsmæssige risici, konkurrencesituationen og udviklingsmuligheder. Det giver dels ejerne mulighed for at vurdere, om de opstillede mål er hensigtsmæssige i relation til egen præference, dels virker de som kontrolmulighed ved en vurdering af, om selskabet lever op til målene.

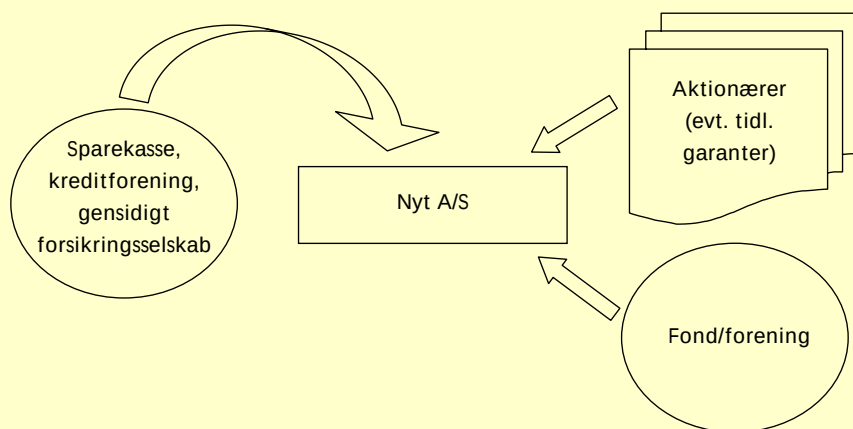
Præstationsafhængig lønpolitik

Lønpolitikken skal involvere bonusordninger til ledelsen for at opnå opstillede mål.

¹ KPMG (1998).

men der eksisterer også andre selskabstyper, der ikke er aktionærbase-rede. En stor del af de nuværende aktieselskaber er opstået ved omdannelse af tidligere foreningsbaserede institutter til aktieselskaber efter lovfastsatte omdannelsesregler, jf. boks 3.

Ejerstrukturen i store dele af den finansielle sektor modvirker således ofte, i lighed med andre danske erhvervssektorer, aktivt ejerpres. Venligtsindede investorer og stemmeretsbegrænsninger er således udbredte



Modellen viser med visse sektorforskelle den typiske metode, som er anvendt i forbindelse med omdannelse af de oprindelige sparekasser, gensidige forsikringsselskaber og kreditforeninger til aktieselskaber¹. Det oprindelige selskab stiftede eller købte et A/S med henblik på at drive pengeinstitut-, forsikrings- eller realkreditinstitutvirksomhed. Herefter overtog det oprindelige selskab det nye A/S samtidig med, at den erhvervsdrivende fond eller forening modtog aktier svarende til værdien af den ophævede virksomheds reserver. (I sparekasserne blev de tidligere garantindsbud ofte ombyttet til aktier.)

Såfremt der i forbindelse med omdannelsen skete en forhøjelse af kapitalen, kunne nye aktionærer få del i ejerskabet. Ved omdannelsen af sparekasserne var der ikke noget krav om, at fonden skulle være majoritetsaktionær i det nye A/S, hvorimod fonden/foreningen bag et realkreditinstitut skulle have stemmemajoriteten i det nye A/S². For at bevare aktionærdemokratiet i sparekasserne blev i stedet indført lovpligtige stemmeretsbegrænsninger, således at de oprindelige ejere var sikret en vis indflydelse³. Ved omdannelsen af gensidige forsikringsselskaber blev alle kunderne aktionærer via den bagvedliggende forening.

¹ Se i øvrigt Finansministeriet 1999.

² Regeringen har fremlagt forslag til ændring af Realkreditloven, der giver mulighed for at opheve stemmeretsbegrænsningerne.

³ De lovpligtige stemmeretsbegrænsninger i Bank og Sparekasseloven blev ophævet i 1998.

i den finansielle sektor¹. En analyse af sektoren i relation til aktivt ejerpres vil primært omfatte ejerstrukturen inden for de enkelte delområder for finansiell virksomhed – forsikring, pengeinstitut- og realkreditvirksomhed. Der fokuseres på de tre områder af historiske og lovgivnings-

¹ I År 2000-udvalget er der foretaget en analyse af ejerformens betydning for rentabiliteten. Resultaterne viser, at der ikke kan påvises, at nogen typer ejerskab indebærer større rentabilitet end andre. Analysen er dog, som det understreges, behæftet med en række forbehold, jf. Økonomiministeriet (1999).

mæssige grunde, selv om den seneste tendens til dannelse af finansielle konglomerater egentlig kunne berettige en koncernbetragtning.

Realkredititten

Hovedparten af de danske realkreditinstitutter er aktieselskaber¹. De nyere institutter er stiftet som rene aktieselskaber, mens de oprindelige institutter har en ejerkonstruktion, hvor en stor del af ejerkredsen består af en forening/fond, som har majoriteten.

Traditionelt har den danske realkreditsektor bestået af en række selvstændige kreditforeninger, hvor medlemmerne var foreningens låntagere og långivere². Målsætningen for foreningerne var at varetage de til enhver tid siddende medlemmers interesser. Den væsentligste del af foreningernes formue var delt ud på medlemmerne gennem seriereservefonde. Da der samtidig var tale om solidarisk hæftelse, havde hvert medlem en naturlig interesse i foreningens aktiviteter.

I forbindelse med strukturtilpasningen i starten af 1970'erne, hvor en række af kreditforeningerne fusionerede, vedtog medlemmerne at afskaffe systemet med udbetaling af midlerne fra seriereservefondene ved udløb. Det ændrede princip medførte, at der i stedet blev oprettet generelle reservefonde, som var ejet i fællesskab af medlemmerne.

