



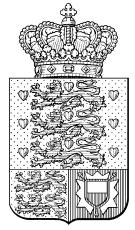
Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
1. kvartal

2000

D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 0 0





Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 1. kvartal

2000

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K

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

E-mail: info@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Tryk: Schultz Grafisk A/S, København

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Kvartalsoversigt – 2. kvartal 2000 planlægges offentliggjort 30. maj 2000.

Indhold

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Indførelsen af den nye seddelserie	17
Ulrik H. Bie, Sekretariatet	
Udviklingen i de enkelte sedlers omløb i forbindelse med introduktionen af den nye seddelserie beskrives. I løbet af 6 måneder er over to tredjedele af den hidtidige seddelserie inddraget.	
Rente og udbytte af Danmarks udlandsgæld	23
Frank Øland Hansen og Lill Thanning Hansen, Statistisk Afdeling	
Sammenhængen mellem udlandsgælden og rente- og udbyttebetalinger til og fra udlandet beskrives. Nettoforretningerne var i 1998 så høj som 8,7 pct., fordi aktiverne i gennemsnit forrentes noget lavere end passiverne.	
TARGETs første år	31
Jesper Berg og Thomas Bo Christensen, Betalingsformidlingskontoret	
Anvendelsen af eurobetalingssystemet TARGET har været betydelig, især i euro-landene. Brugerundersøgelser viser en generel accept af systemet, men peger også på forbedringsmuligheder.	
Euroens første år på de finansielle markeder	43
Peter Kjær Jensen og Anne Reinhold Pedersen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Eurolandenes finansielle markeder er blevet mere integrerede, men der er dog langt fra tale om, at nationale forskelle i finansieringsmønstre og markedsfunktion er forsvundet.	
ECBs ejerforhold og reserver	57
Kristian Kjeldsen, Internationalt Kontor	
Regler og fordelingsnøgle for kapitalindskud, valutareserver og overskud fra ECBs virksomhed beskrives. Overskuddet fra eneretten til at udstede sedler tilfalder de nationale centralbanker.	
Ny finansiell sektorlov i USA	65
Jens Lundager, finansattaché ved ambassaden i Washington	
Strukturen af den finansielle sektor i USA og den nye lovgivning beskrives. Rammerne for den finansielle sektor er blevet mere tidssvarende, men kan næppe rumme alle tendenser til brancheglidning.	

Demografi og vækst i Danmark.....	77
Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling	
Med udsigt til stagnation i arbejdsstyrken og kraftig vækst i antallet af pensionister vil fastholdelse af det offentlige serviceniveau gøre det vanskeligt at opnå yderligere nedsættelser af arbejdstiden i en lang årrække.	
Euroen og Danmark.....	91
Bodil Nyboe Andersens tale i British Import Union den 18. januar 2000.	
Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Finansrådets årsmøde den 1. december 1999	99
Pressemeddelelse	105
Tabelafsnit	

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

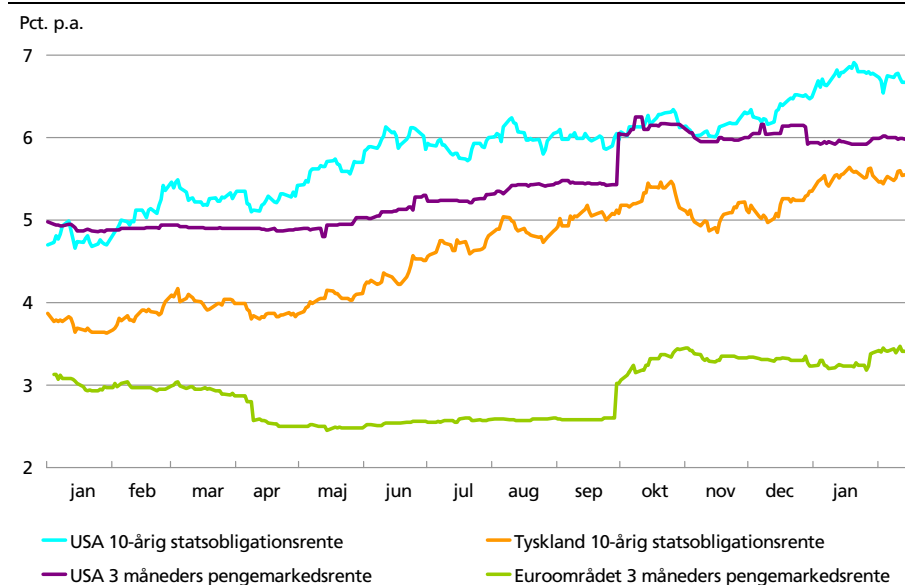
Oversigten vedrører perioden fra november 1999 til midten af februar 2000

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE BAGGRUND

Billedet af den amerikanske økonomi har ikke ændret sig afgørende de seneste måneder. Økonomien voksede i 4. kvartal med 5,8 pct. i forhold til kvartalet før opregnet til årsrate. Der er ingen tegn på afdæmpning i privatforbruget trods et højere renteniveau, jf. figur 1. Husholdningernes opsparingskvote er faldet markant under højkonjunktoren som følge af, at forbruget er vokset hurtigere end de disponible indkomster. Sammen med stigende investeringsomfang har modstykket til dette været en forøgelse af betalingsbalanceunderskuddet til knap 4 pct. af BNP i 1999. En væsentlig finansieringskilde har været udlændinges køb af amerikanske aktier, hvorved gevinstmulighed og risiko på disse i stigende grad er blevet globalt fordelt.

LANGE OG KORTE RENTER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 1



Inflationen er steget 1 pct. det seneste år til et niveau på 2,7 pct. år-til-år i december, hvilket primært skyldes stigende energipriser. Den underliggende inflation er stadig overraskende lav konjunktursituationen taget i betragtning. Lønstigningstakten er for opadgående, men var med 3,5 pct. i januar stadig moderat i lyset af den lave arbejdsløshed.

Den amerikanske forbundsbank hævede 16. november og 3. februar sin toneangivende rente, fed funds target rate, med 0,25 pct. pr. gang til 5,75 pct. Dermed er renten hævet med 1,0 pct. det seneste år, hvilket har mere end redresseret rentenedsættelserne i slutningen af 1998. Den lange amerikanske rente lå fra sommeren til begyndelsen af november på ca. 6 pct., men er siden steget, og var omkring 6,6 pct. i midten af februar.

Efter styrkelse af dollaren gennem 1. halvår 1999 var der ikke nogen trendmæssig udvikling i dollar/euro kursen det følgende halve år, hvor kursen svingede lidt over pari. Sidst i januar styrkedes dollar, så euroen kom under pari, hvilket tiltrak sig betydelig opmærksomhed. Efter styrkelse gennem anden halvdel af 1999 er yen i begyndelsen af indeværende år blevet svækket over for den amerikanske dollar.

Det har overrasket, at den amerikanske økonomi op gennem 1990'erne har kunnet udvise høj vækst, uden der er opstået et egentligt inflationært pres. De senere år kan dette bl.a. tilskrives, at der har været en betydelig stigning i produktiviteten, hvilket igen er blevet tilskrevet massive investeringer i IT-teknologi. Betragtes 1990'erne under ét, er det imidlertid karakteristisk, at produktivitetsudviklingen i USA ikke har været stærkere end i EU og Danmark. I tabel 1 er vist en dekomponering af væksten i tre forklarende faktorer: Befolkningsvækst, erhvervsfrekvens samt produktivitetsudvikling, jf. boksen. Som det fremgår, skyldes en væsentlig del af væksten i USA, at befolkningen i de erhvervsaktive aldersklasser op gennem 1990'erne er vokset ganske betragteligt. Samtidig er andelen af befolkningen i beskæftigelse øget markant. Dette er modstykket til faldet i arbejdsløshedsprocenten. Produktivitetsudviklingen var på den anden side lav i første del af årtiet. Dette forklarer måske, at det har været muligt at øge produktiviteten markant de senere år, selv om det normale er, at produktiviteten aftager mod slutningen af

VÆKSTDEKOMPONERING FOR USA, EU SAMT DANMARK, 1990-99			Tabel 1
Vækstrate, pct. p.a.	USA	EU	Danmark
Befolkning i alderen 15-64 år	0,9	0,3	0,3
Beskæftigelsesfrekvens	0,4	-0,1	0,1
Produktivitet	1,8	1,7	2,1
1990-95	1,4	2,0	3,1
1995-99	2,3	1,3	0,9
Vækst i alt	3,1	1,9	2,5

Anm.: Årlig vækstrate fra startår til slutår.

DEKOMPONERING AF DEN ØKONOMISKE VÆKST	Boks
Dekomponering af den økonomiske vækst i de tre faktorer, befolkningsvækst, ændring i erhvervsfrekvens samt produktivitet tager udgangspunkt i følgende definitiviske sammenhæng:	
$\text{BNP} = \text{befolkning} * \text{beskæftigelsesfrekvens} * \text{produktivitet} \quad \text{hvor}$	
BNP = bruttonationalproduktet i faste priser	
Befolkning = antal borgere i aldersklassen 15-64 år	
Beskæftigelsesfrekvens = beskæftigede/befolkning	
Produktivitet = BNP/beskæftigede	

en højkonjunktur. I Danmark skete stigningen i produktiviteten i begyndelsen af konjunkturopsvinget, dvs. fra 1993 til 1995, mens den de seneste fem år har været lav. I EU har produktiviteten i første del af 1990'erne været højere end i USA, mens jobskabelsen har været mindre, så der nærmest var tale om vækst uden jobskabelse.

Konjunkturudsigten for euroområdet er forbedret det seneste halve år. Nationalregnskabstallene for 3. kvartal viste opregnet til årsrate en vækst på over 4 pct. i forhold til 2. kvartal. Fremgangen var bredt fundet, idet både indenlandsk efterspørgsel og udenrigshandelen understøttede væksten. Der er stor variation i vækstmønstret inden for euroområdet, men det er kendetegnende, at opgangen i det største medlemsland, Tyskland, har været tøvende, mens væksten har været stærkere i flere af de mindre eurolande. Udviklingen har indebåret et pænt fald i arbejdsløsheden i euroområdet til et niveau på 9,6 pct. i december. For 4. kvartal peger tillidsindikatorerne for husholdninger og virksomheder på øget optimisme, jf. figur 2.

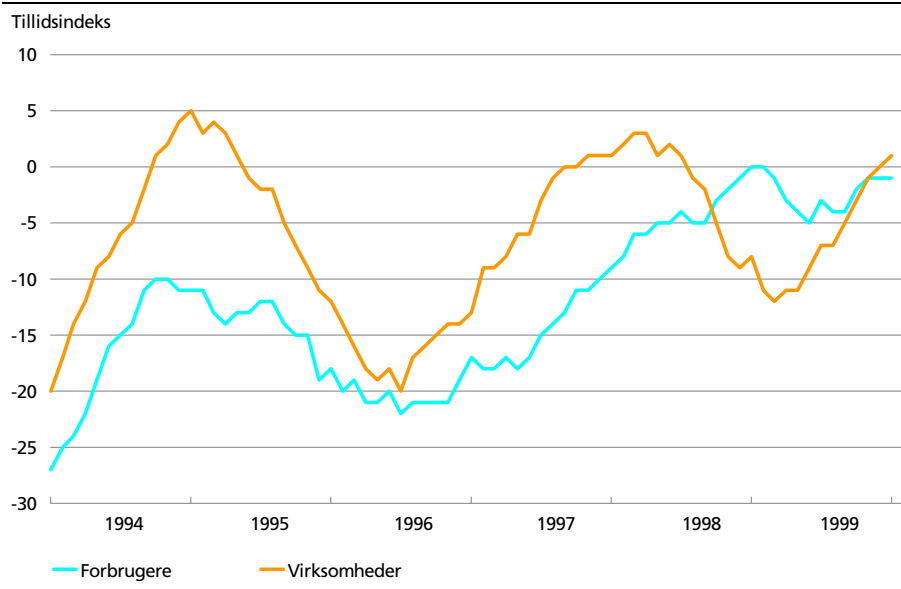
Trods opgang som følge af energipriserne er inflationen i euroområdet moderat med en vækst i det harmoniserede forbrugerprisindeks for de 11 lande på 1,7 pct. i december. Ekskl. energi og fødevarer var stigningen nede på ca. 1 pct., hvor den har været det seneste år. Udviklingen i energipriserne gør, at der må regnes med stærkere vækst i de første måneder af indeværende år. I flere eurolande, bl.a. Irland og Spanien, er inflationen allerede klart over den øvre grænse for ECBs definition af stabile priser på 2 pct. p.a.

Intet euroland overskrider kriterieværdien for underskud på de offentlige finanser på 3 pct. af BNP. De fleste lande har underskud i størrelsesordenen 1-2 pct. af BNP. Irland og Finland har markante overskud på deres budgetter som følge af en stærk konjunktur.

Den Europæiske Centralbank (ECB) hævede den 3. februar sine rentesatser med 0,25 pct. Renten på de primære markedsoperationer kom

TILLIDSINDIKATORER FOR EUROOMRÅDET

Figur 2



hermed op på 3,25 pct. Beslutningen blev taget på baggrund af en vurdering af risikoen for inflation på mellemlangt sigt. Væksten i pengemængden og i kreditgivningene havde op til forhøjelsen signaleret fortsat lempelige likviditetsforhold. Samtidig har pris- og omkostningsvæksten været stærkere og mere vedvarende end tidligere forudset. Svækkelsen af den effektive eurokurs har bidraget til opgangen ikke bare i råvarepriser i national valuta, men i importpriserne generelt, med risiko for afsmittende effekter på løn- og prisdannelsen under de forbedrede konjunkturudsigter.

Den 5. januar gennemførte ECB en likviditetsabsorberende ekstraordinær operation med udløb den 12. januar, hvor den første primære markedsoperation efter årsskiftet fandt sted. Den ekstraordinære markedsoperation havde til formål at opsuge noget af den ekstra likviditet, der var blevet tilført i forbindelse med årsskiftet, jf. afsnittet om årsskiftet 1999/2000. Også en del andre faktorer bevirkede en ekstraordinær likviditetsudvidelse i begyndelsen af året. Der blev i alt opsuget for 14 mia.euro inden for den fastsatte maksimale rente på 3 pct. Der var tale om den første operation af sin art i euroens levetid.

Den 10-årige tyske statsobligationsrente har siden midten af november været stigende på linje med den amerikanske rente og var midt i februar 5,6 pct. Den tyske rentekurve er stejlere end den amerikanske, jf. figur 1. Der er således indbygget forventninger om stigende kort eurorente i markedsrenterne.

Væksten i de første kvartaler af 1999 tydede på, at Japan endelig var på vej ud af lavkonjunktoren, men negativ vækst i 3. kvartal viste, at fremgangen endnu er meget usikker. Det var særligt den indenlandske efterspørgsel, herunder privatforbruget, der skuffede. Til gengæld var der fremgang for eksporten til trods for, at den japanske yen er apprecieret over 10 pct. over for euro og dollar det seneste år med tab af konkurrenceevne til følge. De korte og lange renter er meget lave, så det er næppe muligt at stimulere økonomien yderligere ad den vej. Også finanspolitikken har hidtil vist sig ude af stand til at få sat afgørende skub i økonomien trods gentagne stimuleringspakker, som sammen med den svage konjunktursituation førte til et budgetunderskud på over 7 pct. af BNP i 1999.

Efter en vis afmatning i begyndelsen af 1999 peger de fleste indikatorer for Storbritannien på fornyet vækst. I modsætning til de forudgående kvartaler var væksten i 3. og 4. kvartal også trukket af nettoeksporten, hvor det tidligere udelukkende var indenlandsk efterspørgsel, der holdt økonomien oppe.

Det britiske pund er det seneste halve år styrket ca. 5 pct. over for euro. Bank of England, der fører en meget aktiv pengepolitik, har hævet renten flere gange inden for det seneste halve år. Renteforhøjelserne skal ses på baggrund af en høj kapacitetsudnyttelse i den britiske økonomi i en situation med aktivitetsacceleration. Den britiske pengepolitik styres efter et af regeringen fastsat inflationsmål på 2,5 pct. i RPIX-indekset, dvs. forbrugerprisindekset ekskl. bolig. Inflationen er aktuelt lidt under dette mål og forventes af Bank of England først at stige et stykke ind i 2000.

Svensk økonomi er inde i et opsving båret af privatforbrug og eksport. Inflationen er steget, men er fortsat på et lavt niveau. Den underliggende inflation, der er af central betydning ved Riksbankens tilrettelæggelse af pengepolitikken, er omkring 1,5 pct., men forventes at stige. På den baggrund hævede Riksbanken reporenten med 0,5 pct. til 3,75 pct. med virkning fra den 9. februar. Den svenske krone er apprecieret over for euro igennem 1999 og ind i indeværende år til et niveau svarende til 0,87-0,88 dansk krone pr. svensk krone midt i februar 2000.

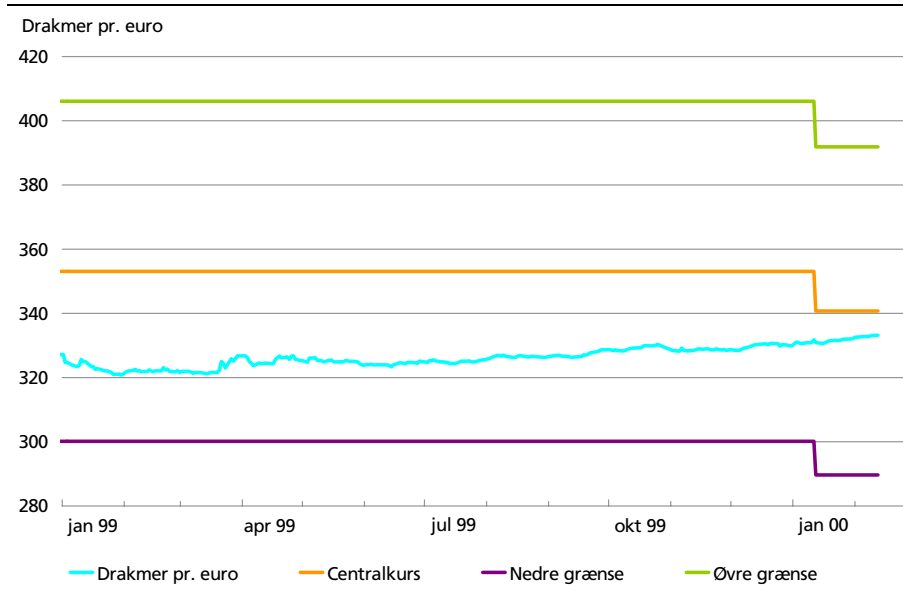
Norge har haft en kort periode med lav vækst, og Norges Bank har nedsat sin styringsrente markant igennem 1999. Opgangen i oliepriserne kan dog hurtigt få billedet af afmatning i økonomien til at vende.

Den græske drakme blev med virkning fra den 17. januar revalueret 3,5 pct. over for euro. Den ny centralkurs er 340,75 drakmer pr. euro, og udsvingsbåndet er uændret plus/minus 15 pct. omkring centralkursen. Markedskursen blev ikke påvirket ved revalueringen, jf. figur 3. Revalueringen har ingen betydning for den danske ERM2-aftale.

Den græske drakme har i en længere periode været stærkere end centralkursen i ERM2 for at understøtte konvergensen af den græske infla-

GRÆSKE DRAKMER OVER FOR EURO SAMT UDSVINGSBÅND I ERM2

Figur 3



tion ned mod EU-gennemsnittet. Op til revalueringen i januar 2000 lå drakmen knap 7 pct. over centralkursen. Indtrædelse i euroen på den gamle centralkurs ville således indebære en stor inflationsrisiko for økonomien i en situation med allerede høj vækst.

Udsigterne for den græske økonomi er forbedret markant de senere år, hvor der på næsten alle områder er sket konvergens mod det øvrige EU. Grækenland har annonceret, at landet til marts søger om euromedlemskab fra den 1. januar 2001. En væsentlig barriere blev fjernet i november, hvor ECOFIN-rådet besluttede at ophæve den tidligere trufne beslutning om, at Grækenland havde et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud. Underskuddet var i 1999 under 2 pct. af BNP og ventes at falde yderligere de kommende år.

Også med hensyn til inflation og rente er der sket konvergens, og det er realistisk, at Grækenland ved konvergensvurderingen i foråret 2000 vil opfylde kriteriet på disse områder.

RENTE- OG VALUTAKURSUDVIKLINGEN I DANMARK

Med baggrund i ECBs renteforhøjelse hævede Nationalbanken med virkning fra den 4. februar diskontoen og foliorenten med 0,25 pct. til 3,25 pct. Udlånsrenten samt renten på indskudsbeviser blev forhøjet med 0,30 pct. til 3,60 pct. Det var den første ændring siden forhøjelsen i begyndelsen af november.

3-måneders pengemarkedsrenten steg godt 0,5 pct. i løbet af måneden op til renteforhøjelsen i november og bevægede sig frem til begyndelsen af februar omkring et niveau på 3,7 pct., men fulgte herefter de officielle renter op. Spændet over for eurorenten er indsnævret en smule til 35 basispoint i midten af februar.

Den danske 10-årige statsobligationsrente har fulgt udviklingen på de internationale markeder med stigning de seneste måneder og lå omkring et niveau på 5,9 pct. i midten af februar. Rentespændet til Tyskland er indsnævret en smule og var midt i februar 35 basispoint, hvilket er tæt på det historiske lavpunkt.

Det gennemsnitlige spænd mellem statsobligations- og realkreditobligationsrenten har været stabilt det seneste halve år. Hældningen på rentekurven er stadig ganske stejl. Dette har givet sig udslag i øget efterspørgsel efter rentetilpasningslån, hvor renten på lånet helt eller delvis tilpasses hvert år i lånets løbetid, i stedet for de sædvanlige lange fastforrentede realkreditlån. Rentetilpasningslån udgør nu en betragtelig andel af nyudlånene. Målt på beholdningen af udestående lån udgør rentetilpasningslån dog endnu kun ca. 6 pct.

Kronen er uændret lidt stærkere end sin centalkurs i ERM2-samarbejdet. Mod slutningen af 1999 og ind i januar var der en underliggende tendens til svækkelse af kronen. For at imødegå dette intervererede Nationalbanken i januar for godt 12 mia.kr. for at dæmpe udsvingene i krone/euro kursen, der har været stabil på et niveau omkring 7,44 kroner pr. euro. En række af Danmarks største samhandelspartners valutaer er styrket over for kronen og den effektive kronekurs var midt i februar på sit laveste niveau siden 1993.

ÅRSSKIFTET 1999/2000

Overgangen til 2000 forløb glat, og de frygtede edb-problemer udeblev både i Danmark og internationalt. Frygten for problemer havde forud givet anledning til ekstra store risikopræmier på pengemarkedsforretninger med udløb lige efter årsskiftet. Såvel ECB som den amerikanske forbundsbank tilførte ekstraordinært markedet likviditet op til årsskiftet. Tilsvarende havde Nationalbanken ekstraordinært åbnet for både køb og salg af indskudsbeviser for at hindre likviditetsproblemer og overdrevne udsving i renterne. Aktørerne på det danske pengemarked havde desuden forud aftalt, at forretninger indgået lige efter nytår først skulle have valør den 10. januar. Da alle systemer imidlertid fungerede tilfredsstillende, kunne man allerede den 4. januar gå tilbage til den sædvanlige praksis med valør den følgende handelsdag.

Også på obligationsmarkedet mærkedes usikkerheden op til årsskiftet. Den udenlandske interesse for danske obligationer var stor fra slutningen af 1998 og frem til de sidste måneder af 1999, hvor billedet vendte, og der var et betragteligt tilbagesalg i forbindelse med store udtrækninger af statspapirer. Dette er normalt sidst på året, men det er muligt, at år-2000 problematikken har gjort genplaceringer mindre end normalt. Aktierne var ikke påvirket i samme grad, ligesom danske investorer ikke udviste samme forsigtighed, da der var stor interesse for udenlandske papirer op til og efter årsskiftet.

INDENLANDSK AKTIVITET OG BETALINGSBALANCE

Væksten i dansk økonomi er i løbet af 1999 kommet ned i et lavere gear. Dette skyldes en lavere indenlandsk efterspørgsel, mens væksten på eksportmarkederne er forbedret. Afdæmpningen har mindsket kapacitetspresset, og dansk økonomi lægger derfor tilsyneladende an til en blød landing efter en årrække med stærk vækst og markant opgang i reallønnen. Med overskud på såvel de offentlige finanser som betalingsbalancen er det først og fremmest inflationen, der skæmmer billedet af en økonomi i balance.

De foreløbige nationalregnskabstal for 3. kvartal 1999 viste en vækst i bruttonationalproduktet (BNP) på 0,8 pct. i forhold til kvartalet før og 1,0 pct. år-til-år. Væksten i forhold til 2. kvartal var trukket af den indenlandske efterspørgsel, herunder privatforbruget, efter fald i de to forudgående kvartaler. Selv om pinsepakken og stigninger i den lange rente har lagt et nedadrettet pres, er væksten i privatforbruget således langt fra gået i stå. Også det offentlige forbrug voksede i 3. kvartal.

Beskæftigelsesvæksten er bøjet af. Efter en overraskende stor stigning i den sæsonkorrigerede ATP-beskæftigelse i 3. kvartal, viste statistikkens et endnu stærkere fald i 4. kvartal 1999. Da arbejdsløsheden fortsatte med at falde frem til slutningen af året, vurderes beskæftigelsesfaldet i 4. kvartal at skyldes statistiske tilfældigheder.

Efter en lang årrække med næsten uafbrudt stigning faldt huspriserne med godt 3 pct. i 4. kvartal 1999 i forhold til 3. kvartal ifølge Realkreditrådets statistik over gennemsnitlig m²-pris. Også omsætningen er faldet markant i 4. kvartal. I lyset af pinsepakkens nedsættelse af den skattemæssige værdi af rentefradraget og stigningen i den lange rente var en afdæmpning af huspriserne at forvente. Man skal være opmærksom på, at der i specielt 3. kvartal blev handlet relativt mange huse i hovedstadsområdet, hvor m²-priserne er højere end i resten af landet. Den underliggende prisudvikling var derfor svagere, end de rå tal antyder, og priserne ifølge Realkreditrådets statistik afbøjede allerede i

3. kvartal, når der tages hensyn til dette. I den officielle husprisstatistik fra Danmarks Statistik undgås sådanne sammensætningseffekter ved at måle huspriserne i forhold til ejendomsvurderingen. Denne statistik dækker endnu kun frem til 3. kvartal, hvor prisen var knap 6 pct. højere end året før. Ved finansiering af boligkøb med rentetilpasningslån reduceres første-års-ydelsen med de nuværende renteforhold med op til en fjerdedel i forhold til den sædvanlige finansiering med lange fastforrentede lån, og det kan have været med til at holde huspriserne oppe.

Pengeinstitutternes indenlandske udlån har mod slutningen af 1999 udviklet sig svagere end i den foregående periode specielt for udlån til husholdningerne. Også for realkreditinstitutternes vedkommende spores en afdæmpning af udlånsvæksten.

Detailomsætningen har ligget fladt fra januar til oktober, men steg i årets sidste måneder, mens forbrugertillidsindikatoren omkring årsskiftet var svagt negativ, og bilsalget har været faldende mod udgangen af året og ind i januar, dog med et skattebetinget højt salg i december. Stigningen i industriens ordreindgang kommer fortrinsvis fra eksportmarkederne og i mindre grad fra hjemmemarkedet, når fjerde kvartal ses under ét. Antallet af påbegyndte m² tyder på, at bygge- og anlægsinvesteringerne er vigende, men den voldsomme storm i begyndelsen af december og udbedring af de forårsagede stormskader har modificeret dette billede.

Finanspolitikken tegner på baggrund af den vedtagne finanslov for 2000 en smule lempeligere end oprindelig planlagt. Sammen med virkningen af pinsepakken er der dog fortsat udsigt til, at finanspolitikken for 2000 virker svagt dæmpende på økonomien under forudsætning af, at de indgåede aftaler med amter og kommuner holder.

De foreløbige tal for saldoen på betalingsbalancens løbende poster viste for perioden januar til november 1999 et overskud på godt 11 mia.kr. mod et underskud på 9,8 mia.kr. i samme periode året før. Udviklingen skyldes hovedsageligt en forbedring af handelsbalancen, men der er også forbedring af tjenestebalancen og i renter og udbytter til udlandet netto.

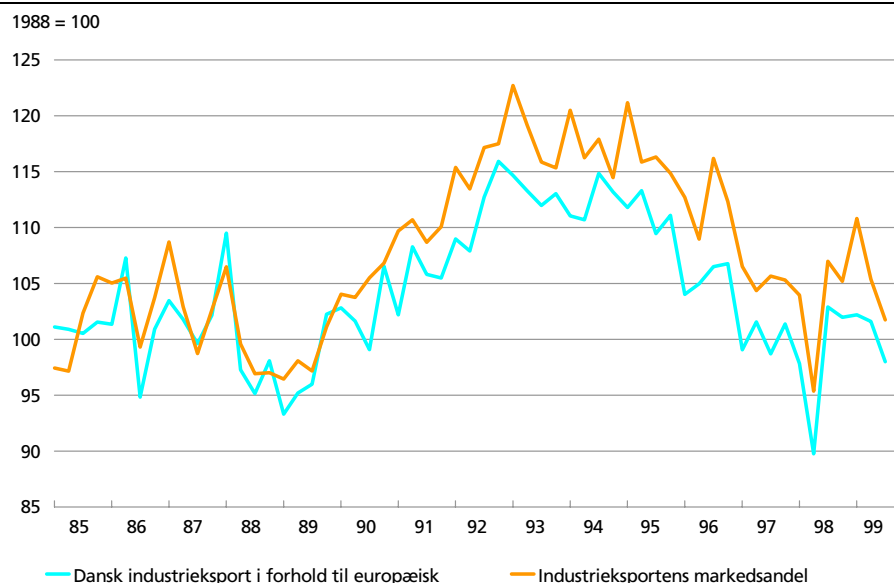
Importen er stagneret i takt med afdæmpningen af den indenlandske efterspørgsel. Det gælder både import til forbrug og import til erhvervene.

Danmark har tabt markedsandele på eksportmarkederne gennem hele konjunkturopsvinget fra 1993 til 1998¹. Det hører med til billedet, at

¹ Se Heino Bohn Nielsen, Industrieksportens markedsandele og konkurrenceevnen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

UDVIKLINGEN I MARKEDSANDELE OG RELATIV EKSPORT

Figur 4



Anm: Det kraftige dyk i 2. kvartal 1998 skyldes storkonflikten på arbejdsmarkedet.

udgangspunktet var højt som følge af ekspansionen i kølvandet på den tyske genforening i begyndelsen af 1990'erne. På det seneste er tabet af markedsandele ophørt. Specielt industrieksporten har klaret sig bedre i 1999 end året før, jf. figur 4, og ordreindgangen tyder på, at den positive linje kan fortsætte de kommende måneder. Afdæmpningen på hjemmemarkedet og den begyndende opgang i euroområdet gør eksportmarkederne mere interessante for virksomhederne. Den stærke danske lønudvikling de senere år har som konsekvens, at der næppe er udsigt til væsentlig stigning i markedsandele.

SAMMENLIGNING AF UDENRIGSHANDELS- OG BETALINGSSTATISTIKKEN

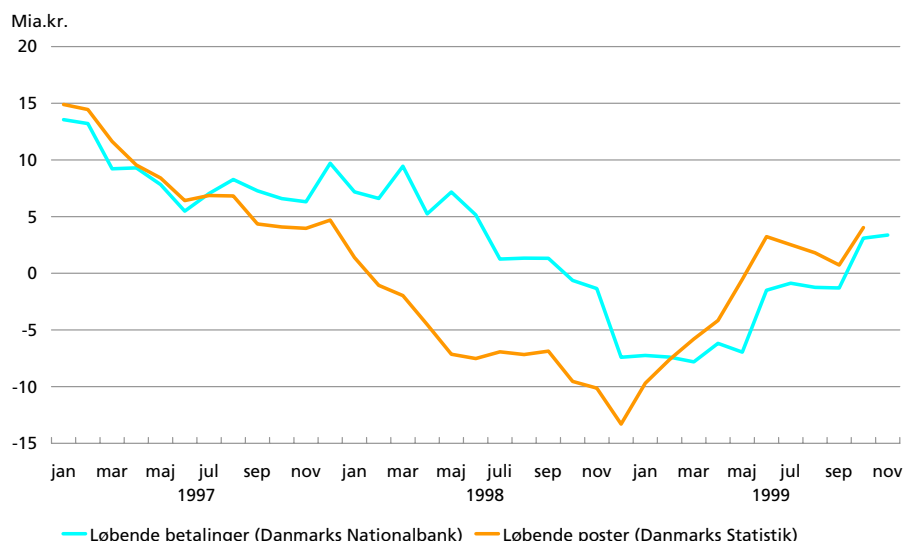
I det meste af 1999 har der været god overensstemmelse mellem saldoen på betalingsbalancens løbende poster og saldoen på de løbende udlandsbetalinger i betalingsstatistikken¹, jf. figur 5.

Overensstemmelsen i 1999 står i kontrast til forløbet i 1998, hvor der var betydelig forskel mellem de to opgørelser. Da forskellen samtidig bidrog til at skabe usikkerhed om, hvorvidt der i 1998 var over- eller underskud over for udlandet, iværksatte Danmarks Statistik og Nationalbanken, på Økonomiministeriets foranledning, i sommeren 1999 en

¹ Betalingsbalancens løbende poster, der bl.a. baseres på udenrigshandelsstatistikken, udarbejdes og offentliggøres af Danmarks Statistik, mens de løbende betalinger i betalingsstatistikken indsamles og offentliggøres af Nationalbanken.

LØBENDE UDLANDSBETALINGER OG BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 5



Anm.: Akkumuleret over 12 måneder.

sammenlignende undersøgelse, der skulle søge at belyse årsagerne til afvigelser mellem opgørelserne på varehandelsområdet. Det var blevet muligt, efter Nationalbanken i oktober 1998 havde indført et nyt indberetningssystem¹ ved opgørelsen af betalinger fra og til udlandet.

Undersøgelsen er endnu ikke afsluttet. Indtil videre er der således kun foretaget en sammenligning af indberetninger af vare- og betalingsstrømme til udenrigshandelsstatistikken og betalingsstatistikken fra et lille udsnit af virksomheder, omfattende perioden marts-maj 1999. Givet undersøgelsens hidtil begrænsede rækkevidde og det forhold, at indberetningerne til de to statistikker fra de omfattede virksomheder ikke er færdiganalyserede, er det endnu for tidligt at give et definitivt bud på, om forskellene mellem de to opgørelser skyldes egentlige fejlindberetninger eller forskelle i opgørelsesprincipper, hvor bl.a. forskellig periodisering er vigtig.

De foreløbige resultater² viser især en vis tendens til overrapportering af såvel eksport- som importbetalinger i Nationalbankens betalingsstatistik – efter indførelsen af det ny indberetningssystem – der for en stor dels vedkommende kan henføres til fejlindberetning af betalinger ved-

¹ Indberetningssystemet er beskrevet af Lasse Tryde, Nationalbankens nye indberetningssystem til betalingsstatistikken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

² Der blev afgivet en foreløbig rapport, Rapport om projektet vedrørende forbedring af udenrigshandels- og betalingsbalancestatistikken, til Økonomiministeren 14. december 1999. Rapporten er tilgængelig fra Danmark Statistiks hjemmeside (www.dst.dk) og kan findes ved at se under Vejviser i statistik, Udenrigshandel, Formidling, og Rapport om projektet vedrørende forbedring af udenrigshandels- og betalingsbalancestatistikken, i nævnte rækkefølge.

rørende varer, som ikke passerer landegrænsen. Da overrapporteringen principielt vil slå igennem på eksport- og importsiden med samme styrke, vil den imidlertid ikke påvirke saldoen på de løbende udlandsbetalinger i betalingsstatistikken.