I 1989 blev realkreditloven ændret, hvilket gav mulighed for, at de eksisterende kreditforeninger kunne omdannes til aktieselskaber, uanset om de var organiseret som fond eller forening. I forbindelse med ændringen blev i loven indsat en særregel om stemmeretsbegrænsning, som sikrer fonden/foreningen indflydelse i realkreditaktieselskabet (§ 70, stk. 2)³. Baggrunden for indførelsen var et ønske om at bevare foreningsdemokratiet og samtidig sikre, at der ikke skete en ukontrolleret udbetaling af de opsparede midler. I den forbindelse kan nævnes, at der i realkreditloven samtidig blev indsat en regel om, at i tilfælde af opløsning af en forening, som ejer et realkreditaktieselskab, kan egenkapitalen ikke udloddes til medlemmerne (§ 76, stk. a).

Konsekvenserne af omdannelsen har været, at ejerne, dvs. medlemmerne, har fået mindsket incitamentet til at øve indflydelse på ledelsen. Når medlemmerne ikke kan opnå et økonomisk afkast må deres interesse i at kontrollere ledelsen blive mindre, hvorfor den interne kontrol er sat ud af kraft. Formelt set er der tale om låntagerstyrede aktieselskaber, men ingen enkelt låntager eller låntagergruppe har tilstrækkelige indflydelsesmuligheder til at kunne udøve kontrolfunktionen effektivt.

¹ Der eksisterer kun to realkreditinstitutter, som ikke er omdannet til aktieselskaber.

² Historisk har der været både låntager- og kreditordominerede institutter, ligesom nogle fra starten havde begge grupper repræsenteret, således som hovedreglen er i dag, jf. Møller & Nielsen (1997b).

³ I 1996 strammede Finanstilsynet valgreglerne. Ændringen indebar, at låntagerrepræsentanterne ikke kan nedstemmes af de øvrige bestyrelsesmedlemmer. Dermed er låntagerne sikret en bestemmende indflydelse.

I flere af de finansielle institutter kontrollerer ledelsen en ikke uvæsentlig del af aktiekapitalen. Årsagen er, at adskillige "ejerløse pengekasser"¹ indgår i en række finansielle institutters ejerkreds.

Kimen til eksistensen af de "ejerløse pengetanke" blev lagt i forbindelse med om-dannelsen af sparekasser, realkreditinstitutter og gensidige forsikringsselskaber til aktieselskaber. Dermed fik man indkapslet kapital i form af de eksisterende reserver. I takt med løbende overskud er der efterhånden blevet akkumuleret adskillige reserver i de finansielle institutter.

De egentlige ejere af de opsparede reserver er de oprindelige medlemmer, som gennem en forening eller en fond indirekte ejer betydelige aktieposter i selskaberne. Imidlertid er kapitalen "ejerløs", fordi ejerne – medlemmerne – ikke kan hæve pengene. De er kapslet ind bag vedtægter og love, som gør det umuligt at få midlerne udbetalt. I stedet indgår kapitalen som en del af grundlaget for de finansielle institutters løbende drift.

Konsekvensen er, at der i adskillige institutter indgår en enkelt ejer (forening/fond), som besidder en relativ stor ejerpost, men uden at de egentlige ejere har noget incitament til at påvirke ledelsen. I praksis vil kapitalen derfor være styret af ledelsen.

¹ Terminologien er hentet fra Møller & Nielsen (1997b).

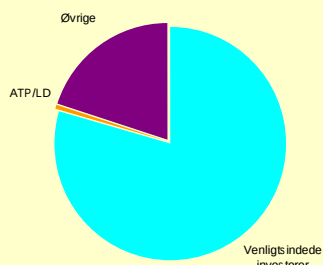
Det betyder, at aktivt ejerpres på ledelsen fra ejerkredsen må anses for beskedent.

Det grundlæggende problem er, at man har valgt at holde ved foreningstanken. Medlemmerne er indirekte gjort til aktionærer via en fælles aktiepost. Hvert enkelt medlem har ikke en motivation til at være aktiv, idet der ikke er hensigtsmæssig sammenhæng mellem kontrolret-tigheder og retten til afkastet. Dermed bliver der tale om en venligtsin-det investor, hvor retten til at disponere over kapitalen i et stort omfang er overladt til ledelsen. Det traditionelle billede af en bestyrelse, der primært handler på vegne af ejernes økonomiske interesser og korrigerer ledelsens eventuelle forføjede strategier, er derfor ikke gældende, jf. boks 4.

Samtidig med, at den interne kontrol fungerer svagt, medfører lovgivningen i form af realkreditlovens § 70, at den eksterne kontrol er sat ud af kraft. Den oprindelige forening skal have en bestemmende indflydel-se, og dermed vil en overtagelse ikke være mulig. Dermed kommer § 70 i realkreditloven reelt set til at virke som et forsvarsværn, der sætter markedet for virksomhedskontrol ud af kraft. Samtidig hæmmer reglen strukturelle tilpasninger, da den oprindelige forening skal eje mindst 50 pct. af stemmerne ved en eventuel fusion. I den forbindelse virker det derfor hensigtsmæssigt, at regeringen foreslår en lempelse af § 70, såle-des som et udvalg under Økonomiministeriet, det såkaldte År 2000-udvalg, har anbefalet.

Ejerstrukturen i den danske realkreditsektor er præget af tidligere foreninger og fonde, som besidder den væsentligste del af egenkapitalen. Mere end trefjerdedele af egenkapitalen i de største realkreditinstitutter er således ejet af investorer baseret på et ikke-kommercielt medlemsdemokrati. Dermed er langt den største del af den investerede kapital i sektoren ikke baseret på afkastkrav, men kan alene henføres til historiske årsager. På den baggrund må muligheden for et aktivt ejerpres i realkreditsektoren anses for at være begrænset.

EJERFORDELING I REALKREDITSEKTOREN, ULTIMO 1998



Kilde: Egne beregninger for de 6 største institutter baseret på baggrund af regnskaber, vedtægter m.m.