Undersøgelsen vil i løbet af foråret 2000 blive udvidet ved inddragelse af flere virksomheder, ligesom den vil blive udstrakt til også at omfatte andre sammenligningsperioder.

Uanset undersøgelsens endelige resultat er det vigtigt at understrege, at de løbende betalinger i Nationalbankens betalingsstatistik fortsat vil adskille sig fra Danmarks Statistiks opgørelse af betalingsbalancens løbende poster, både hvad angår opgørelsesmetode og periodisering. Også i fremtiden vil der derfor forekomme forskelle mellem saldiene i de to opgørelser.

Årsagen til den særligt store forskel i 1998 bliver næppe fundet. Undersøgelsen er imidlertid et godt udgangspunkt for at forbedre indberetningssystemerne og dermed statistikkernes kvalitet, hvis der undervejs viser sig fejl af systematisk karakter. Den nævnte overrapportering af varebetalinger i betalingsstatistikken må betegnes som begyndervanskeligheder ved det nye indberetningssystem. Nationalbanken vil søge at afhjælpe problemet gennem vejledning af de indberettende virksomheder og løbende modvirke andre systematiske fejl, der kan opstå i takt med fx udvikling af nye betalingsmønstre.

PRIS- OG LØNUDVIKLINGEN

Forbrugerprisernes årlige stigningstakt er øget gennem 1999 og var i december 3,2 pct. og for 1999 som helhed 2,5 pct. Prisstigningstakten holdes bl.a. oppe af stigningen i energipriserne. Olieprisen er igennem 1999 steget fra 10 til over 25 dollar pr. tønde. Herudover er også prisen på mange andre råvarer steget. Stigningerne i prisen på offentlige ydelser er ligeledes med til at holde inflationen oppe og det samme gælder størrelsen "Andre faktorer", der afspejler udviklingen i løn og avance, jf. tabel 2. Det er dog værd at bemærke, at der ikke har været samme opgang i "Andre faktorer" og dermed den underliggende inflation gennem 1999 som i den overordnede inflation. Dette er i god overensstemmelse med afdæmpningen i lønstigningstakten, jf. nedenfor.

Prisstigningstakten i euroområdet, der rammes af stigende energipriser på linje med Danmark, var i december 1,7 pct. En af grundene til, at der har været en stærkere vækst i det danske prisniveau igennem 1999, end det er tilfældet i euroområdet, skal findes i de danske fødevarerpriser, der udviser højere volatilitet, jf. figur 6. En af årsagerne til dette er store udsving i prisen på svinekød de senere år i forbindelse med først

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE

Tabel 2

	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.												
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					
1999	2,1	2,5	2,1	2,1	-0,3	2,5	0,6	2,7	3,5	3,0					
1998 1. kv.	1,6	2,0	1,8	-1,7	1,4	2,1	4,1	2,5	-0,4	1,6					
1998 2. kv.	1,4	2,0	1,7	-0,7	0,9	2,0	2,5	2,1	-1,5	2,3					
1998 3. kv.	1,2	1,7	1,2	-4,0	0,4	1,7	0,6	1,9	-1,9	2,6					
1998 4. kv.	1,1	1,7	1,2	-4,7	-0,1	1,9	0,1	2,0	0,4	2,8					
1999 1. kv.	1,4	2,0	1,5	-7,0	-0,7	2,4	0,3	2,8	2,1	3,1					
1999 2. kv.	1,8	2,3	1,8	-1,4	-0,8	2,4	-0,2	2,5	4,5	3,1					
1999 3. kv.	2,3	2,6	2,3	5,7	-0,2	2,5	0,7	2,8	3,8	2,8					
1999 4. kv.	2,8	3,0	2,8	11,5	0,4	2,6	1,7	2,7	3,6	2,7					

Anm.: Vægtgrundlag pr. september 1996.

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korrigeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til nedsættelse af priserne.

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

HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

krisen på de asiatiske markeder i sommeren 1997 og siden Ruslandskrisen i efteråret 1998. Begge områder er vigtige markeder for den danske eksport af svinekød. Noget af den større volatilitet i de danske fødevarerpriser skyldes desuden større sæsonmæssige udsving end i andre lande, men også år-til-år stigningstakten er mere volatil. Opgangen i stigningstakten på fødevarer i sidste del af 1999 skyldes et lavt udgangspunkt i efteråret 1998. Der må således forventes en mere afdæmpet udvikling den kommende tid.

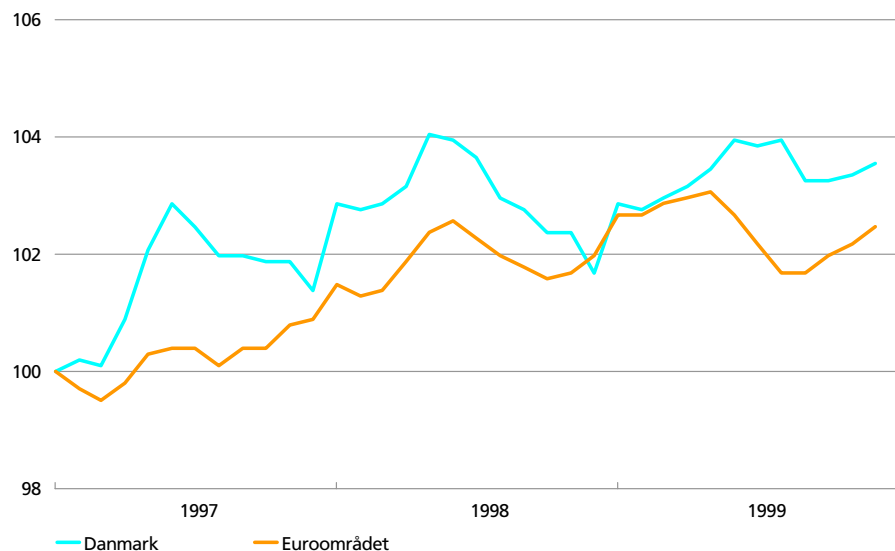
Et andet område, hvor prisudviklingen i Danmark er atypisk, er inden for telekommunikation, hvor priserne herhjemme gennem det seneste år er faldet betydeligt mindre end i euroområdet.

Væksten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) er ligeledes taget til gennem 1999 til 3,1 pct. i december mod 1,2 pct. ved årets begyndelse. Danmark opfyldte i december kun lige Maastricht-traktatens

PRISINDEKSET FOR FØDEVARER, HICP-INDEKS

Figur 6

Januar 1997 = 100



inflationskriterium, og der må for første gang, siden beregning af de enkelte EU-landes opfyldelse af konvergenskriteriet begyndte, nok ventes en periode, hvor kriteriet ikke vil være opfyldt. Som følge af de særlige forhold på fødevarerområdet og nedgang i væksten i lønningerne ventes det, at Danmark igen vil opfylde kriteriet i løbet af 2000.

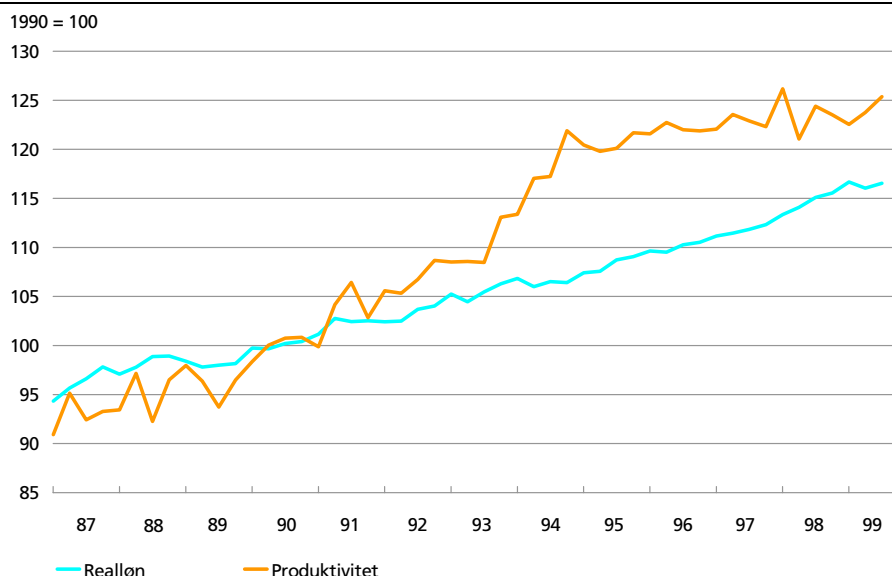
HICP-indekset er hidtil typisk steget en smule mindre end det almindelige forbrugerprisindeks (CPI) på grund af nogle metodemæssige forskelle. Dette ændres på nogle punkter i 2000, hvor metoden til beregning af prisudviklingen på det mest detaljerede niveau i CPI-indekset bringes i overensstemmelse med den teoretisk set bedre metode ved beregning af HICP-indekset. Omlægningen indebærer desuden, at den hidtidige sæsonkorrektur af visse af CPIs underindeks bortfalder. Vægtgrundlaget i CPI og HICP er dog fortsat forskelligt.

Lønudviklingen er dæmpet noget i løbet af 1999. I 4. kvartal var den årlige stigningstakt på Dansk Arbejdsgiverforenings område 4,2 pct. mod 5,0 pct. i 1. kvartal. Lønstigningstakten, der har været mindst inden for fremstillingssektoren, hvor konkurrencen er hårdest, kan forekomme behersket i lyset af den lave ledighed, men er dog stadig større end i euroområdet og i overkanten af, hvad der er foreneligt med stabile priser.

Overenskomstforhandlingerne på det private område er afsluttet og sendt til urafstemning. Aftalerne er som noget nyt fireårige og ligger på minimallønsområderne, herunder industrien, inden for en omkostningsramme på 1 pct. p.a. På minimallønsområderne forhandles kun de over-

UDVIKLINGEN I REALLØN OG PRODUKTIVITET

Figur 7



Anm: Realløn er beregnet som timeløn i industrien deflateret med forbrugerprisindekset. Produktivitet er timeproduktiviteten i byerhverv ekskl. energi.

ordnede rammer som arbejdstid, ferielængde, mindsteløn, pensionsforhold mv. centralt, mens de egentlige lønstigninger fastlægges ved lokale forhandlinger på den enkelte virksomhed. Den samlede omkostningsstigning på minimallønsområderne kan således først fastlægges, når der er forhandlet lokalt. Mindstelønnen er hævet med ca. 2,5 pct. p.a. de første tre år, hvorefter der er genforhandling uden konfliktret for det fjerde år. Kun få arbejder på mindstelønnen, men udviklingen i denne anses ofte for retningsgivende for de generelle lønstigninger.

På normallønsområderne, bl.a. transportområdet, forhandles også lønsatserne centralt. De indgåede aftaler på normallønsområdet ligger inden for en samlet omkostningsramme på ca. 3 pct. p.a.

Samtlige indgåede aftaler indeholder forhøjede pensionsbidrag og indførelse af den sjette ferieuge i form af fem feriefridage. Herved skærpes det samfundsøkonomiske dilemma mellem mere fritid og høj offentlig service¹.

Reallønnen er steget år for år op gennem 1990'erne, jf. figur 7. Mens stigningen i begyndelsen var i underkanten af stigningen i produktiviteten, har produktiviteten de seneste år ikke kunnet følge med lønstigningerne med et inflationært pres til følge. Dette afspejler sig bl.a. i størrelsen "Andre faktorer" i tabel 2.

¹ Jf. Erik Haller Pedersen, Demografi og vækst, denne *Kvartalsoversigt*, side 77ff.

I det lange perspektiv vil reallønnen følge produktiviteten for given fordeling af produktionsresultatet mellem profit og lønindkomst, når der korrigeres for udviklingen i afgifter og indirekte lønomkostninger. Det er naturligt, at produktivitetstigningerne aftager mod slutningen af en højkonjunktur, og lønudviklingen skal tilpasses til denne virkelighed.

Inden for det offentlige, hvor der ikke er forhandlet overenskomst i år, har der modsat udviklingen på det private område ikke været nogen afdæmpning af lønstigningsstakten i 1999. Dette gælder mest udpræget det statslige område, hvor stigningstakten i 3. kvartal var tæt på 5 pct. Baggrunden er bl.a. indførslen af nye og mere fleksible lønsystemer i dele af den offentlige sektor. De offentlige overenskomsters reguleringsklausul er bagudskuende, så de offentlige lønninger rettes ind efter tidligere stigninger på det private arbejdsmarked, men høje offentlige lønstigninger kan have en uheldig afsmittende effekt på det private område.

Indførelsen af den nye seddelserie

af Ulrik H. Bie, Sekretariatet

UDVIKLINGEN I DET SAMLEDE SEDDELOMLØB

Seddelomløbet udgjorde ved udgangen af januar 2000 37,4 mia.kr. Heraf udgjorde 1000-kronesedlen med 20,8 mia.kr. over halvdelen. 500-kronesedlen udgjorde 21 pct., mens 100-kronesedlen udgjorde 15 pct. 200- og 50-kronesedlerne udgjorde henholdsvis 6 og 2 pct. Udviklingen i det samlede seddelomløb påvirkes således mest af udviklingen i de største sedler (1000- og 500-kronesedlerne). I de seneste år har væksten i værdien af seddelmængden ligget på 5-6 pct.¹

100-kronesedlen er på nuværende tidspunkt seddelseriens bærende seddel og er således den seddel, som man hyppigst støder på i omløb. Målt på antal udgør 100-kronesedlen 45 pct. af det samlede seddelomløb.

Udviklingen i de enkelte sedlers omløb har gennem de seneste år været meget forskellig, jf. figur 1. Generelt har 100-kronesedlens omløb været faldende, mens 200-kronesedlens og 500-kronesedlens omløb har været stigende. Da 200-kronesedlen fortsat er i en introduktionsfase, har den naturligvis oplevet den største stigning. 200- og 500-kronesedlernes stigende andel af seddelomløbet hænger bl.a. sammen med en øget anvendelse i kontantautomaterne. 1000-kronesedlens omløb har været næsten konstant.

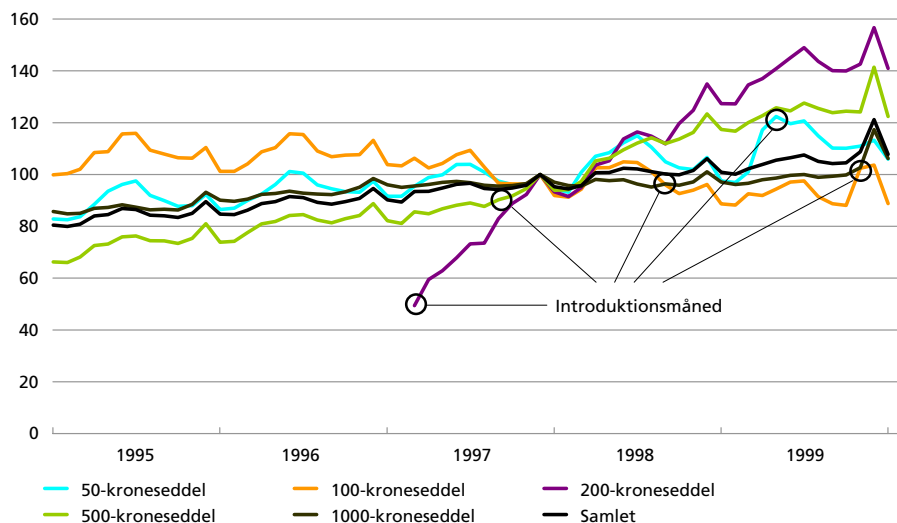
Hvis man betragter udviklingen i løbet af de enkelte år, ses det, at anvendelsen af 1000-kronesedlen er nogenlunde ensartet, men størst i december. 500-kronesedlen udviser samme tendens. Bortset fra julehandlen, hvor alle former for penge er flittigt brugt, tyder den stabile anvendelse i løbet af året på, at de største sedler er nogle, som man har liggende og så anvender jævnt over året. 500- og 1000-kronesedlerne anvendes således i en vis grad som opsparingssedler. De små sedler udviser betydelige udsving i løbet af året og har størst omløb i sommermånederne. Det er således i høj grad 50- og 100-kronesedlerne, der opfanger udsvingene i antallet af transaktioner – de små transaktioner, som der typisk er mange af om sommeren, betales med små sedler. Det gælder både befolkningens eget og turisternes forbrug.

¹ Væksten i 1999 var ekstraordinær høj som følge af forberedelserne i forbindelse med årtusindskiftet.

UDVIKLING I OMLØBET AF DE ENKELTE SEDLER (VÆRDI)

Figur 1

Indeks, ult. december 1997 = 100



Kilde: Danmarks Nationalbank

Sedlernes forskellige anvendelse understreges også af deres forskellige levetid. 500- og 1000-kronesedlerne har således en længere levetid end 50- og 100-kronesedlerne.¹

I forbindelse med udskiftningen af både 50- og 100-kronesedlerne er der sket en betydelig stigning i omløbet, hvilket ikke er observeret for 500- og 1000-kronesedlerne. Dette hænger igen sammen med værdien. Der er i forbindelse med introduktionen af en ny seddel en vis nysgerrighed efter at "se giraffen". Denne nysgerrighed er billigere at tilfredsstille med små sedler end med store. Endvidere er det billigere for bankerne at ligge inde med en stor stykbeholdning af 50-kronesedler i forhold til 1000-kronesedler. For 50-kronesedlen ses det, at omløbet allerede har bevæget sig ned mod et mere normalt niveau, hvilket understreger de førnævnte effekter. Det samme gør sig gældende for 100-kronesedlen.

INTRODUKTION AF DEN NYE SEDDELSEKKE

I perioden 1997 til 1999 har Nationalbanken foretaget en komplet udskiftning af den danske seddelsérie. Udskiftningen af den gamle seddelsérie, Serie 1972, med den nye, Serie 1997, skyldes et behov for sedler,

¹ For en uddybning af pengesedlernes levetid henvises til Erik Haller Pedersen og Tom Wagener, Seddel- og møntomløbet i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1996.

INTRODUKTIONSFORLØBET FOR SERIE 1997	Boks
50-kronesedlen	7. maj 1999
100-kronesedlen	22. november 1999
200-kronesedlen	10. marts 1997
500-kronesedlen	12. september 1997
1000-kronesedlen	18. september 1998

der er bedre beskyttet mod forfalskning. Den første seddel, der blev introduceret, var en 200-kroneseddel, mens den sidste var seddelseriens bærende seddel, 100-kronesedlen. Introduktionsforløbet er beskrevet i boksen.

Den nye 200-kroneseddel

Da 200-kronesedlen kom på gaden, var det første gang, en seddel med denne værdi blev sat i omløb i Danmark. Baggrunden for introduktionen var et ønske om at få en seddel med større købekraft end 100-kronesedlen.

Ved udgangen af januar 2000 var der 11,4 mio. 200-kronesedler til en værdi af knap 2,3 mia.kr. i omløb. Dette er en stigning på 11 pct. siden januar 1999.

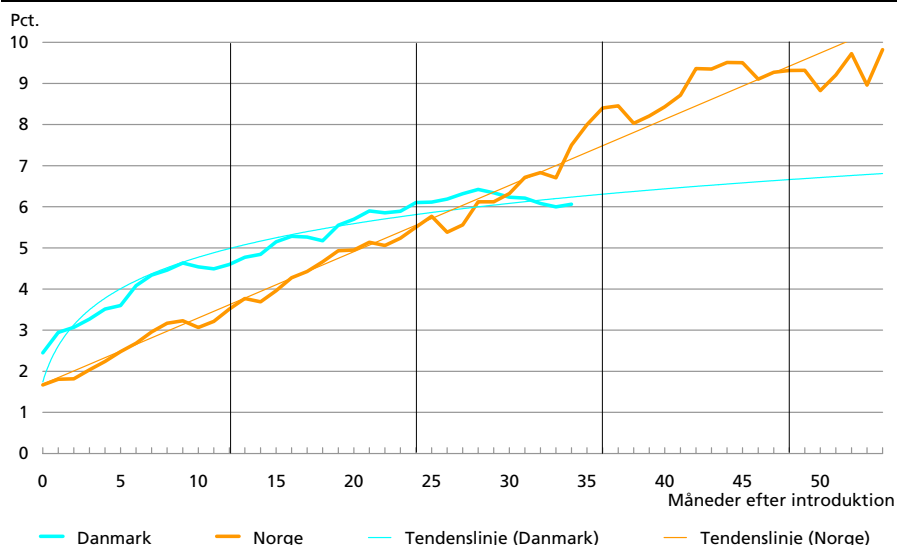
Norge indførte en 200-kroneseddel i 1994, og da seddelserierne er ens i Danmark og Norge, kan det være relevant at sammenligne udviklingen i anvendelsen af 200-kronesedlerne. Dette kan give et indtryk af, hvor hurtigt introduktionen er foregået, og hvilket potentiale 200-kronesedlen har i forhold til det samlede seddelomløb.

Anvendelsen af 200-kronesedlen i Norge var i de fire første år efter introduktionen tilnærmelsesvis konstant stigende, jf. figur 2. For denne periode tilnærmes udviklingen bedst ved en lineær funktion. I Danmark voksede 200-kronesedlens andel af det samlede seddelomløb relativt mest lige omkring introduktionstidspunktet. Væksten har siden været aftagende og er på nuværende tidspunkt meget lav. Udviklingen i anvendelsen indtil nu kan tilnærmes ved en logaritmisk funktion. Forskellen i, hvor hurtigt sedlerne vinder indpas, kan bl.a. skyldes forskelle i kontantforsyningssystemerne.

Udviklingen i den danske 200-kroneseddel ser ud til at konvergere mod en grænseværdi, der udtrykker, hvor stor 200-kronesedlens andel af det samlede seddelomløb vil være på langt sigt. Umiddelbart ser det ud til, at sedlens naturlige leje er 6-7 pct., men det kan ikke udelukkes, at der kan forekomme niveauskift. Dette vil i givet fald skyldes ændrede forbrugsvaner. I Norge virker det som om, at 200-kronesedlen har fun-

200-KRONESEDLENS ANDEL AF DET SAMLEDE OMLØB (VÆRDI)

Figur 2



Anm.: De sidste fem observationer for Norge er foreløbige tal.

Kilde: Norges Bank og Danmarks Nationalbank.

det sit leje på et niveau på ca. 10 pct. af det samlede seddelomløb. I løbet af det tredje år efter indførelsen (i Danmark 1999 og i Norge 1997) blev 200-kronesedlens andel af det samlede seddelomløb større i Norge end i Danmark. Når væksten fortsatte på et højt niveau i Norge, skyldes det bl.a., at Norges Bank aktivt har stimuleret en øget brug af 200- og 500-kronesedler i kontantautomater.

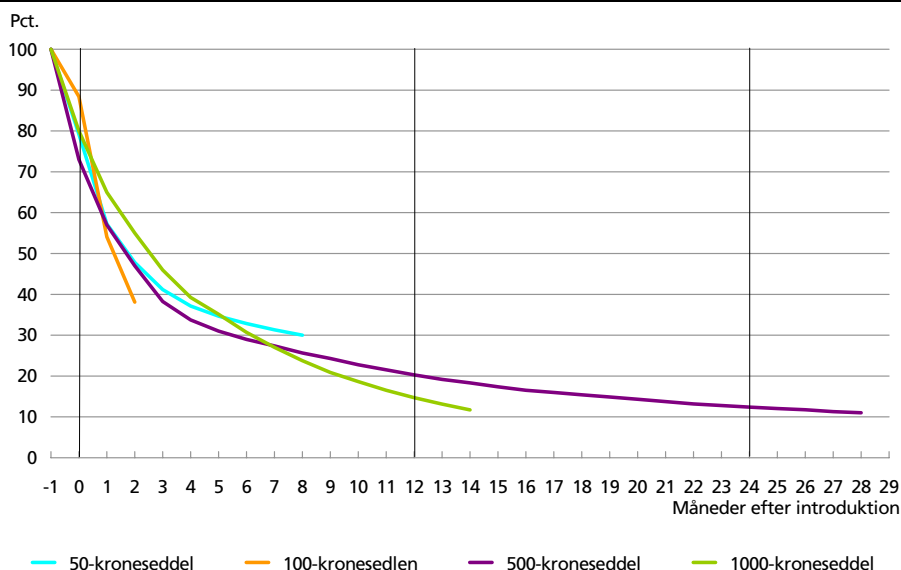
Med introduktionen af 200-kronesedlen må det forventes, at anvendelsen af 100-kronesedler vil falde. I Norge blev værdien af 200-kronesedler i cirkulation større end værdien af 100-kronesedler i 1998. I Danmark udgjorde værdien ved udgangen af januar 2000 fortsat kun 42 pct. af værdien af 100-kronesedlens omløb. Der har altså endnu ikke været tale om den samme grad af fortrængning i Danmark som i Norge.

Udskiftning af den gamle seddelserie

Sedlerne fra den gamle seddelserie, Serie 1972, bliver trukket ud af cirkulation, efterhånden som de kommer ind i Nationalbanken. Figur 3 viser, hvor stor andel af sedlerne fra den gamle seddelserie, der fortsat er i cirkulation. Den cirkulerende mængde er sat i forhold til cirkulationen ultimo måneden før, den nye seddel blev introduceret. Der bliver trukket flest sedler ud af cirkulation i begyndelsen af udskiftningsfasen – jo længere tid der går, desto mindre bliver de indleverede mængder. Udviklingen i Serie 1972 kan således tilnærmes ved en eksponentielt aftagende funktion, hvor det procentvise fald er konstant.

RESTERENDE ANDEL AF SERIE 1972 I CIRKULATION

Figur 3



Anm.: Opgørelsen er inkl. sedler i kontantdepoterne.

Der forefindes ikke data for de tre første måneder for 500- og 1000-kronesedlen, hvorfor disse er approksimerede.

Den hurtige udskiftning skyldes primært et velfungerende kontantforsyningssystem. For de tre sedler, der først blev udskiftet, gælder, at mere end to tredjedele af den cirkulerende mængde sedler fra Serie 1972 er blevet inddraget inden for en periode på seks måneder efter introduktionen af de nye sedler. Hastigheden, hvormed de enkelte denominationer er blevet udskiftet, varierer lidt. Således er der tendens til, at udskiftningen af 1000-kronesedlen sker hurtigere end af 500-kronesedlen, mens der ikke kan tegnes et entydigt billede i udviklingen for 50-kronesedlen. Ved udgangen af januar 2000 er der tegn på, at inddragelsen af 100-kronesedlen vil forløbe hurtigere end af de andre sedler. Ved udgangen af januar 2000 var 62 pct. af 100-kronesedlerne fra Serie 1972 inddraget.

Den resterende del af Serie 1972-sedler i cirkulation konvergerer mod en grænseværdi. Grænseværdien er her et udtryk for, hvor stor en andel af de gamle sedler, der ikke returneres til Nationalbanken. Hvis alle udstedte sedler bliver returneret, vil grænseværdien være nul. Det må dog forventes, at nogle sedler ikke vil komme tilbage. Disse sedler er enten fortsat i anvendelse, placeret i samlinger, forsvundet eller ødelagte. En del sedler vil også være forsvundet til udlandet i forbindelse med udenlandske turisters besøg i Danmark.

Ca. fire pct. af de gamle sedler fra før Serie 1972 mangler at blive returneret til Nationalbanken. Selvom der fortsat kommer gamle sedler

ind, kan denne andel betragtes som grænseværdi for de gamle seddelserier. For 500-kronesedlen gælder, at ca. 90 pct. af sedlerne fra Serie 1972 er inddraget, jf. figur 3. Det betyder, at der fortsat var 500-kronesedler fra Serie 1972 til en værdi af 612 mio.kr. i omløb ved udgangen af januar 2000.

Den endelige andel af gamle sedler, der ikke er blevet inddraget, vil først kunne gøres op på det tidspunkt, hvor sedlerne ikke længere kan omveksles i Nationalbanken. En sådan ugyldiggørelse har kun fundet sted én gang siden kronevæsenets indførelse i 1875, nemlig i forbindelse med seddelombytningen i juli 1945. Alle sedler, der er udsendt siden 23. juli 1945, kan stadig omveksles i Nationalbanken.

Rente og udbytte af Danmarks udlandsgæld

Frank Øland Hansen og Lill Thanning Hansen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

I 1998 var den gennemsnitlige nettoforrentning af Danmarks udlandsgæld 8,7 pct. Dette tal kan forekomme højt på baggrund af de senere års rentefald. Årsagen er, at Danmarks passiver over for udlandet forrentes højere end Danmarks aktiver over for udlandet. Således er forrentningen af de samlede aktiver i 1998 beregnet til 3,9 pct., mens forrentningen af passiverne er beregnet til 4,8 pct. Der redegøres her for, at bruttoforrentningerne skal benyttes til opgørelse og forståelse af udlandsgældens reelle rentebyrde.

I 1990'erne er forrentningen af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet faldet, og forskellen mellem aktivernes og passivernes forrentning er mindsket. Her peges på tre årsager til denne udvikling: Det faldende danske og internationale renteniveau, det faldende rentespænd over for euro og en ændret sammensætning af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet.

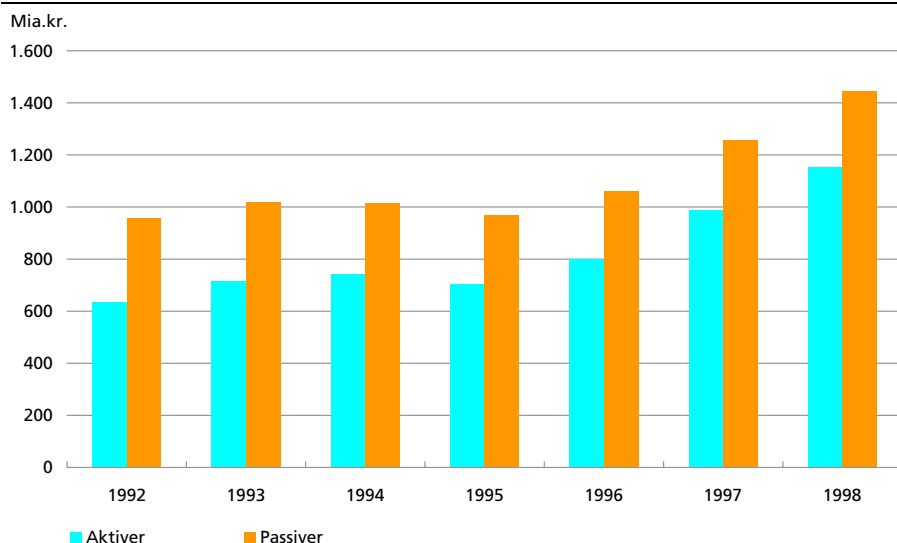
BRUTTOOPGØRELSE

Danmark har siden begyndelsen af 1960'erne opbygget en udlandsgæld, der toppede med 332 mia.kr. ved udgangen af 1991. Gældsopbygningen skyldes dels vedvarende underskud på betalingsbalancens løbende poster fra midten af 1960'erne til udgangen af 1980'erne, dels værdireguleringer. I dag er rentebetalingerne af denne gæld den primære årsag til, at Danmark ikke har et væsentligt overskud på betalingsbalancens løbende poster på trods af overskud på vare- og tjenesteposten. Udlandsgældens rentebyrde er således af stor betydning for dansk økonomi.

De senere år viser den øgede internationalisering sig ved, at både Danmarks aktiver og passiver over for udlandet er vokset med stor hast, jf. figur 1. Udlandsgælden på gennemsnitligt 292 mia.kr. i 1998 kan således henføres til passiver på 1.447 mia.kr. og aktiver på 1.155 mia.kr. Danmarks nettorenteudgifter dækker dermed over store bruttorentebetalinger fra og til udlandet.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 1



Beregnes udlandsgældens forrentning som nettorenteudgifterne divideret med nettogælden, fås en forrentning på over 10 pct. i perioden 1992-96 faldende til 8,7 pct. i 1998, jf. figur 2. Denne beregning er imidlertid problematisk, da passiverne forrentes 1 pct. højere end aktiverne. Når denne renteforskel virker på de store bruttobeholdninger, bliver nettoforrentningen langt højere end bruttoforrentningerne. Er passivernes forrentning højere end aktivernes, kan der endog forekomme nettorenteudgifter, selv om udlandsgælden er nul. Dette var tilfældet, da Norge kom i en nettofordringsposition over for udlandet i 1997, men fortsat havde nettorenteudgifter på 7 mia.norske kroner.¹ I dette tilfælde er nettorenten negativ, hvilket naturligvis er uden mening.

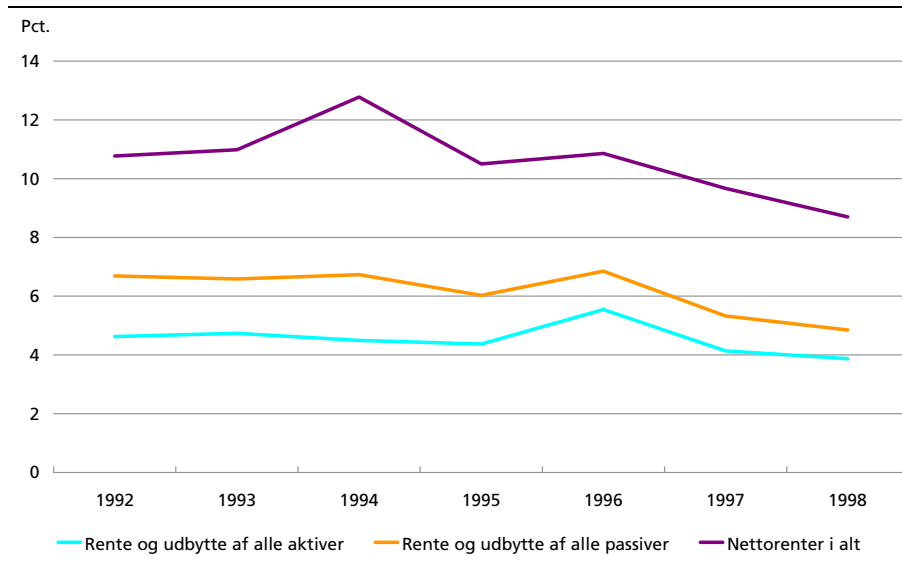
En nedbringelse af Danmarks udlandsgæld til nul kan således ikke i sig selv forventes at reducere nettorenteudgifterne til nul. Med de rentesatser, som gjaldt i 1998, ville Danmark selv uden udlandsgæld fortsat have renteudgifter i størrelsesordenen 10 mia.kr., hvilket alene skyldes forskellen mellem aktivernes og passivernes forrentning.² Det indbyrdes forhold mellem aktiverne og passivernes forrentning er altså af stor betydning for størrelsen af Danmarks nettorenteudgifter. I de næste afsnit ses nærmere på, hvorfor aktiverne og passiverne forrentes forskelligt.

¹ J.P. Holter og T. Åmås, Avkastning knyttet til Norges fordringer og gjeld overfor utlandet i 1997, *Penger og Kreditt* – 3/98.