Anm.: Ejerfordeling for venligtsindede investorer og ATP/LD er enten opgjort på baggrund af offentliggjorte tal for ejerfordelingen eller beregnet som minimumsværdien, når der kun er offentliggjort lovpligtig information om, hvilke investorer der ejer mere end 5 pct. Øvrige udgør den resterende del af ejerkredsen. For institutter, der indgår i en finansiel koncern, er ejerfordelingen identiske med ejerstrukturen for koncernen. 1998-tal er korregeret for fusionen mellem Unidanmark og Tryg-Baltica.

Den manglende mulighed for kontrol giver ledelsen store frihedsgrader. For god ordens skyld skal dog nævnes, at begrænsninger vil medføre, at ledelsen af naturlige årsager vil have svært ved at efterleve kravet om værdimaksimering. Årsagen er realkreditlovens § 76, der begrænser muligheden for at udbetale en overkapitalisering til ejerne, sådan som det påpeges i de teoretiske anbefalingerne om maksimering af afkastet, jf. boks 2. I en situation, hvor der ikke er mulighed for at udlodde eventuel overskydende likviditet, tvinges ledelsen til med udgangspunkt i de givne investeringsprojekter at forrente egenkapitalen bedst muligt. Imidlertid vil der være tale om en "second best" optimering, hvor ledelsen gør det bedst mulige under de givne begrænsninger.

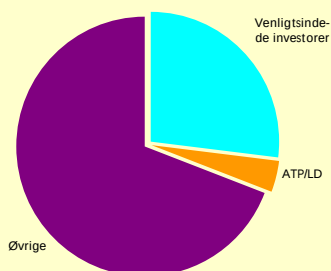
Pengeinstitutterne

Den største del af danske pengeinstitutter er aktieselskaber. Der eksisterer dog stadigvæk traditionelle sparekasser med et egentligt indskyderdemokrati samt en række andelskasser, der er opbygget som traditionelle andelselskaber.

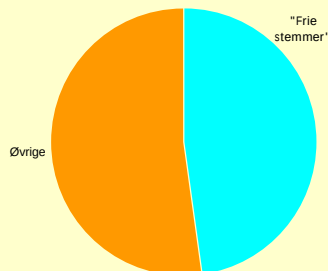
Danske pengeinstitutter er karakteriseret ved en række ejerforhold, ejer- og stemmeretsbegrænsninger, som medfører, at muligheden for et aktivt ejerpres hæmmes. Ser man således i første omgang på ejerstrukturen, fremgår det, at venligtsindede investorer udgør en markant del af egenkredsen i danske pengeinstitutter. Mere end en fjerdedel af egenkapitalen kommer fra investorer, hvor der ikke er et egentlig ejerpres for et højere afkast.

Samtidig er danske pengeinstitutter i høj grad påvirket af ejer- og stemmeretsbegrænsninger, som medfører, at institutterne er beskyttet mod fjendtlig overtagelse. En opgørelse på baggrund af de største institutters vedtægter viser, at kun omkring halvdelen af stemmerne i gennemsnit er "frie stemmer". Hermed menes stemmer, der ikke er underlagt ejer- eller stemmeretsbegrænsninger. Sagt med andre ord kan direkte opkøb af aktier i gennemsnit i danske pengeinstitutter maksimalt give mindre end 50 pct. af stemmerne til en ejer. Yderligere ejerskab hjælper ikke, da ejer- og stemmeretsbegrænsninger forhindrer en højere stemmeandel. De resterende stemmer – øvrige – er spredt på den tilbageværende ejerkreds. Beregninger viser, at ser man bort fra de to største institutter, er de "frie stemmer" reduceret til mindre end 20 pct.

EJERFORDDELING, ULTIMO 1998



EJER- OG STEMMERETSBEGRÆNSNINGER



Kilde: Egne beregninger for de 20 største danske banker og sparekasser baseret på regnskab, vedtægter, m.m.

Anm.: Ejerfordeling opdelt på venligtsindede investorer og ATP/LD er enten opgjort på baggrund af offentliggjorte tal for ejerfordelingen eller beregnet som minimumsværdien, når der kun er offentliggjort information om, hvilke investorer der ejer mere end 5 pct. Øvrige er opgjort som den resterende del. Da nogle institutter indgår i en finansiel koncern er ejerfordelingen for disse institutter identisk med koncernens ejerstruktur. 1998-tal er korregeret for fusionen mellem Unidanmark og Tryg-Baltica.

Ejer- og stemmeretsbegrænsninger er opgjort på baggrund af gældende vedtægter. For hvert institut er omfanget af ejer- og stemmeretsbegrænsninger undersøgt og på den baggrund er bestemt, hvor mange stemmer en ejer maksimalt kan afgive ved en generalforsamling – "frie stemmer". Den resterende andel, der betegnes øvrige, er fordelt på den øvrige ejerkreds.

Ejerstrukturen viser, at der også i pengeinstitutterne er adskillige venligtsindede investorer i ejerkredsen. En væsentlig del heraf stammer fra sparekassernes omdannelse til aktieselskaber. Dermed blev medlemmerne af sparekassen gjort til aktionærer gennem den oprindelige forening. Resultatet er i dag, at der er skabt en investor med en betydelig ejerpost uden aktiv indflydelse på ledelsen. Den "ejerløse kapital" bliver i stedet

til en venligtsindet investor, hvorved ledelsen i praksis har kontrol over en ikke uvæsentlig del af selskabets kapital.

Endvidere har en række institutter stemmeretsbegrænsninger, der mindsker ejernes indflydelse og modsat øger ledelsens. I 90 pct. af de børsnoterede danske banker er der således indført stemmeretsbegrænsninger¹. En del af begrænsningerne kan henføres til en periode i 1980'erne, hvor pengeinstitutterne ændrede vedtægter netop som et værn mod fjendtlige overtagelsesforsøg. Samtidig blev der i forbindelse med omdannelse af sparekasserne til aktieselskabet indsat lovmæssige stemmeretsbegrænsninger for aktionærerne. Reglerne blev indsat i bank- og sparekasseloven i 1988. Baggrunden var, at man fra lovgivers side ønskede, at det garant- og indskyderdemokrati, der var gældende i sparekasserne, skulle fortsætte som et aktionærdemokrati i sparekasseaktieselskabet. I forbindelse med en lovændring i 1998 blev begrænsningen ophævet.