² Antag, at passiverne reduceres med 392 mia.kr., mens mængden af aktiver er uændret. Så er værdien af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet lige store, nemlig 1.155 mia.kr., og udlandsgælden er forsvundet. Men hvis passiverne fortsat forrentes 0,9 pct. højere end aktiverne, har Danmark stadig nettorenteudgifter på 0,9 pct. af 1.155 mia.kr. svarende til ca. 10 mia.kr.

BRUTTO- OG NETTOFORRENTNING

Figur 2



RENTENIVEAU OG RENTESPÆND

Både det danske og det internationale renteniveau er faldet gennem 1990'erne, jf. figur 3. Rentespændet over for Tyskland er samtidig blevet indsnævret.

Rentefaldet har formindsket forrentningen af såvel Danmarks aktiver som passiver over for udlandet. I 1992 blev aktiverne således forrentet med 4,6 pct. og passiverne med 6,7 pct., mens forrentningen i 1998 var faldet til 3,9 pct. for aktiverne og 4,8 pct. for passiverne. Det internationale rentefald og det deraf følgende danske rentefald har isoleret set reduceret Danmarks nettorenteudgifter.

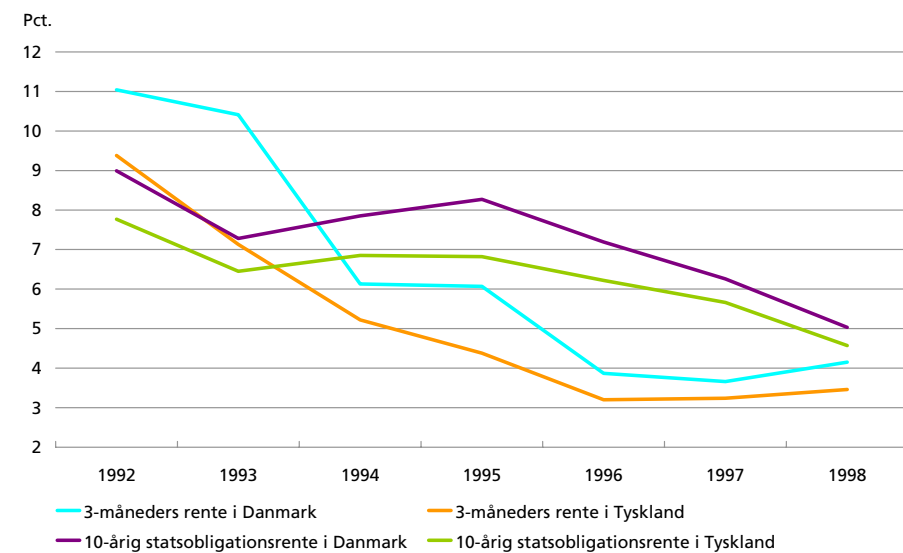
Forrentningen af de samlede aktiver og passiver forekommer i nogle år lav i forhold til renteniveauerne. Den lave forrentning skyldes bl.a., at der ikke er medtaget ikke-udbetalt overskud i opgørelsen af renter og udbytter, mens handelskreditter, der sjældent forrentes, er medtaget i opgørelsen af aktiver og passiver.

Forskellen mellem aktivernes og passivernes forrentning skyldes bl.a. en kombination af aktivernes og passivernes valutasammensætning og Danmarks rentespænd over for euro. Da en langt større del af passiverne end aktiverne er i danske kroner, forrentes en tilsvarende større del af Danmarks passiver end aktiver med den højere danske rente.

Forskellen mellem aktivernes og passivernes forrentning er i den undersøgte periode indsnævret fra 2,1 pct. til 0,9 pct. Indsnævringen har

DET DANSKE OG TYSKE RENTENIVEAU

Figur 3



Anm.: Renteniveauerne er årgennemsnit.

isoleret set reduceret Danmarks nettorenteudgifter. I modsat retning trækker den stigende mængde aktiver og passiver. Da passiverne forrentes højere end aktiverne, øger dette Danmarks nettorenteudgifter.

GÆLDENS SAMMENSÆTNING

Rentefaldet og det indsnævrede rentespænd er to årsager til udviklingen i forrentningen af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet gennem 1990'erne. En tredje årsag er en ændret sammensætning af aktiverne og passiverne med hensyn til valuta, løbetid og instrument.

Siden 1993 er andelen af aktier steget på såvel aktiv- som passivside, jf. tabel 1. De stigende aktieandele er en følge af aktiekøb og store kursstigninger i de senere år. Uviklingen implicerer en faldende registreret forrentning af Danmarks aktiver og passiver. Det skyldes, at det registrerede afkast af aktier er forholdsvis lavt, da den største del af virksomhedernes overskud normalt ikke udloddes og dermed ikke registreres. Inkluderes kursstigninger i afkastet, viser beregninger, at det gennemsnitlige reale afkast af danske aktier var 6,2 pct. i perioden 1922-1996.¹

Selv om aktieandelen er steget på både aktiv- og passivside, udgør aktier en langt større andel af aktiverne end af passiverne i alle årene. Dette forhold er en medvirkende årsag til den lavere registrerede forrentning af Danmarks aktiver over for udlandet end af passiverne.

¹ T. Engsted og C. Tanggaard, Risikopræmien på danske aktier, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* – 2/99.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET ¹							Tabel 1
Mia.kr.	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Aktiver							
Valutareserven (netto)	45	60	65	59	75	108	116
Pengeinstitutter	284	336	346	309	343	409	470
Andre aktier	113	127	141	157	192	253	331
Andre obligationer	42	34	34	34	40	46	54
Øvrige aktiver	154	161	156	147	153	174	185
I alt	637	717	741	706	802	989	1155
Passiver							
Statens udlandslån	98	134	147	118	104	103	94
Pengeinstitutter	256	207	184	185	214	292	370
Aktier	82	89	109	134	155	202	257
Andre obligationer ²	222	301	303	285	356	415	462
Øvrige passiver	301	287	272	246	234	248	265
I alt	959	1018	1015	968	1063	1259	1447
Nettopassiver	322	301	274	262	261	270	292

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Udlandsgæld 1998, Særlige Opgørelser 3. december 1999.

¹ Gennemsnittet af årets primo- og ultimobeholdninger.

² Omfatter danske obligationer udstedt i Danmark og i udlandet af private selskaber, amter og kommuner.

Omkring en tredjedel af passiverne består af obligationer, mens danskernes beholdning af udenlandske obligationer er forholdsvis beskeden. Da den registrerede forrentning af obligationer i gennemsnit er højere end af andre mellemværender, bidrager den store forskel på beholdningernes størrelse til at forklare forskellen mellem aktiverne og passivernes forrentning. Den beregnede forrentning af udenlandske obligationer er meget høj, hvilket formentlig skyldes problemer med at instrument- og sektorfordele renter og udbytter i 1997 og 1998, jf. boks 1.

Pengeinstitutternes aktiver og passiver over for udlandet udgør en stor del af Danmarks samlede aktiver og passiver over for udlandet. Derfor har udviklingen i forrentningen af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender stor betydning for udviklingen i den samlede forrentning.

Med undtagelse af 1996 er forrentningen af pengeinstitutternes aktiver og passiver faldet siden 1993, jf. tabel 2. Der er ikke tendens til, at pengeinstitutterne har ændret instrumentsammensætning. Derimod er pengeinstitutternes aktiver og passiver over for udlandet i danske kroner som andel af pengeinstitutternes samlede aktiver og passiver over for udlandet faldet siden 1995. Da mellemværender i danske kroner i gennemsnit forrentes højere end mellemværender i ØMU-landenes valutaer, er pengeinstitutternes ændrede valutasammensætning en medvirkende årsag til den faldende forrentning de sidste par år.

BEREGNING AF RENTE- OG UDBYTTETBETALINGER

Boks 1

Beregningen af rente- og udbyttebetalingerne tager udgangspunkt i en statistik over betalinger fra og til udlandet – den såkaldte betalingsstatistik. Statistikken offentliggøres af Danmarks Nationalbank i "NYT – betalinger fra og til udlandet" og i Månedsoversigten. Betalingsstatistikken opgøres på grundlag af pengeinstitutternes indberetning af betalinger fra og til udlandet, samt indberetninger fra virksomheder med konti i udlandet.¹

Den her anvendte fordeling på sektorer og instrumenter er bestemt af den opsplitning, der blev benyttet i betalingsstatistikken i perioden 1991-96. Pengeinstitutternes aktiver og passiver ekskl. direkte investeringer og danske aktier er opgjort separat. Valutareserven og statens udenlandske låntagning er ligeledes opgjort særskilt.

I 1997-98 er renter og udbytter blevet registreret efter det instrument, de vedrører. Hvilken sektor, de vedrører, er således ikke blevet registreret direkte. Der er derfor benyttet regnskabstal til at bestemme statens og Nationalbankens rentebetalinger. Pengeinstitutternes rentebetalinger er i 1997-98 identificeret ved at sammenholde pengeinstitutternes virksomhedsnumre, de såkaldte SE-numre, med registrerede rentebetalinger vedrørende disse numre.

Indtil april 1998 blev renter og udbytter under 2 mio.kr. anmeldt samlet uden nærmere specifikation. Disse betalinger udgør en stor del af de samlede rente- og udbyttebetalinger: 31 pct. i 1992 faldende til 11 pct. i 1998. I de offentliggjorte betalingstal medtages renter og udbytter under 2 mio.kr. under renter. I denne opgørelse er de fordelt proportionalt på alle instrumenter og sektorer med undtagelse af staten og Nationalbanken i henhold til fordelingen af betalinger over 2 mio.kr. i de enkelte år. Der er således en vis usikkerhed ved fordelingen af renter og udbytter på instrumenter og sektorer.

Opgørelsen er renset for vedhængende rente ved handel med obligationer. Endvidere er renter vedrørende afledte finansielle instrumenter ikke medtaget i opgørelsen. De samlede rente- og udbyttebetalinger afviger derfor fra offentliggjorte tal.

¹ Jf. Lasse Tryde, Nationalbankens nye indberetningssystem til betalingsstatistikken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

I 1997 og 1998 ses meget lave forrentningsprocenter for pengeinstitutternes udenlandske aktiver. Det kan skyldes opgørelsesmæssige problemer, jf. boks 1. Andre aktiver forrentes til gengæld højere i 1997 og 1998 end tidligere. Andre aktiver omfatter bl.a. lån, indskud, koncernlån, handelskreditter og finansiell leasing. Da en stor del af pengeinstitutternes aktiver er lån og indskud, er det sandsynligt, at nogle rentebetalinger vedrørende andre aktiver i stedet burde registreres under pengeinstitutternes rentebetalinger.

Forhold som likviditet og sikkerhed spiller en afgørende rolle for pengeinstitutternes placeringer, hvorfor de sjældent opnår de højeste forrentningsprocenter. Pengeinstitutternes store andel af Danmarks samlede aktiver over for udlandet medvirker således til den lave forrentning af Danmarks aktiver over for udlandet end af passiverne.

FORRENTNING AF DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET							Tabel 2
Pct.	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Aktiver							
Valutareserven (netto)	6,5	4,2	4,3	5,9	5,5	4,5	4,4
Pengeinstitutter	4,4	7,1	5,2	4,2	6,3 I	3,2	3,3
Andre aktier	4,2	1,6	1,8	2,1	3,2 I	2,0	1,8
Andre obligationer	11,0	6,7	9,6	9,8	8,7 I	10,4	9,5
Øvrige aktiver	3,1	2,1	4,4	5,3	6,0 I	7,7	7,0
I alt	4,6	4,7	4,5	4,4	5,5	4,1	3,9
Passiver							
Statens udlandslån	7,6	6,0	6,2	6,5	6,3	4,5	5,4
Pengeinstitutter	4,1	7,3	6,9	5,2	8,8 I	4,4	3,8
Aktier	4,5	4,5	4,2	3,7	5,9 I	3,6	3,6
Andre obligationer	12,5	9,6	9,2	6,9	6,3 I	6,6	5,3
Øvrige passiver	4,9	3,9	5,1	6,6	6,7 I	6,1	6,4
I alt	6,7	6,6	6,7	6,0	6,8	5,3	4,8
Netto	10,8	11,0	12,8	10,5	10,8	9,6	8,7

Kilder: Betalingsstatistikken og Danmarks Udlandsgæld.

Ved placering af valutareserven lægges vægt på høj likviditet og høj kreditværdighed hos modparterne. Derfor bidrager også valutareserven til den lavere forrentning af Danmarks aktiver over for udlandet.

METODE

Indeværende opgørelse er foretaget i henhold til betalingsprincippet, dvs. at kun faktisk betalte renter og udbytter medtages i opgørelsen. Alternativt kunne anvendes optjeningsprincippet. I henhold til optjeningsprincippet registreres renter ud fra det tidspunkt, hvor forpligtelsen til at betale indtræder. Dvs. at de renter, der påløber i en regnskabsperiode, registreres i den periode, uanset om de rent faktisk betales i perioden eller ej. Betalingsprincippet indebærer typisk lavere forrentning af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet end optjeningsprincippet. Det skyldes, at ikke-udloddet overskud på aktier og emissionskurstab på obligationer ikke medtages.¹ Til gengæld opgøres danske obligationer udstedt i udlandet indtil udgangen af 1998 til nominal værdi, som normalt ligger under markedsværdien. Dette taler for, at forrentningen af danske obligationer er overvurderet, jf. boks 2.

En anden kilde til usikkerhed om de beregnede forrentningsprocenter er betalinger under 2 mio.kr., som ikke instrumentfordeles i betalings-

¹ Dog er emissionskurstab på statens obligationer udstedt i udlandet medtaget i denne opgørelse.

Danmarks udlandsgæld er forskellen mellem markedsværdien af Danmarks finansielle aktiver og passiver over for udlandet. Opgørelsen foretages årligt af Danmarks Nationalbank. Den seneste opgørelse er offentliggjort i Særlige Opgørelser den 3. december 1999. Ifølge det metodemæssige grundlag bør alle værdipapirer opgøres til markedsværdi ved årets udgang. Opgørelserne for 1991-1997 afviger på dette punkt, idet danske obligationer udstedt i udlandet opgøres til nominel værdi. Endvidere kan der i alle årene forekomme afvigelser i forhold til markedsværdien for direkte investeringer, da direkte investeringer i selskaber, som ikke er børsnoterede, opgøres efter den indre værdis metode.

I denne artikel approksimeres den gennemsnitlige beholdning af aktiver og passiver i et år ved gennemsnittet af primo- og ultimobeholdningerne. Statens udlandsgæld og valutareserven opgøres netto, og aktier omfatter både porteføljeinvesteringer i aktier og direkte investeringer. Andre aktiver og passiver omfatter bl.a. lån og indskud i pengeinstitutter, koncernlån, handelskreditter og finansiell leasing.

De anvendte data er ikke direkte sammenlignelige med de offentliggjorte aktiver og passiver over for udlandet.

statistikken før 1998. Disse betalinger er fordelt proportionalt med fordelingen af betalinger over 2 mio.kr. i de enkelte år, jf. boks 1. Nye oplysninger tyder på, at en større del af indtægterne under 2 mio.kr. er udbytter i stedet for renter. Derfor undervurderes afkastet af udenlandske aktier sandsynligvis som følge af proportionalitetsantagelsen.

AFSLUTNING

Flere faktorer har betydning for, hvordan Danmarks nettorenteudgifter og dermed en vigtig post på betalingsbalancen udvikler sig. Reduceres udlandsgælden, falder nettorenteudgifterne. Indsnævres rentespændet over for euro yderligere i de kommende år mindskes nettorenteudgifterne ligeledes. Stiger Danmarks aktiver og passiver parallelt som følge af en fortsat internationalisering, vil det til gengæld øge nettorenteudgifterne, så længe passiverne forrentes højere end aktiverne.

Det er altså ikke muligt at forudsige udviklingen i Danmarks nettorenteudgifter ved alene at se på udviklingen i udlandsgældens størrelse. Rentespændets størrelse, gældens sammensætning og graden af internationalisering er med til at bestemme udviklingen.

TARGETs første år

Jesper Berg og Thomas Bo Christensen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING

Som en del af den Økonomiske og Monetære Union har også eurobetalingsystemet TARGET¹ rundet sit første år. TARGET har haft et godt første år.

Euroens indførelse medførte et behov for hurtigt og sikkert at kunne føre store beløb i euro rundt i euroområdet for at understøtte det fælles pengemarked. TARGETs to hovedformål er at lette udførelsen af pengepolitiske transaktioner i euroområdet og mere generelt at gøre grænseoverskridende betalinger i euro hurtigere, sikrere og billigere.

Brugerundersøgelser viser generel tilfredshed med systemet, men peger på enkelte områder, hvor der kan ske forbedringer. Der vil blive taget hensyn hertil i den løbende udvikling af TARGET – og den danske indfaldsport DEBES.

Antallet af betalinger i TARGET har været stort og stigende gennem 1999. Dette gælder især for betalinger mellem finansielle institutioner (interbankbetalinger), mens antallet af kundebetalinger i TARGET har været begrænset. Det afspejler, at TARGET primært er designet som et system for store betalinger. Antallet af betalinger i de lande, der ikke er med i ØMUen, har ligget forholdsvis lavt, da euroen kun anvendes i begrænset omfang i disse lande.

Nedenfor belyses omfanget af betalinger i TARGET i 1999, såvel i den danske del, DEBES, som for TARGET generelt. Derefter refereres de forskellige internationale brugerundersøgelser, udarbejdet af bl.a. Bank of England og Den Europæiske Centralbank, ECB, samt en dansk brugerundersøgelse foretaget af Nationalbanken i december 1999. Endelig skitseres den videre udvikling af systemet i form af yderligere tiltag i DEBES samt det nye system KRONOS.

¹ TARGET står for Trans-european Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system. For yderligere beskrivelse af TARGET og den danske del af TARGET – DEBES – skal henvises til Thomas Angelius, Søren Lundsby Hansen og Jesper Mærsk, DEBES – Den Danske del af TARGET, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1998.

TRANSAKTIONER I TARGET I 1999

Tabel 1

	Året	Dagligt
Antal betalinger, 1.000 stk.	42.258	163
Værdi af betalingerne, mia.euro.....	239.472	925
Gennemsnitligt beløb pr. betaling, euro.....	5.666.903	

Kilde: ECBs hjemmeside www.ecb.int

ANVENDELSEN AF TARGET

Den generelle anvendelse

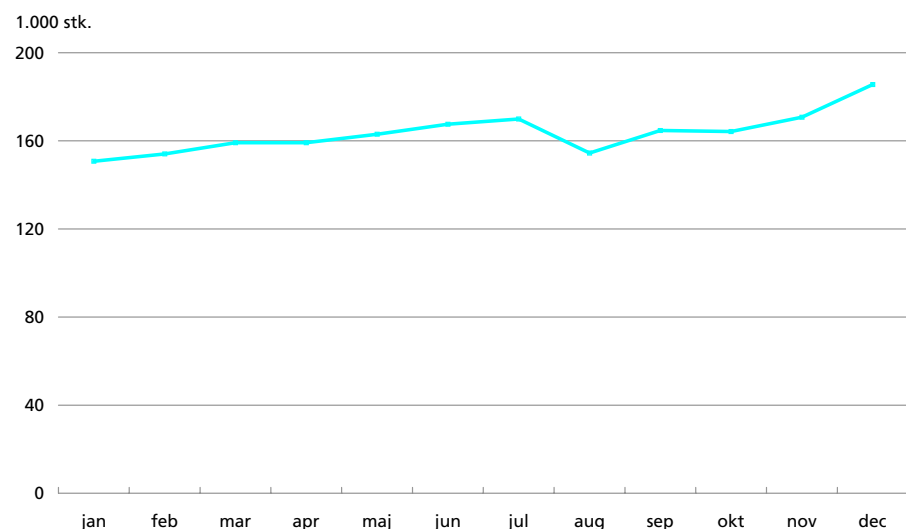
TARGET er udviklet til håndtering af store betalinger, især betalinger mellem finansielle institutioner, og det er store beløb, der i 1999 er gået igennem TARGET. Dette gælder, uanset om man betragter det samlede antal transaktioner, den gennemsnitlige transaktion, om man kun ser på indenlandske eller grænseoverskridende betalinger, eller om man ser på trafikken i TARGET sammenlignet med konkurrerende systemer.

Tabel 1 viser det samlede antal betalinger og værdien heraf. Herudover vises det gennemsnitlige antal betalinger og værdien heraf pr. dag. Som det ses går der godt 160.000 betalinger igennem TARGET pr. dag til en samlet værdi af næsten 1.000 mia.euro svarende til 6 gange Danmarks årlige BNP.

Den gennemsnitlige transaktion er på godt 5 mio.euro. Det er således ikke almindelige betalinger mellem privatpersoner, der går gennem TARGET. Antallet af betalinger i TARGET steg i løbet af året, jf. figur 1.

DAGLIGE BETALINGER I TARGET I 1999

Figur 1



Det meget store antal betalinger må også ses i lyset af, at hele 5.000 pengeinstitutter inden for EU er direkte koblet op på TARGET. Dertil kommer, at omkring 30.000 pengeinstitutter i EU har en indirekte opkobling, dvs. via en direkte deltager.

Størstedelen af betalingerne i TARGET har været indenlandske. De godt 30.000 grænseoverskridende betalinger pr. dag de seneste måneder er dog ikke noget lille tal. En grænseoverskridende betaling har typisk en tre gange så høj værdi som en indenlandsk betaling.

Konkurrencen med andre betalingssystemer og omsætningen fra tilsluttede systemer

Op til introduktionen af TARGET var der meget diskussion om konkurrencen mellem TARGET og en række store såkaldte nettingsystemer. I TARGET sker betalinger i realtid og enkeltvis, mens betalingerne i nettingsystemer samles op typisk over en dag, hvorefter de afvikles samlet. I en verden, hvor sikkerhed er i højsædet, har TARGET et fortrin, men er normalt dyrere at anvende end nettingsystemerne, jf. boks 1.

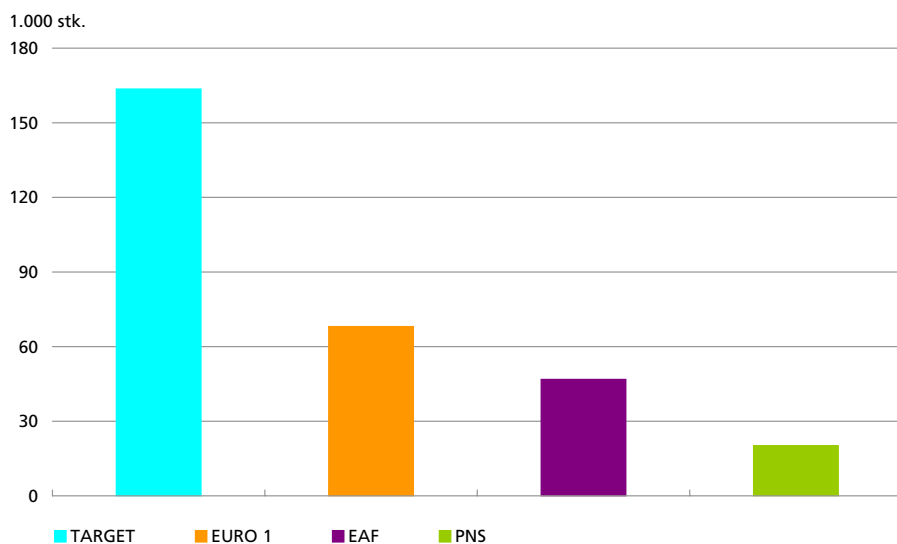
I 1999 har TARGET klaret sig godt i konkurrencen med nettingsystemerne, jf. figur 2. De største nettingsystemer er det private transeuropæiske EURO 1, Bundesbanks EAF og det franske PNS. Mens TARGET er det mest benyttede system, hvis man ser på det samlede antal betalinger, så er EURO 1 muligvis mere benyttet til grænseoverskridende betalinger.

TYPER AF BETALINGSSYSTEMER	Boks 1
Betalningssystemer til overførsel af penge mellem pengeinstitutter kan overordnet inddeles i to typer: Realtids bruttoafviklingssystemer og nettoafviklingssystemer. I et realtids bruttoafviklingssystem (RTGS-system) sender pengeinstitutterne løbende deres betalingsordrer til fx Nationalbanken. Hver betaling afregnes øjeblikkeligt og endeligt på pengeinstitutternes konti i Nationalbanken. I et nettoafviklingssystem sender pengeinstitutterne løbende deres betalingsordrer til en clearingcentral (fx PBS eller VP). Denne udregner en eller flere gange om dagen det enkelte pengeinstituts nettoposition. Herefter afregner pengeinstitutterne deres nettomellemværende, fx over konti i Nationalbanken. De to typer systemer har både fordele og ulemper. I et nettoafviklingssystem er betalingerne først endelige, når clearingen og afviklingen foretages. Til gengæld er likviditetsbehovet og, som en følge deraf, omkostningerne større i et bruttoafviklingssystem. En bank, der i løbet af en dag skal såvel sende som modtage tre betalinger på 50 mio.kr. hver, vil i et nettingsystem ikke have noget behov for likviditet, mens det i et bruttoafviklingssystem kan risikere at skulle beslaglægge likviditet for 150 mio.kr., såfremt banken ikke selv kan bestemme afsendelsestidspunktet. I Danmark er der fra 4. januar 1999 to realtids bruttoafviklingssystemer: DEBES i euro og DN-forespørgsel i kroner. Sumclearingen og værdipapirclearingen¹ er eksempler på nettoafviklingssystemer.	

¹ Værdipapircentralen har dog også en RTGS-facilitet.

DAGLIGE BETALINGER I TARGET OG KONKURRERENDE
NETTINGSYSTEMER I 1999

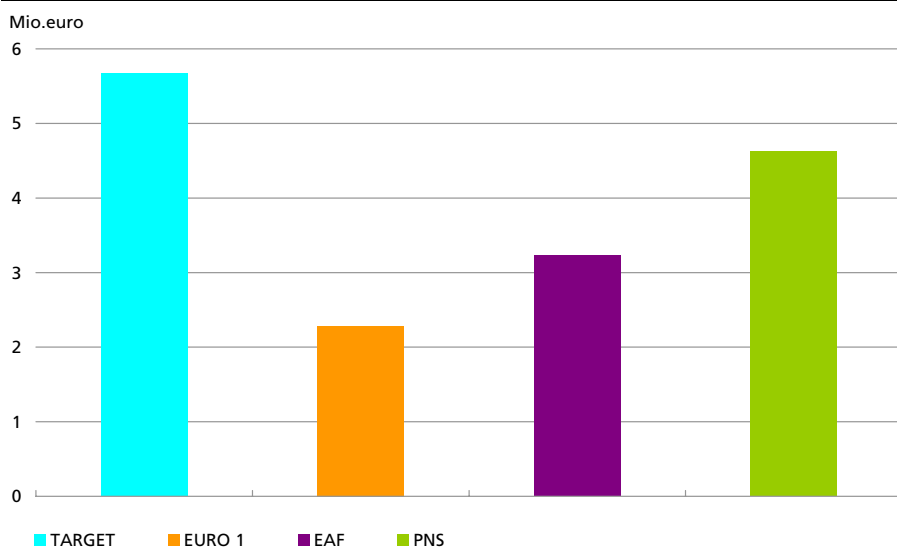
Figur 2



Som supplement til markedsandelene er det også interessant at kigge på den gennemsnitlige betaling i de forskellige systemer, jf. figur 3. Betalingerne i TARGET er noget større end i de øvrige systemer. Det er af sikkerhedsmæssige grunde hensigtsmæssigt, hvis deltagerne vælger at sende de store betalinger igennem TARGET.

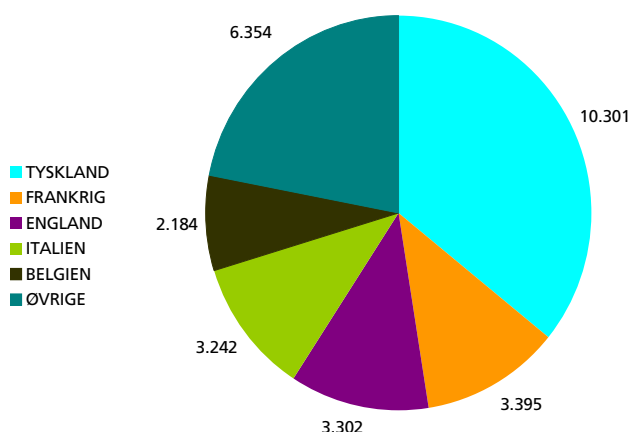
GENNEMSNITLIG VÆRDI PR. TRANSAKTION I TARGET OG
NETTINGSYSTEMER I 1999

Figur 3



DAGLIGE GRÆNSEOVERSKRIDENDE BETALINGER FRA NATIONALE
TILSLUTNINGER TIL TARGET I 1999

Figur 4



Endelig kan man kigge på fordelingen af grænseoverskridende betalinger i TARGET mellem de forskellige nationale betalingssystemer, jf. figur 4. Ikke overraskende dominerer de store lande, der har indført euroen, men også England er godt med, hvilket afspejler Londons status som finansielt centrum.

Brug af TARGET i Danmark

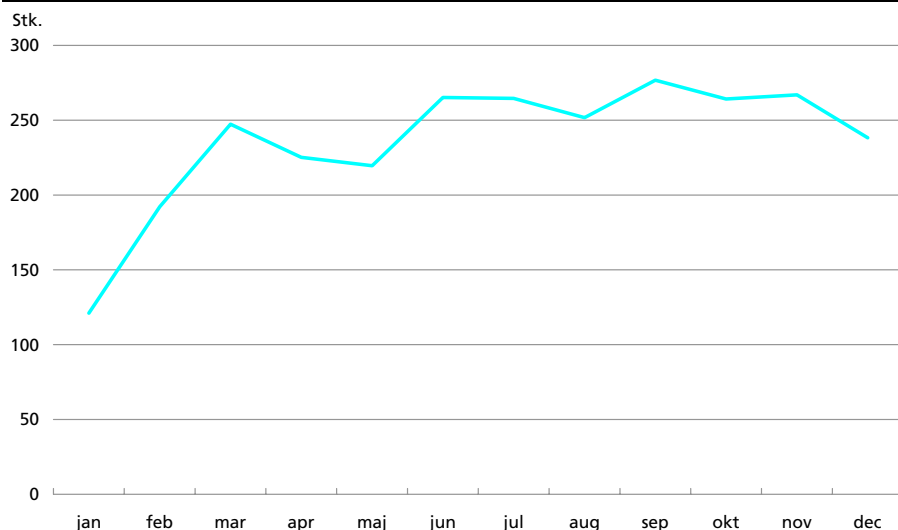
Antallet af betalinger i DEBES har generelt været svagt stigende gennem 1999. Fra en forsigtig start i januar nåede man hurtigt op på et niveau, der har holdt sig stabilt gennem året, jf. figur 5. Antallet af afsendte grænseoverskridende transaktioner har således været over 200 pr. dag. Værdien af de afsendte grænseoverskridende transaktioner har været små 5 mia.euro om dagen.

Antallet af indenlandske betalinger har ligget på et begrænset niveau på omkring 25 betalinger om dagen. Værdien af de indenlandske betalinger har været på godt 50 mio.euro om dagen. De indenlandske transaktioner udgør således omkring 10 pct. af det samlede antal transaktioner og omkring 1 pct. målt på værdi. Omfanget afspejler, at Danmark ikke deltager i ØMUen. De indenlandske betalinger i eurolandene udgør således omkring 75 pct. målt på antallet af betalinger og omkring 60 pct. målt på værdi.

Nogle danske pengeinstitutter henter likviditet via deres filialer i de lande, der deltager i ØMUen. Derved sparer de udgiften ved finansiering af intradag likviditeten i en centralbank uden for euroområdet. Disse

DAGLIGE BETALINGER I DEBES I 1999

Figur 5



likviditetsbetalinger udgør godt 30 pct. af den samlede værdi af de grænseoverskridende betalinger og ca. 2 pct. af antallet af betalinger.

I TARGET skelnes der også mellem interbankbetalinger og kundebetalinger. Interbankbetalinger er betalinger, hvor såvel afsender som modtager er finansielle institutioner, mens kundebetalinger involverer mindst en ikke-finansiel institution. TARGET er primært designet til at håndtere interbankbetalinger. Betalingsmønstret hos de danske deltagere afspejler dette ganske godt, idet værdien af inter-bankbetalingerne udgør godt 99 pct. af de samlede betalinger.

BRUGERUNDERSØGELSER

ECBs brugerundersøgelse

ECB offentliggjorde i november en brugerundersøgelse vedrørende grænseoverskridende betalinger i TARGET¹. Fra undersøgelsen kan fremhæves tre konklusioner:

- TARGET anerkendes som de facto standardsystem for store grænseoverskridende betalinger.
- Brugerne bruger TARGET, fordi det er attraktivt, ikke fordi de føler sig forpligtet hertil.
- De relativt høje priser for anvendelse af TARGET anfægtes ikke, så længe serviceniveauet er højt.

¹ ECB, Cross-border payments in TARGET: A users survey, November 1999.

BETALING VIA KORRESPONDENTBANKER

Boks 2

Korrespondentbanksystemet er den klassiske måde at udføre grænseoverskridende betalinger på. I correspondentbanksystemet har pengeinstitutterne konti hos hinanden, som bruges til at udføre betalinger i andre lande. Eksempelvis kan et dansk pengeinstitut gennemføre en betaling i Tyskland ved at trække på sin konto i dets tyske correspondentbank. I TARGET bliver centralbankerne correspondentbanker for eurobetalinger på samme vis, som de allerede er det i indenlandske betalingssystemer. Fordelen ved at bruge centralbanker som correspondentbanker er, at der ingen kreditrisiko er. Dertil kommer, at centralbankerne ikke er konkurrenter til pengeinstitutterne på kundesiden, hvorfor der ingen frygt er for misbrug af kundeoplysninger. Ulempen er, at centralbankerne ikke er så forretningsorienterede som pengeinstitutterne.

Der nævnes dog også fire områder, der er behov for at arbejde videre med.

For det første forventer brugerne, at systemets stabilitet nu forbedres efter de forventelige indkøringsproblemer. ECB medgiver, at den nuværende opetid ikke er god nok for alle delsystemer. Der gives højeste prioritet til en forbedring på dette område.

For det andet ønsker brugerne bedre information, når der er problemer i TARGET. ECB har en række initiativer i gang på dette område.

For det tredje har brugerne problemer med styringen af deres likviditet mellem de forskellige eurobetalingssystemer samt deres correspondentbankkonti. Brugerne har selv taget initiativ til at fastsætte retningslinjer for likviditetsstyring. ECB støtter dette arbejde.

For det fjerde ønsker især de store internationale banker en harmonisering af de nationale systemer tilsluttet TARGET. Der pågår i øjeblikket en diskussion i ESCB herom.

TARGET, og mere generelt euroen, har især i euroområdet ledt til betydelige ændringer i infrastrukturen for betalinger, og udviklingen forventes at fortsætte¹. Correspondentbanksystemet er herved kommet under pres, jf. boks 2.

Grænseoverskridende betalinger flyttes fra correspondentbanker over i mere formaliserede systemer som de ovenfor nævnte. Grænseoverskridende betalinger foretages dermed i stigende grad på samme måde som indenlandske betalinger. Det skønnes dog, at der stadig går omkring 150.000 betalinger i euro gennem correspondentbanker pr. dag.