Der har i modsætning til andre former for erhvervsvirksomhed været forbud mod at anvende flere aktieklasser i pengeinstitutterne. Men danske pengeinstitutter har, som antydnet, udnyttet muligheden for at opstille andre forsvarsværn i form af ejer- og stemmeretsbegrænsninger. Herved vil den interne kontrol mindskes, da større aktionærers indflydelse er reduceret, men ikke mindst den eksterne kontrol i form af muligheden for fjendtlig overtagelse er vanskeliggjort. På den baggrund må det vurderes, at muligheden for at udøve ejerpres på ledelsen i danske pengeinstitutter er hæmmet. De seneste tendenser kan dog indikere, at sektoren i et vist omfang er under forandring, da flere institutter har vist interesse for at løsne op for nogle af begrænsningerne.

Forsikring

I forsikringsbranchen gør mange af de tidligere omtalte problemer med ejerstrukturen sig ligeledes gældende. Traditionelt var hovedparten af danske forsikringsselskaber gensidige selskaber, hvor de enkelte forsikringskunder udgjorde ejerkredsen.

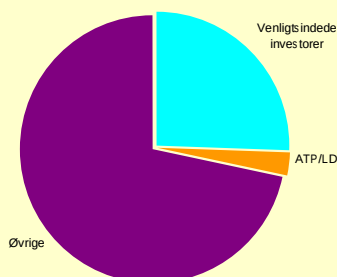
Ved omdannelsen af de gensidige forsikringsselskaber til aktieselskaber blev i stort omfang anvendt samme modeltype som i forbindelse med omdannelsen af sparekasserne. Alle forsikringskunderne blev således gjort til aktionærer i det nystiftede aktieselskab, men det skete via et medlemskab af den bagvedliggende forening. Dermed lider forsikringsselskaberne ofte af de samme mangler som i de øvrige finansielle sektorer set i relation til muligheden for at udøve et aktivt ejerpres².

¹ Weincke & Hassel (1999).

² I et enkelte tilfælde er et forsikringsselskab omdannet efter en model, hvor kunderne enkeltvis får ejerskab af selskabet.

Ejerstrukturen i forsikringsbranchen er i lighed med de øvrige finansielle sektorer præget af en række venligtsindede investorer. Omkring en fjerdedel af ejerkredsen udgøres af kapital, hvor ejerne er tidligere medlemmer af nu omdannede finansielle virksomheder. Dermed har ledelsen i forsikringsverdenen indirekte kontrol med en relativ stor del af selskabernes kapital, da ejerpresset fra de venligtsindede investorer må anses for at være begrænset.

EJERFORDELING, ULTIMO 1998



Kilde: Egne beregninger for de 6 største selskaber baseret på regnskaber, vedtægter m.m.

Anm.: Ejerfordeling for venligtsindede investorer og ATP/LD er enten opgjort på baggrund af offentliggjorte tal for ejerfordelingen eller beregnet som en minimumsværdien, når der kun er offentliggjort lovpligtig information om, hvilke investorer der ejer mere end 5 pct. af aktiekapitalen. Øvrige udgør den resterende ejerkreds. For selskaber, der indgår i finansielle koncerner, er ejerkredsen identiske med de tilsvarende for koncernen. 1998-tal er korregeret for fusionen mellem Unidanmark og Tryg-Baltica.

Hver kunde mangler således et incitament til at presse på for større profit, da der for den enkelte ikke er nogen økonomisk gevinst forbundet med dette pres.

BETYDNING FOR FINANSIEL STABILITET

Debatten om manglende ejerpres i erhvervslivet har også påvirket den finansielle sektor. Der er kommet mere interesse om virksomhedernes indtjening, hvilket generelt har skærpet fokus på øget effektivisering af driften, så ejernes indskudte midler giver et tilstrækkeligt afkast. Profitabiliteten er samtidig afgørende for, om institutterne på sigt kan bidrage til den finansielle stabilitet.

Imidlertid kan et for ensidigt fokus på afkast være problematisk for finansielle institutter¹. Basalt set kan et højere afkast opnås via højere priser på de finansielle produkter, reducerede omkostninger eller øget risiko. I den nuværende situation, hvor konkurrencen på markedet er voksende, og rentemarginalen er under pres, er højere priser ikke muli-

¹ Se i øvrigt Sveriges Riksbank (1999).

ge at opretholde på sigt. En reduktion af omkostningerne vil kun være mulig, såfremt det langsigtede indtjeningspotentiale bevares intakt. Derfor kan et for ensidigt fokus på afkastkrav lede til en øget risiko, hvilket giver anledning til at pointere de mulige konsekvenser, det kan give for den fremtidige finansielle stabilitet.

Konsekvenser af lavere soliditet

Som et væsentligt element i corporate governance indgår den disciplinerende effekt, som gældsforpligtelser har på ledelsen. Tankerne har vundet et vist indpas i dansk erhvervsliv, hvor flere selskaber har opkøbt egne aktier bl.a. med henblik på at nedskrive egenkapitalen. Dermed reduceres soliditeten og omvendt øges andelen af fremmedkapital.

I den finansielle sektor er tilsvarende tendenser set i løbet af de seneste år. Som nævnt kan der generelt være gode argumenter bag strategien. I en situation, hvor institutterne vurderer, at de ikke kan forrente opsparede reserver bedre end ejerne, kan en mulighed være at opkøbe egne aktier. En reduktion af kapitalgrundlaget i den finansielle sektor er imidlertid ikke uden problemer.

Det er således vigtigt at holde sig for øje, at finansielle virksomheders balance er speciel set i relation til den øvrige erhvervssektor. Da balancen indeholder et mismatch mellem illikvide aktiver og likvide passiver, har man for at sikre tilliden til det finansielle system bl.a. underlagt finansielle virksomheder kapitalkrav. Institutternes kapitalgrundlag skal i henhold til EUs kapitaldækningsregler udgøre mindst 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Kapitalkravene bygger på anbefalinger fra Baselkomiteen og har været medvirkende til at styrke det finansielle systems stabilitet.