Der ventes at ske en betydelig yderligere rationalisering i correspondentbankanvendelsen. Mange pengeinstitutter har ønsket at se, hvor godt de nye systemer fungerer, før de omlagde deres strategi. Dertil

¹ Bank of England, Practical Issues arising from the euro, December 1999.

Mens der er etableret en række formaliserede betalingssystemer for større grænseoverskridende betalinger i euro, så halter det endnu på detailbetalingsområdet. Størstedelen af grænseoverskridende detailbetalinger i euro sker fortsat gennem korrespondentbanksystemet. Det gør detailbetalinger uforholdsmæssigt dyre for den almindelige forbruger og omfanget tilsvarende mindre. ECB har for nylig belyst problemet i en rapport¹.

ECBs undersøgelser viser, at selv små grænseoverskridende betalinger i euro koster mellem 3,5 og 26 euro. Tidligere undersøgelser viste en gennemførelsestid for betalingerne på i gennemsnit næsten 5 dage, og det synes fortsat at gælde.

ECB finder, at forklaringen på de høje priser er manglen på mere formaliserede systemer for grænseoverskridende betalinger samt den manglende standardisering af detailbetalinger landene imellem, fx den forskellige udformning af kontonumre. Begge dele indebærer en betydelig grad af manuel behandling af betalingerne, og det er dyrt.

Efter ECBs mening må det i første omgang være op til pengeinstitutterne at etablere de nødvendige strukturer og fælles standarder. Det noteres, at der er en række initiativer i gang, og at EU-kommissionen ved et direktiv tidligere har skubbet udviklingen mod en vis grad af harmonisering.

ECB har opstillet syv målsætninger, som man forventer, at pengeinstitutterne vil opfylde gennem udvikling af markedet for grænseoverskridende betalinger. De syv målsætninger er:

1. Forbedrede systemer og serviceydelser skal være klar den 1. januar 2002.
2. Grænseoverskridende kreditoverførsler² skal prioriteres.
3. Prisen på grænseoverskridende kreditoverførsler skal falde væsentligt.
4. Gennemførelsestiden for indenlandske og grænseoverskridende betalinger skal være nogenlunde den samme.
5. Betalingsafsender skal med mindre andet aftales bære alle gebyrer ved en kreditoverførsel.
6. Der skal være fri adgang (for pengeinstitutter) til deltagelse i systemer for grænseoverskridende detailbetalinger.
7. Eksisterende standarder skal implementeres hurtigst muligt.

EU-kommissionen udsendte primo februar en tilsvarende udtalelse.

¹ ECB, Improving cross-border retail payment services the eurosystem's view, September 1999.

² Ved kreditoverførsler forstås betalinger på foranledning af betaler. Modsat er debetoverførsler betalinger på foranledning af modtager (som check og kreditkort).

kommer, at det tager tid at ændre de tilknyttede edb-systemer, og at der er en vis institutionel inert. Aftaler om reciprocitet i forretnings-samarbejdet samt ønsket om tilbagefaldsprocedurer og fejlafhjælpning gør også, at korrespondentbanksystemet vil være en væsentlig faktor lang tid endnu.

Endelig spiller det en rolle, at adgangen til detailbetalingsstrukturen i de forskellige lande stadig fortrinsvis sker gennem korrespondentbanker. Der er således endnu ikke for detailbetalinger, som på markedet for

store betalinger, etableret noget formaliseret system for grænseoverskridende betalinger med et volumen, der minder om de tilsvarende indenlandske systemer. Konsekvensen er, at det fortsat er relativt bekosteligt at foretage grænseoverskridende detailbetalinger, jf. boks 3.

Da RTGS systemer må betragtes som mere sikre end korrespondentbanksystemer er denne udvikling hensigtsmæssig. For en centralbank er de væsentlige mål for et betalingssystem risikominimering og effektivitet. Risikostyringen i de mere formaliserede systemer er betydelig mere veludviklet, og dermed øges den finansielle stabilitet. Endvidere er der klare skalafordele ved de formaliserede systemer, og derved sænkes omkostningerne ved betalinger også.

Dansk brugerundersøgelse

I slutningen af 1999 blev der gennemført en brugerundersøgelse blandt de direkte deltagere i Danmark. Undersøgelsen skulle kortlægge de danske deltageres anvendelse af eurobetalingssystemer, samt de eventuelle barrierer, der var omkring brugen af DEBES.

Stort set alle brugere anvender såvel DEBES som korrespondentbanker til afvikling af eurobetalinger. Anvendelsen af korrespondentbanker er klart mest udbredt, men faldende, og godt 60 pct. af de adspurgte har reduceret eller forventer at reducere antallet af korrespondentbanker.

Brugerne anfører, at den vigtigste faktor ved valg af betalingskanal er prisen. Herefter kommer muligheden for at nå modparten direkte samt tidsfaktorer og modpartens ønsker, jf. tabel 2.

I de situationer, hvor DEBES fravælges, skyldes det især priserne. Opretholdelsen af korrespondentrelationer har dog også stor betydning. Her peges bl.a. på reciprocitet og vigtigheden af at have et godt kontaktnet, når fx problemer med en betaling skal løses, jf. tabel 3.

Med pris tænkes såvel på prisen for den enkelte betaling samt på prisen for intradag likviditeten, som deltagerne skal betale. For at begrænse omkostninger til likviditetsfremskaffelse benytter godt 40 pct. af de

VIGTIGE FORHOLD VED VALG AF EUROBETALINGSKANAL

Tabel 2

Pct. af afgivne svar ¹	
Pris	46
Mulighed for at "ramme" modpart	32
Tilgængelighed.....	21
Modpartsønsker.....	18
Tidsfaktor	18
Likviditet	11

Kilde: Brugerundersøgelse blandt de 35 direkte deltagere i DEBES, december 1999.

¹ Da deltagerne har kunnet anføre flere forhold, summer kolonnen til mere end 100 pct. Svarene er ikke vægtet med deltagernes meget forskellige anvendelse af DEBES.

FORHOLD SOM ANFØRES, NÅR DEBES IKKE BENYTTES		Tabel 3
Pct. af afgivne svar ¹		
Pris ...	75	
DEBES opfylder ikke ønskede krav	43	
Heraf - Manglende funktionalitet		16
- Manglende egenudvikling af systemer		16
- Manglende brugervenlighed		3
- Andet		9
Korrespondentbankrelationer	64	
Heraf - Aftaler med modpart		9
- Reciprocitet		35
- Andet (service og kontaktnet)		20
Direkte deltager i et indeland benyttes	29	
Heraf - Billigere funding		9
- Driftssikkerhed		3
- Bedre systemer		6
- Manglende egenudvikling af systemer		9
- Andet		3

Kilde: Brugerundersøgelse blandt de 35 direkte deltagere i DEBES, december 1999.

¹ Da deltagerne har kunnet anføre flere forhold, summer kolonnen til mere end 100 pct. Svarene er ikke vægtet med deltagerens meget forskellige anvendelse af DEBES.

adspurgte enten egen filial i et land, der deltager i ØMUen, eller de er tilknyttet en direkte TARGET-deltager i et land, der deltager i ØMUen. Dermed undgår de at skulle betale for intradag likviditet. Der peges også på, at bedre køfunktioner¹ ved afviklingen af betalingerne vil kunne øge brugen af TARGET.

VEJEN FREM

Videreudviklingen af TARGET og DEBES

Siden startskuddet gik for TARGET, har Nationalbanken i tæt dialog med brugerne af systemet iværksat nye tiltag og foretaget enkelte rettelser som følge af nogle mindre startvanskeligheder. For at sikre så høj systemstabilitet som muligt implementeres nye tiltag i såkaldte pakker, idet løbende opdatering erfaringsmæssigt kan medføre utilsigtede fejl.

I 1999 er der implementeret en pakke, der primært består af rettelser til imødegåelse af startvanskelighederne i systemet. I løbet af 1. kvartal 2000 implementeres endnu en pakke, der fokuserer på yderligere driftsstabilisering og samtidig tilgodeser ønsker fra brugerne af systemet. Bl.a. forbedres den eksisterende køfunktion. I november 2000 implementeres en ny meddelelsestype til kundebetalinger, der bl.a. opfylder

¹ I en kø kan man indlægge betalinger, der først skal afsendes på et senere tidspunkt, eller skal afventes, at der er dækning for afsendelse af en betaling.

krav som følge af et EF-direktiv (97/5/EC) om gennemsigtighed for kunderne ved kundebetalinger.

I løbet af 2001 igangsættes et nyt kronebetalingssystem – KRONOS – der delvist skal afløse det eksisterende DN-Forespørgselsservice. KRONOS skal også overtage DEBES funktionaliteter og skal således kunne fungere som betalingssystem i såvel kroner som euro. Det er derfor planen, at der efter november 2000 ikke iværksættes nye systemmæssige tiltag i DEBES.

Det er et væsentligt mål i videreudviklingen at sikre en nem sammenkobling af pengeinstitutternes systemer med TARGET. Al erfaring peger på, at manuelle procedurer for at få systemer til at hænge sammen er omkostningstunge og giver anledning til fejl.

SAMMENFATNING

Betalingsstatistikker og brugerundersøgelser fra 1999 peger entydigt på, at den finansielle sektor i Europa har taget TARGET til sig. Dette gælder især i de lande, der har indført euroen, hvor TARGET tjener til at lette udførelsen af pengepolitiske transaktioner og gøre grænseoverskridende betalinger i euro hurtigere, sikrere og billigere.

I Danmark har brugen af TARGET ikke overraskende været mere behersket. Dette ses også af, at brugen af TARGET til indenlandske betalinger er marginal i forhold til de samlede betalinger, der afsendes fra danske deltagere, mens de indenlandske betalinger er i overtal i de lande, der deltager i ØMUen.

Brugerundersøgelsen blandt danske deltagere i TARGET peger på nogle få centrale faktorer, der kan øge anvendelsen af TARGET. Dette er især prisen pr. transaktion, prisen for anvendelsen af intradag likviditet samt muligheden for at kunne lægge fremtidige betalinger i kø.

Den fremtidige udvikling af DEBES, der er den danske del af TARGET, tilgodeser delvist ønsket om en bedre køfunktionalitet. Samtidig arbejdes der på en nyt betalingssystem, KRONOS, der både skal kunne håndtere kroner og euro, og som skal overtage DEBES rolle som eurobetalingssystemet i Danmark i løbet af 2001. I arbejdet med udviklingen af KRONOS lægges der stor vægt på sammenkoblingen med pengeinstitutternes systemer, således at manuelle procedurer i videst mulige omfang undgås.

Euroens første år på de finansielle markeder

*Peter Kjær Jensen og Anne Reinhold Pedersen,
Kapitalmarkedsafdelingen*

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

11 EU-lande fik den 1. januar 1999 en fælles valuta, euroen. I 1999 er nogle af de mest synlige effekter heraf set på de finansielle markeder, hvor euroen har bidraget til integration, især på pengemarkederne, hvor der nu er et fælles marked for usikrede indskud. Euroen findes endnu ikke som fysiske sedler og mønter, men euroen er en realitet for virksomheder og husholdninger. Som eksempler kan nævnes, at nogle franske, belgiske og portugisiske frimærker har værdien angivet både i national valuta og i euro, jf. figur 1, og der er dobbelt prisskiltning i nogle butikker.

På valutamarkedet er euroen blevet introduceret uden tekniske problemer. Udsvingene mellem dollar og euro har været af samme størrelse som tidligere set mellem henholdsvis D-mark og yen over for dollar. Euroen handles over for dollar med samme spread (forskel mellem købs- og salgspris), som dollar/D-mark tidligere blev handlet til. For de fleste eurolande er spreadet i handler med dollar derfor reduceret med introduktionen af euroen.

FRIMÆRKER MED VÆRDI ANGIVET I BÅDE EURO OG NATIONAL VALUTA

Figur 1



Fjernelsen af valutakursusikkerheden på aktier og obligationer inden for euroområdet ventes at medføre, at en lang række investorer i højere grad vil fokusere på erhvervssektorer fremfor på lande ved placering af porteføljen. Brug af erhvervsobligationer er steget markant i euroområdet i 1999. Nogle specielle forhold kan være med til at forklare dette, men en række indikatorer tyder dog på, at virksomhederne også fremover vil øge anvendelsen af obligationsmarkedet til kapitalfremskaffelse. På aktiemarkederne er der udviklet nye eurobaserede aktieindeks, og der er annonceret en ny aktør inden for værdipapirhandel, NASDAQ-Europe.

Der er tegn på, at samarbejdet mellem fondsbørser og mellem værdipapircentraler vil blive øget, og integrationen af kapitalmarkedene derfor bliver lettere. Den stigende integration af værdipapirmarkederne vil medføre et voksende behov for mere samarbejde mellem de nationale myndigheder, der arbejder med tilsyn og regulering af værdipapirmarkederne.

I det følgende beskrives euroens betydning for de enkelte dele af de finansielle markeder, og derefter fokuseres kort på aktørerne på de finansielle markeder samt myndighedernes reaktion på integrationen af markederne.

PENGE- OG VALUTAMARKEDERNE

Indførelsen af en ny valuta og en fælles pengepolitik for euroområdet har haft væsentlig betydning for penge- og valutamarkederne. Euroen blev introduceret uden tekniske problemer og blev straks en international valuta på linje med dollar og yen.

Pengemarkederne

Som følge af den fælles pengepolitik i euroområdet er pengemarkedet uden tvivl det marked, hvor integrationen er kommet længst. Da ECB regulerer likviditeten for at opfylde behovet i eurosystemet som helhed, og likviditetsbehovet kan være meget forskelligt fra land til land, har den fælles pengepolitik nødvendiggjort omfordeling af likviditet mellem eurolandene. Det har derfor været meget vigtigt, at det fælles betalingssystem, TARGET, fra starten har været velfungerende¹. Den store grænseoverskridende aktivitet muliggjort med TARGET har været medvirkende til en harmonisering af praksis på det usikrede pengemarked og en kraftig vækst især i den korte ende af det usikrede marked. Såle-

¹ TARGET er et reeltids bruttoafviklingssystem. Erfaringerne med TARGET-systemet beskrives hos Jesper Berg og Thomas Bo Christensen, TARGETs første år, denne *Kvartalsoversigt*, side 31ff.

des steg omsætningen i dag-til-dag markedet for usikrede indskud med 40 pct. fra slutningen af 1998 til midten af 1999. Mere end halvdelen af alle transaktioner på pengemarkedet er nu grænseoverskridende.

Den høje grad af integration på det usikrede pengemarked afspejles bl.a. ved, at dag-til-dag renten for alle praktiske formål er ens i hele euroområdet.¹ Derudover er der også blevet et fælles marked for afledte instrumenter.

Der er ikke sket en tilsvarende integration af landenes sikrede pengemarkeder (repomarkedet). Den lavere integration kan forklares med en række faktorer. Der er forskelle i de underliggende obligationers likviditet i eurolandene, og der er forskellige systemer for håndtering af sikkerhedsstillelse, hvilket besværliggør hurtig skift i rådighed over værdipapirer over landegrænser. Desuden er der ikke en harmoniseret juridisk dokumentation for repoforretninger, hvilket skaber usikkerhed ved grænseoverskridende forretninger.

Selvom det ser ud til, at euroen isoleret set har haft en relativ lille betydning for repomarkedet, så er også dette marked blevet større. Denne vækst skyldes primært et større ønske om at begrænse kreditrisikoen samt lavere kapitalkrav til repoforretninger end til usikrede udlån.

Integrationen af de nationale pengemarkeder har styrket tendensen til, at det er de store aktører, som er aktive i grænseoverskridende transaktioner og på flere produktområder, mens de mellemstore og små aktører opererer på det nationale marked.

Valutamarkederne

Introduktionen af euroen på de internationale valutamarkeder skete uden tekniske vanskeligheder. Euroen blev straks en betydningsfuld international valuta. En side af det er, at en lang række lande uden for euroområdet har et valutakurssystem, der involverer euroen. Omkring 20 lande eller områder, som tidligere anvendte en af euroområdets nationale valutaer anvender nu euro. Derudover er der omkring 30 lande, hvoraf hovedparten er beliggende i Europa, der fører en valutakurspolitik over for euro. 7 lande, herunder Danmark, fører en politik med en målsætning om at holde en fast kurs over for euro. 17 lande har en fastkurspolitik over for en kurv af valutaer, hvor euroen indgår. Endelig har en gruppe på 7 lande indført et system med styret flydning over for euroen.²

¹ Der har kun været meget små forskelle mellem de indberettede dag-til-dag renter fra de banker, der danner basis for beregningen af referencerenten, Eonia (Euro Overnight Indeks Average).

² Kilde: ECBs månedsoversigt, august 1999. I denne artikel er de enkelte lande og deres valutakurssystem beskrevet.

Euroen handles nu over for dollar med samme spread (forskel mellem købs- og salgspris), som der tidligere var i dollar/D-mark handler. For de fleste eurolande er spreadet i handler med dollar således reduceret med introduktionen af euroen.

Det samme er tilfældet for handler med euro over for danske kroner, engelske pund og græske drakmer. Derimod handles euroen over for japanske yen med et større spread og større udsving, end der fandtes i yen/D-mark handler.