Erfaringer viser endvidere, at finansielle virksomheder med en tilpas margin til lovfastsatte kapitalkrav er i stand til at håndtere udsving i de økonomiske konjunkturer. Det skyldes primært, at institutter med en stødpude kan modstå tab på udlånene uden at komme i krise. De samfundsmæssige hensyn, herunder behovet for finansiell stabilitet, understreger derfor vigtigheden af en tilstrækkelig kapitaldækning i de finansielle virksomheder. Det er derfor afgørende, at der i den finansielle sektor ikke i for høj grad fokuseres på en reduktion af egenkapitalen.

I den forbindelse er det værd at bemærke, at med øget vægt på en optimal kapitalstruktur påvirkes stabiliteten i finansielle institutter ikke blot direkte ved de finansielle virksomheders egne tilbagekøb af aktier. Der kan samtidig opstå en indirekte effekt, da risikopræmien på de finansielle institutters udlån alt andet lige må være påvirket af højere relative gældsandele i erhvervslivet.

Det er i praksis svært at vurdere, i hvilket omfang udlånenes bonitet påvirkes af øget brug af fremmedkapital i erhvervslivet. Vurderet på de

enkelte engagementer er der sandsynligvis kun tale om marginale stigninger i kreditrisici, men der kan meget vel være tale om en mere markant påvirkning, når man ser på den samlede effekt. Ikke mindst fordi udviklingen i erhvervslivet generelt har været rettet mod en optimal kapitalstruktur¹.

Brug af resultataflønning

I Danmark er præstationsafhængige lønformer ved at vinde indpas. Omkring en tredjedel af danske direktører har bonus som en formel del af deres lønftale². Sammenlignet med USA er der dog tale om et relativt lavt niveau, idet knap 90 pct. af de administrerende direktører for de største virksomheder havde aktieoptioner i 1994, jf. Hall & Liebman (1998).

Udover de teoretiske begrundelser har flere empiriske analyser vist en positiv sammenhæng mellem resultatløn og effektivitet. Ledelsesmedejerskab og præstationsafhængig aflønning kan således bidrage til at motivere ledelsen til at tilstræbe høj indtjening og en nyttig anvendelse af virksomhedens kapital. Imidlertid kan en for stor vægt på aktieoptioner give anledning til uhensigtsmæssige incitamenter. Problemet ved aktieoptioner er, at målet fastsættes ved indgåelse af kontrakten. En efterfølgende ændring i den underliggende akties kursudvikling kan imidlertid ændre markant på ledelsens incitament eller risikotagning. De seneste års gode konjunkturer har ikke givet anledning til bekymring om det aspekt, men det er bestemt ikke uvæsentligt i en situation med mere afdæmpede økonomiske konjunkturer med afsmittende negativ effekt af aktiekurserne.

I den danske finansielle sektor er brugen af aktieoptioner kun anvendt i begrænset omfang³. Set i det perspektiv, at risiko kan opbygges relativt hurtigt i den finansielle sektor sammenlignet med traditionelle erhvervssektorer, kan en økonomisk kobling mellem finansielle institutters kursudvikling og direktionens aflønning have relativ stor betydning for den finansielle stabilitet. På den baggrund kan der være gode argumenter for i et vist omfang at begrænse mulighederne for aktieoptioner i den finansielle sektor.

Større informationskrav

Et væsentligt element ved corporate governance er, at der lægges vægt på gennemsigtighed. OECDs rapport om emnet konkluderer således, at

¹ På de internationale kapitalmarkeder er der set en tendens til, at erhvervsvirksomheder, der øger andelen af fremmedkapital, tillægges en større risikopræmie ikke mindst på kort sigt.

² Eriksson & Lausten (1997). En anden analyse viser, at ca. halvdelen af de administrerende direktører har bonus som en del af deres løn, jf. Ledernes Hovedorganisation (1997).

³ Børsen den 26. april 1999.

investorerne skal have bedre informationer om virksomhedernes finansielle situation, forretningsmæssige risici, ejerskabet og interne ledelsesprocedurer¹. Dette giver for det første investorerne mulighed for at vurdere, om de opstillede mål er i overensstemmelse med investorernes præferencer. Dernæst giver de opstillede mål mulighed for at vurdere, om instituttet lever op til målsætningen.

I den forbindelse kan bemærkes, som det også er påpeget i den seneste vismandsrapport fra Det Økonomiske Råd (1999), at de danske oplysningsforpligtelser ikke er så omfattende som i fx Sverige, Norge, England og USA². Der er således ikke krav om kvartalsvise regnskaber, selv om flere institutter allerede har eller planlægger offentliggørelse af kvartalsregnskaber.

Endvidere kunne informationsværdien af regnskaberne øges. I takt med, at de finansielle institutter driver virksomhed på flere delmarkeder (bankvirksomhed, forsikring, realkredit, osv.) bliver det samtidig vanskeligere for analytikere og investorer at læse et regnskab. I den forbindelse har der fra flere sider været udtrykt ønsker om at få mere viden om resultatudvikling på de enkelte delområder.

Mere information til ejerne vil sikre en bedre mulighed for kontrol med ledelserne. I den finansielle sektor indebærer det en bedre mulighed for at bruge markedets kontrol som en supplerende kontrolmekanisme ud over det offentlige tilsyn. Hvad angår stabiliteten i den finansielle sektor må det derfor anses for positivt, at der lægges øget vægt på information til ejerne.

AFRUNDING

Opmærksomheden har fra flere sider været rettet mod corporate governance. Der kan gives flere årsager, men de amerikanske erfaringer på området, kombineret med det faktum, at USA på ottende år har høj vækst, har naturligvis givet anledning til inspiration. Imidlertid er der ikke tale om nogen ny teori. Problemstillingerne er velkendte, og de teoretiske argumenter er ofte anvendt i forskellige sammenhænge. Der angives ingen entydige anbefalinger. I stedet opstilles inden for flere områder en "best practice". Processen bliver derfor målet, idet en skærpet interesse og større bevidsthed om anvendelsen af kapital og betydningen af ejerstrukturer i virksomhederne muliggør udvikling af et mere dynamisk erhvervsliv.

I mange danske finansielle institutter ser man som i den øvrige erhvervssektor en række ejerstrukturer som venligtsindede investorer og

¹ OECD (1999).

² For en gennemgang af aktionærrettigheder og informationskrav, se La Porta et al. (1998).

ejer- eller stemmeretsbegrænsninger, der hæmmer muligheden for aktivt ejerpres. Samtidig virker begrænsningerne alt andet lige som en barriere mod fremtidige strukturelle tilpasninger. På den baggrund må det tilstræbes, at man inden for den finansielle lovgivning er tilstrækkelig fleksibel, og dermed sikrer de finansielle institutter gode rammer i den fremtidige konkurrence.

Selv om den finansielle sektor er et erhverv som alle andre, er der særlige forhold. Det gælder især, at for høje afkastkrav i den finansielle sektor kan føre til øget risikoeksponering. Det giver grund til at påpege de afledte konsekvenser, det kan få for den finansielle stabilitet. I den forbindelse er det vigtigt, at sektoren fortsat bevarer en tilstrækkelig kapitaldækning.

REFERENCER

Alchian, Armen (1950), Uncertainty, evolution and economic theory, *Journal of Political Economy*, Vol. 58, 211-221.

Berle, Adolf & Gardiner Means (1932), *The Modern Coperation and Private Property* (Macmillian, New York).

Det Økonomiske Råd (1999), *Dansk Økonomi, maj 1999* (København).

Eriksson, Tor & Mette Lausten (1997), Managerial Pay and Firm Performance – Danish Evidence, Discussion Paper No. 11, Department of Economics, Aarhus School of Business.

Fama, Eugene & Michael Jensen (1983), Agency problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26, 327-49.

Finansministeriet (1999), *Debatoplæg om Aktivt Ejerskab* (København).

Grossman, Sanford & Oliver Hart (1982), Corporate financial structure and managerial incentives, in J.J. McCall (Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty* (University of Chicago Press, Chicago), 123-155.

Hall, B.J. (1998), The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options, *NBER Working Paper* 6674.

Hall, B.J. & J.B. Liebman (1998), Are CEOs Really Paid like Bureaucrats?, *The Quarterly Journal of Economics*, no. 113 (3), 653-91.

Jensen, Michael (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.

Jensen, Michael (1988), Takeovers: Their Causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives* 2, 21-48.

Jensen, Michael & Kevin Murphy (1990), Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy* 98, 225-263.

KPMG (1998), Shareholder Value, *Corporate Finance* nr. 20.

Ledernes Hovedorganisation (1997), *Lederløn* 97, København.

McConnell, John & Henri Servaes (1990), Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.

Milgrom, Poul & John Roberts (1993), *Economics, organizations and management* (Prentice Hall, N.J.).

Morck, Randall, Andrei Shleifer & Robert Vishny (1989), Alternative Mechanisms of Corporate Control, *American Economic Review* 79, 842-852.

Møller, Michael & Niels Chr. Nielsen (1997a), *Finansielle markeder – incitamentsstruktur og ressourceallokering*, Handelshøjskolens Forlag, (København).

Møller, Michael & Niels Chr. Nielsen (1997b), *Dansk realkredit gennem 200 år* (BRF Kredit).

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy* Vol. 106, 1113-1155.

OECD (1999), OECD Report on Corporate Governance, *Financial Market Trends*, no. 73, 129-154.

Shleifer, Andrei og Robert Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Shleifer, Andrei og Robert Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, 737-783.

Smith, Michael P. (1996), Shareholder Activism by institutional Investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, Vol. 51, 227-252.

Sveriges Riksbank (1999), *Financial Stability Report 1/1999*, Stockholm.

Weincke, Thomas & Christian Hassel (1999), Lettere adgang til virksomhedsovertagelser, *Revison og Regnskabsvæsen*, nr. 2, 33-37.

White, L.F. (1996), Executive compensation and dividend policy, *Journal of Corporate Finance* 2, 335-358.

Økonomiministeriet (1999), *Den finansielle sektor efter år 2000*, København.

Pressemeddelelse

DEN 4. NOVEMBER OM RENTEFORHØJELSE

Diskontoen forhøjes med 0,25 pct. til 3 pct. Foliorenten forhøjes ligeledes med 0,25 pct. til 3 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,45 pct. til 3,30 pct. Renteforhøjelsen har virkning fra den 5. november 1999.

Renteforhøjelsen har baggrund i den forhøjelse 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 penge- og realkredit- institutternes 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 hovedposter (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. november 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 AKTIEKURSIDENDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo år/fra	Nationalbankens rentesatser			Penge- markeds- rente, 3 mÅne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks (total)
	Diskonto	UdlÅn og ind- skuds- beviser			10-Årig stat	30-Årig 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	4,35	7,10	639
1999 1. mar ..	3,25	3,40	1998 okt	4,49	4,80	7,20	615
9. apr ...	2,75	2,90	1999 maj	3,03	4,56	6,97	632
17. jun ...	2,75	2,85	jun	3,00	4,93	7,09	644
5. nov ..	3,00	3,30	jul	3,12	5,22	7,31	660
			aug	3,04	5,41	7,55	674
			sep	3,27	5,62	7,52	677
19. nov ..	3,00	3,30	okt	3,70	5,63	7,42	687

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Indskuds- beviser	Indlån (folie)	Udlån	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 okt	97,6	38,7	51,7	40,3	1,8	41,1	1,0
1999 maj	142,7	40,8	59,3	49,0	7,7	22,9	33,8
jun	160,2	41,2	60,6	53,6	18,2	21,6	50,2
jul	160,5	41,6	70,5	57,9	4,8	24,5	38,2
aug	164,5	40,7	62,7	51,7	13,0	14,4	50,3
sep	168,6	40,4	70,7	50,2	19,6	22,2	47,7
okt	166,3	40,5	64,1	55,6	16,7	21,4	50,9

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			National- bankens netto- valuta- køb	National- bankens netto- obliga- tionskøb	Andre faktorer	Penge- og real- kreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
	Inden- landsk brutto- finansie- rings- behov	Salg af inden- landske stats- papirer	Likvi- ditets- påvirk- ning						Ændring	Ultimo
Mia.kr.										
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 okt	18,8	16,5	2,3	10,9	-0,4	-0,8	12,0	1,0		
1999 maj	5,4	-2,8	8,2	0,7	0,3	-0,9	8,3	33,8		
jun	6,5	7,7	-1,2	17,5	1,2	-1,2	16,4	50,2		
jul	6,9	13,5	-6,7	-3,1	-1,1	-1,2	-12,0	38,2		
aug	1,0	-8,5	9,5	2,3	0,4	-0,1	12,1	50,3		
sep	1,9	9,9	-7,9	4,1	0,4	0,9	-2,6	47,7		
okt	12,1	7,9	4,2	0,1	0,2	-1,3	3,2	50,9		

UDVALGTE POSTER FRA DE FINANSIELLE INSTITUTIONERS BALANCE
SAMT PENGEMÆNGDEN

Tabel 4

	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		
Ultimo	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	573,3	195,1	199,3	476,7
1998 okt	960,2	533,5	359,9	137,9	599,7	199,7	201,1	510,0
1999 maj	1012,3	565,5	382,2	139,3	604,8	211,1	184,5	512,2
jun	1008,2	566,5	399,4	143,1	582,3	202,1	195,1	491,0
jul	1015,2	572,4	387,1	140,8	609,5	206,4	176,9	519,0
aug	1031,8	583,2	380,6	140,7	605,6	210,3	174,1	514,9
sep	1028,3	576,8	394,0	144,1	591,7	199,8	165,4	501,6
okt	1029,7	579,2	386,6	142,2	609,7	201,7	175,5	520,1
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 okt	7,6	10,2	14,6	9,9	4,1	5,1	35,5	4,0
1999 maj	7,2	8,9	11,5	6,5	4,6	2,5	-6,1	5,1
jun	6,6	8,4	12,4	5,4	4,6	2,9	-6,4	5,4
jul	6,3	8,1	12,4	5,6	2,6	2,2	-9,7	3,0
aug	7,0	9,0	7,2	5,8	4,0	2,8	-19,0	4,8
sep	7,1	8,4	5,4	3,2	1,6	2,4	-26,5	2,1
okt	6,8	8,0	7,9	3,9	1,5	0,9	-14,1	1,9

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 okt	333,7	26,2	49,1	45,3	49,6	40,0	3,0	151,4
1999 maj	352,2	30,0	50,4	57,0	58,2	48,4	3,7	177,1
jun	368,5	30,9	50,3	56,5	58,2	50,1	3,4	205,6
jul	356,3	30,8	56,7	54,8	59,8	50,3	3,2	213,7
aug	349,8	30,8	45,5	63,3	59,2	52,5	2,9	218,9
sep	362,7	31,3	47,6	62,1	58,9	52,5	2,8	220,2
okt	355,2	31,5	43,5	67,0	60,1	54,1	2,9	213,3
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 okt	12,1	60,3	-26,8	-5,8	10,2	13,6	-24,3	21,1
1999 maj	8,9	54,3	-30,2	7,2	13,3	30,6	30,4	19,2
jun	10,3	44,8	-26,0	-0,7	13,9	34,2	21,5	37,2
jul	9,9	52,6	-27,4	5,2	23,1	35,0	13,2	42,5
aug	5,2	35,5	-35,1	13,9	19,9	38,4	1,8	44,9
sep	4,0	24,3	-26,5	24,0	19,9	33,8	-8,6	45,8
okt	7,0	19,7	-11,1	47,8	21,2	35,4	-1,0	41,2

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	9,7	0,7	54,3	18,5	-27,8	44,8	-21,7	43,0
1998	-6,8	0,3	-20,3	42,7	-26,4	2,0	-2,4	-29,2
okt 97 - sep 98 ..	1,1	0,3	-21,6	41,2	-25,0	16,7	-3,3	-23,5
okt 98 - sep 99 ..	-1,5	1,2	74,5	50,5	-49,5	32,5	-2,8	71,4
1998 sep	3,0	-0,3	-5,3	-1,6	-2,5	2,8	8,0	5,4
1999 apr	-0,4	0,0	2,9	1,0	-2,7	8,3	-1,5	1,0
maj	0,5	0,0	0,5	2,9	-9,1	8,4	-1,0	-0,1
jun	2,6	0,0	23,3	19,6	-13,4	-3,0	-8,3	17,6
jul	0,7	0,4	3,7	5,1	-3,1	-6,8	-4,5	0,2
aug	0,8	0,1	-0,5	4,5	-8,0	-0,9	3,7	4,0
sep	2,5	0,1	-1,1	0,9	0,9	2,3	2,6	4,1

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		
1994	965,7	493,8	250,3	168,4	1,6	914,1	342,6	291,0
1995	1.009,8	509,6	260,3	189,3	9,3	968,4	357,5	316,1
1996	1.061,7	531,7	273,7	201,8	2,3	1.009,5	379,4	327,2
1997	1.114,3	562,3	283,2	226,9	3,5	1.075,9	406,8	368,3
1998	1.168,3	592,5	298,7	245,2	10,9	1.147,3	408,7	387,7
1998 2. kvt	289,2	149,1	74,8	60,5	2,2	286,6	96,7	94,0
3. kvt	291,3	145,6	75,5	60,1	1,1	282,3	105,2	96,2
4. kvt	301,1	155,8	75,7	64,4	-0,9	295,0	105,3	99,2
1999 1. kvt	293,1	148,1	76,0	63,8	-1,1	286,8	101,3	95,0
2. kvt	301,8	150,7	78,3	63,4	-2,1	290,3	105,2	93,6
Realvækst i forhold til året før, pct.								
1994	5,8	7,1	2,9	7,4	...	7,2	8,2	13,2
1995	3,7	2,6	2,2	13,6	...	5,5	3,5	8,8
1996	2,8	2,9	3,2	4,8	...	2,5	5,0	4,3
1997	3,1	3,7	1,0	10,4	...	4,6	4,4	8,5
1998	2,7	3,5	3,0	6,9	...	4,6	1,4	6,4
1998 2. kvt	1,0	2,6	2,7	3,1	...	3,8	-5,2	1,8
3. kvt	3,6	4,7	3,1	6,2	...	4,5	3,6	6,0
4. kvt	2,5	3,1	3,7	4,7	...	4,5	-1,1	3,9
1999 1. kvt	0,8	2,7	1,6	4,0	...	0,0	1,4	-0,7
2. kvt	1,5	-1,0	1,3	2,2	...	-1,3	8,5	0,9
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
1998 2. kvt	-0,4	2,0	0,7	-3,0	...	0,9	-5,6	-2,7
3. kvt	2,0	0,2	0,6	1,9	...	0,4	8,5	3,3
4. kvt	-0,2	1,0	0,6	-0,1	...	0,8	-2,8	-0,1
1999 1. kvt	-0,4	-0,4	-0,2	4,5	...	-2,2	1,8	-1,2
2. kvt	0,2	-1,7	0,3	-3,4	...	-0,2	1,1	-0,7

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTOINDTÆGTER)

Table 8

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster ialt
	Kr. billion					
1994	47,2	4,4	51,5	-24,8	-9,1	17,7
1995	37,3	4,8	42,2	-20,2	-9,6	12,3
1996	45,5	4,9	50,4	-21,2	-11,7	17,5
1997	36,4	1,3	37,7	-24,0	-8,9	4,7
1998	24,6	-4,0	20,6	-23,9	-10,1	-13,5
sep 97 - aug 98	25,5	0,9	26,4	-24,1	-9,7	-7,4
sep 98 – aug 99	37,0	-2,9	34,0	-19,4	-12,9	1,8
1998 aug	2,6	1,0	3,6	0,2	-1,3	2,5
1999 mar	2,7	-0,7	2,0	-1,5	-1,5	-1,1
apr	3,1	0,4	3,6	-3,6	-1,0	-1,0
maj	4,2	-0,3	3,9	-1,2	-1,0	1,7
jun	3,4	0,2	3,6	0,8	-1,1	3,3
jul	3,6	0,6	4,2	-1,1	-2,4	0,7
aug	4,6	0,3	4,9	-1,4	-1,4	2,1

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 okt	1,7	1,2	-2,1	...	622,81	103,4	107,0
1999 maj	2,1	1,6	-0,8	743,32	699,14	100,1	104,6
jun	2,4	1,9	-0,5	743,15	715,83	99,4	104,1
jul	2,4	2,0	0,5	743,87	718,70	99,2	103,6
aug	2,7	2,5	1,2	743,77	701,27	99,4	104,3
sep	2,8	2,6	1,6	743,39	707,76	98,7	103,7
okt	3,0	2,8	...	743,34	693,72	99,1	104,2

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 10

	Arbejdsløshed		Mængdeindeks for omsætningen inden for		Påbe- gyndt byggeri 1.000m ²	Nyregistre- ringer af personbi- ler Antal stk.	For- bruger- tillids- indikator Nettotal
	1.000 personer	Pct. af arbejds- styrken	Råstof- udvinding og frem- stillings- virksom- hed 1995=100	Detail- handel 1990=100			
1994	343,4	12,3	96	107,2	5.065	138.973	8
1995	288,4	10,4	100	108,0	5.858	135.245	9
1996	245,6	8,9	102	109,6	7.351	142.175	5
1997	220,2	7,9	107	111,8	8.291	152.866	9
1998	182,7	6,6	109	114,3	8.900	162.656	2
Sæsonkorigeret							
1998 nov	168,5	6,1	111	115,6	676	14.003	-4
1999 jun	158,4	5,7	109	116,0	664	12.039	-2
jul	155,1	5,6	111	115,3	...	12.026	-1
aug	155,2	5,6	110	116,2	...	12.058	0
sep	154,2	5,6	112	...	...	11.405	3
okt	...	...	...	...	...	11.064	1
nov	...	...	...	...	...	...	-2

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	Februar 1996=100	1980=100	Nettotal		I pct. af ejendomsværdi 1998	
1994	2.521	1.751	94,1	99,3	11	10	...
1995	2.539	1.769	97,6	103,4	6	10	...
1996	2.573	1.793	101,4	102,5	-8	7	99,2
1997	2.629	1.835	105,2	100,5	6	7	110,5
1998	2.685	1.879	109,8	103,5	0	-2	120,5
Sæsonkorrigeret							
1998 4.kvt	2.705	1.897	111,5	105,9	-12	-9	123,9
1999 1.kvt	2.708	1.897	113,2	104,9	-20	-10	125,8
2.kvt	2.685	1.873	113,8	103,8	-18	-7	127,3
3.kvt	...	...	...	...	-12	-12	...
4.kvt	...	...	...	...	-7	-11	...
Vækst i forhold til året før, pct.							
1994	-0,4	-0,5	...	-0,5	...	...	...
1995	0,7	1,0	3,8	4,1	...	...	...
1996	1,4	1,4	3,8	-0,9	...	...	...
1997	2,1	2,3	3,8	-2,0	...	...	11,4
1998	2,1	2,4	4,4	3,0	...	...	9,0
1998 4.kvt	1,9	2,3	4,6	4,9	...	...	9,3
1999 1.kvt	2,2	2,6	5,0	3,6	...	...	8,8
2.kvt	0,0	-0,4	4,0	1,3	...	...	5,8
3.kvt	...	...	...	...	...	...	...
4.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