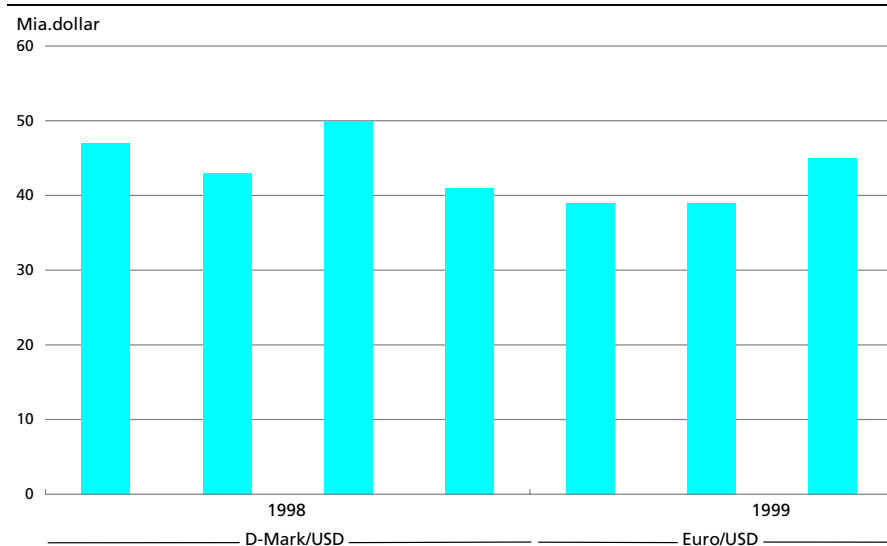
Handlen med euroen over for dollar har været lavere end handlen i 1998 mellem eksempelvis D-mark og dollar, jf. figur 2.

Desuden har valutahandlen generelt været lavere i 1999 end i 1998, og den gennemsnitlige handelsstørrelse er faldet. Denne udvikling skyldes bl.a., at introduktionen af euroen på valutamarkedet var sammenfaldende med en række strukturelle ændringer:

- Der sker mere og mere handel elektronisk fremfor via mæglere. Ifølge Bank of England var ca. 70 pct. af valutahandlen i London elektronisk i 1999 mod 15 pct. i 1995. Elektronisk handel forøger gennemslagskraften på markedet og har medført mindre handler.
- Uroen på de finansielle markeder i efteråret 1998 gjorde investorer mere risikoaverse, så handlerne er blevet mindre.
- Antallet af markedsdeltagere er faldet, fordi bankerne har konsolideret handelsaktiviteter i finansielle centre, og fusioner og overtagelser har reduceret antallet af markedsdeltagere.

GENNEMSITLIG DAGLIG D-MARK/DOLLAR OG EURO/DOLLAR SPOTHADEL

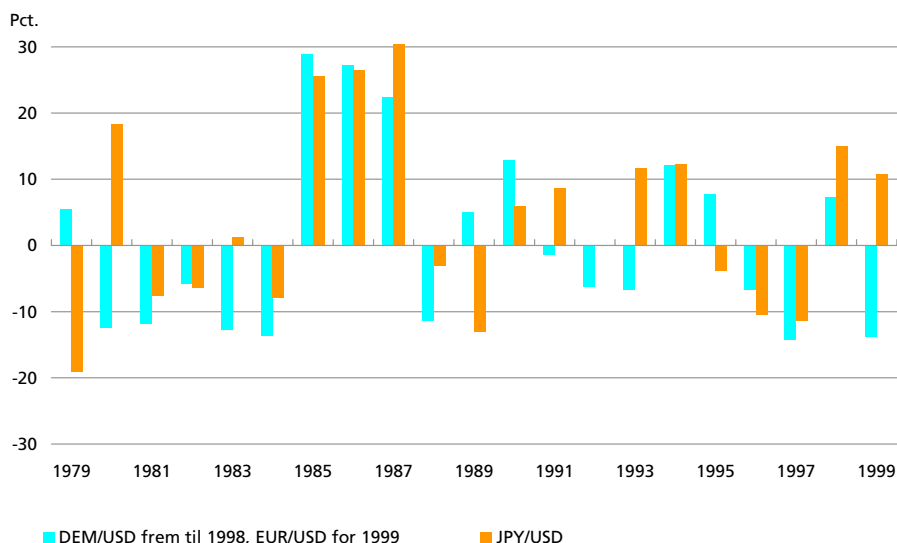
Figur 2



Kilde: Bank of England.

ÅRLIG PROCENTVIS ÆNDRING I EURO, D-MARK OG YEN OVER FOR DOLLAR

Figur 3



Anm.: Kursændringer i løbet af kalenderåret.

Figur 3 viser, at størrelsen af udsvinget mellem euroen og dollaren i 1999 ikke adskiller sig fra tidligere års udsving mellem de toneangivende valutaer. Valutakurserne mellem store økonomier kan ændres ganske meget fra år til år i takt med landenes forskellige økonomiske udviklinger. Det var også tilfældet i 1999.

KAPITALMARKEDERNE

I løbet af 1999 er der sket en række strukturelle ændringer på eurolandenes værdipapirmarkeder. Samtidig er markederne blevet større og mere integrerede.

Med indførelsen af euroen blev værdipapirernes nationale karakteristika mindsket, og investorer vil i højere grad fokusere på erhvervssektorer frem for lande ved fordelingen af porteføljen. Derved er låntagernes muligheder for at opnå en bred kreds af investorer forbedret, hvilket styrker integrationen af kapitalmarkederne i euroområdet, jf. boks 1.

I løbet af 1999 er der imidlertid ikke sket en markant omlægning af de store europæiske investorers porteføljer, hvilket bl.a. skyldes, at det tager tid at ændre strategi og udvide analysekapaciteten fra national orientering til mere europæisk fokus. Samtidig vil nogle investorer af skattemæssige årsager foretrække at investere nye midler efter en ny eurobaseret strategi frem for at omlægge den eksisterende portefølje. Der kan derfor forventes en gradvis ændring af investorenes por-

Ved integration menes en samling af forskellige dele til en helhed. Ved integration af kapitalmarkederne kan der skelnes mellem integration af produktmarkederne og integration af aktørerne (finansielle institutioner).

Integration af produktmarkederne, fx statsobligationsmarkederne, sker ved, at alle obligationer i euro handles på lige vilkår overalt i euroområdet. Med indførelsen af euroen forsvinder valutakursrisikoen ved at investere i aktiver i andre eurolande og derved en væsentlig hindring for, at eurolandenes (stats)obligationsmarkeder kan betragtes som et fælles marked.

Integration af aktørerne (eksempelvis banker) på de finansielle markeder sker bl.a. i form af fusioner og overtagelser, samarbejdsaftaler, strategiske alliancer, bytning af aktier og grænseoverskridende aktiviteter. Euroen virker som en katalysator for integrationen af aktørerne, men en række andre faktorer som teknologiske fremskridt, og konkurrencen fra den ikke-finansielle sektor bidrager også til øget integration.

På trods af øget integration af de europæiske finansielle markeder er der fortsat en række forhold, som indebærer, at markederne stadig må betragtes som i nogen grad segmenterede, herunder:

- Forskelle i skattelovgivning.
- Forskelle i finansiell regulering og tilsyn.
- Forskelle i regelsæt for nationale børser samt forskellige clearings- og afviklingssystemer.

Det medfører for eksempel, at der skal udarbejdes flere børsprospekter ved udstedelse af aktier eller obligationer i flere eurolande, at der ved grænseoverskridende sikkerhedsstillelse kan opstå juridisk usikkerhed omkring rådighed over værdipapirerne, at der er begrænsninger på pensionsfondes investeringer i udenlandske papirer og høje gebyrer på grænseoverskridende betalinger.

teføljer imod en mere bred sammensætning af især aktier fra euroområdet.

Til trods for, at eurolandenes kapitalmarkeder er blevet mere integrerede, eksisterer der fortsat store differencer mellem den finansielle struktur i USA og i euroområdet, jf. tabel 1. Mens kapitalfremskaffelsen i USA i høj grad sker direkte via aktie- og obligationsmarkederne, formidles den i euroområdet i højere grad gennem bankerne.

FINANSIEL STRUKTUR I EUROOMRÅDET OG I USA, 1999

Tabel 1

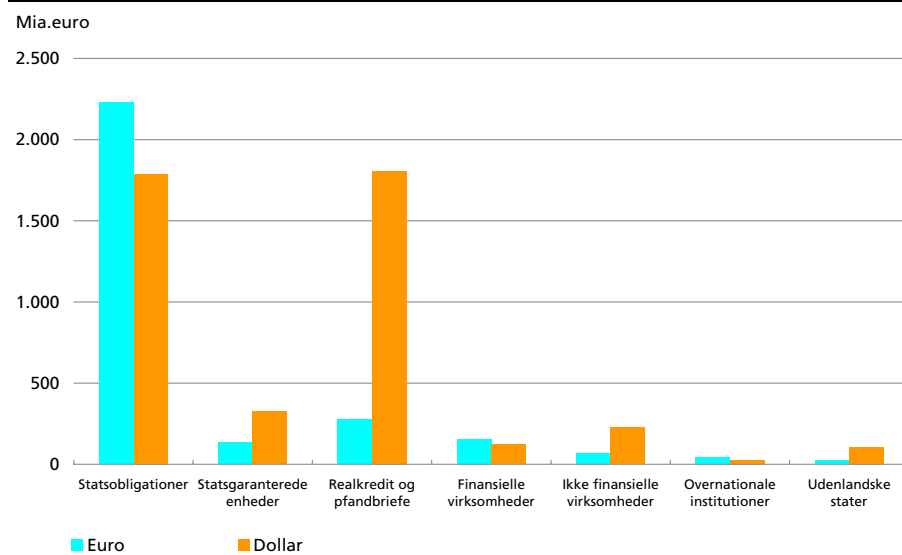
Pct. af BNP	Euroområdet	USA
Bankindskud	77,8	55,2
Bankudlån	100,4	48,4
Udestående obligationer og lignende	88,8	164,6
Værdien af aktier på fondsbørser	71,1	163,3

Kilde: ECB, Månedsoversigt, januar 2000.

Anm.: Ultimo juni 1999, værdi af aktier dog oktober 1999. På grund af forskellige indberetningsregler og beregningsmetoder er tallene for værdien af aktier på fondsbørser ikke fuldstændigt sammenlignelige.

OBLIGATIONSMARKEDET I EURO OG DOLLAR FORDELT PÅ Udsteder, ULTIMO 1999

Figur 4



Kilde: Salomon Smith Barney.

Anm.: Pfandbriefe består hovedsageligt af obligationer udstedt til finansiering af ejendomme og obligationer udstedt af offentlige institutioner.

Obligationsmarkederne

Forskellen i den overordnede finansielle struktur mellem USA og euroområdet afspejles på obligationsmarkederne. Obligationsindeks for Europa og USA illustrerer således, at det europæiske marked er præget af en meget stor andel af statsobligationer.¹ Obligationsmarkedet i dollar er omkring 50 pct. større, end det er i euro. Det skyldes hovedsageligt, at der er et meget stort realkreditmarked i dollar, men også markedet for erhvervsobligationer udstedt af ikke finansielle virksomheder er væsentlig større i dollar end i euro, jf. figur 4.

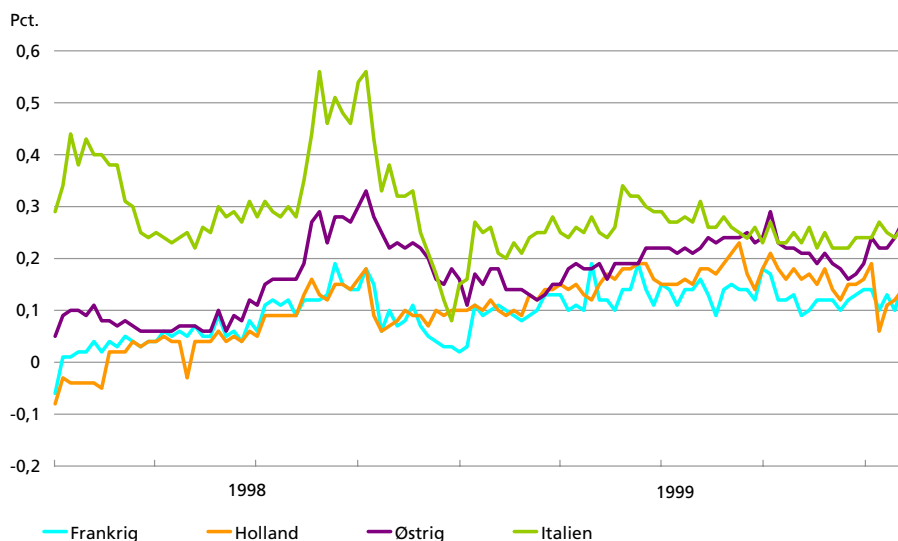
Statsobligationer

Verdens største statsobligationsmarked blev dannet med euroens introduktion. Markedet er dog fortsat i nogen grad segmenteret. Sammensætningen af finansieringen af deltagerlandenes budgetunderskud på eksempelvis løbetider er et nationalt anliggende, og eurolandene følger hver sin udstedelsesstrategi. Landene er underlagt vækst- og stabilitetspagtens begrænsninger på de offentlige budgetunderskuds størrelse, hvilket sammen med tiltagende økonomisk vækst indebærer, at statsobligationerne vil udgøre en faldende andel af den samlede

¹ Salomon Smith Barneys obligationsindeks er anvendt. Indeksene inkluderer obligationsserier, der har en udestående mængde på mindst 1 mia.euro for statsobligationer og på mindst 500 mio.euro for øvrige udstedere.

RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND FOR UDVALGTE EUROLANDE

Figur 5



Anm.: Ugentlige observationer, 10-årig statsobligationsrente.

mængde obligationer. Da valutakursrisikoen er væk, kan renteforskelle mellem eurolandenes statsobligationer alene henføres til forskelle i kreditrisiko og likviditet. Rentespændene har været meget stabile efter euroens indførelse, jf. figur 5.

Især likviditetsforhold er kommet i fokus ved sammenligning af statsobligationer. Det skyldes dels, at der var udbredte problemer med pris-sætningen og dermed likviditeten under den finansielle uro i efteråret 1998, dels at de statslige udstedere har gennemført initiativer for at understøtte en god likviditet i statsobligationerne. Landene i euroområdet har søgt at koncentrere udstedelserne yderligere for derved at gøre serierne så store som muligt. En stor udestående mængde betragtes som en nødvendig forudsætning for at give en god likviditet i papiret.¹ Investorer er villige til at betale lidt mere for obligationer med god likviditet, og derfor bidrager god likviditet til at reducere statens finansieringsomkostninger. For at understøtte muligheden for at lave store serier anvendes i stadig højere grad opkøb af tidligere udstedte obligationer.²

Frem til nu har tyske obligationer været de mest likvide i det vigtige 10-årige segment, hvor de har opnået benchmark-status. Det skyldes to forhold. For det første udstedes tyske obligationer i serier, som er blandt de største på det europæiske statsobligationsmarked som følge af det

¹ For en beskrivelse af likviditet henvises til Danmarks Nationalbank, *Statens låntagning og gæld*, 1997 kapitel 8.

² For en analyse af statsobligationsmarkedet henvises til Lars Krogh Jessen og Anders Matzen, *Statsobligationsmarkedet i euroområdet*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999.

tyske finansieringsbehov. For det andet har Eurex-børsen klart vundet kampen om den toneangivende future i det 10-årige segment for euroområdet, og det er kun tyske statsobligationer, der er levérbare i denne futurekontrakt. Disse forskelle i likviditetsforhold er en væsentlig årsag til, at der fortsat er renteforskelle mellem eurolandenes statsobligationer. Renteforskellene medvirker til, at der også er forskelle på repo-markedet, jf. afsnittet om penge- og valutamarkedene.

Erhvervsobligationer

Markedet for erhvervsobligationer i euro adskiller sig primært fra markedet i dollar ved, at mængden udstedt af de ikke-finansielle virksomheder er forholdsvis beskeden, jf. figur 4.¹ Figuren viser obligationer i euro uanset udstederens geografiske placering. Virksomheder baseret i eurolandene står dog for størstedelen af den udestående mængde, men virksomheder i England og USA har også en vis betydning.

Ikke-finansielle virksomheders anvendelse af obligationsmarkedet i euro er steget kraftigt i 1999. Den udestående mængde er således mere end firedoblet i løbet af 1999. Det samlede marked for erhvervsobligationer er imidlertid fortsat præget af, at finansielle virksomheder står for størstedelen af det samlede udestående, jf. tabel 2. Desuden er det virksomheder med god kreditværdighed (høj rating hos et kreditvurderingsbureau), der dominerer udstedelserne i euro, men der er tegn på, at også virksomheder med lavere rating begynder at udstede obligationer i euro.

Væksten i virksomhedernes brug af obligationsmarkedet i eurolandene ligner umiddelbart en begyndende tilnærmelse til den finansielle struktur i USA. Der er dog ikke entydigt belæg for en sådan konklusion. Der kan fremdrages nogle specielle faktorer, som har bidraget til at forklare væksten i 1999. For det første har der givetvis været en udskydelse af udstedelser fra 1998 til 1999 for at kunne drage fordel af en forventet lavere rente i euro og desuden undgå problemer med redenominering. For det andet har der været et stort antal fusioner og virksomhedsovertagelser, jf. tabel 2. Finansieringen af disse aktiviteter har givet et behov for kapitalfremskaffelse, hvilket i høj grad er sket via obligationsmarkedet.

På den anden side vil fusioner og virksomhedsovertagelser føre til større virksomheder, og da det primært er store virksomheder, der låner direkte på kapitalmarkederne, kan de mange fusioner og virksomhedsovertagelser i sig selv indebære fortsat vækst i markedet for erhvervsobligationer. Store virksomheder har typisk et større kapitalbehov, og for

¹ Tallene i figuren er baseret på obligationer i store serier. Forskellen mellem markedet for erhvervsobligationer i dollar og i euro bliver endnu større, såfremt obligationer udstedt i mindre serier medregnes.

ERHVERVSobligationer i EURO
SAMT VÆRDI AF FUSIONER OG VIRKSOMHEDSOVERTAGELSER

Tabel 2

Mia.euro	Udestående erhvervsobligationer		Fusioner og virksom- hedsovertagelser	
	1998	1999	1998	1999
Finansielle virksomheder	99	155	110	149
Ikke finansielle virksomheder	17	70	335	848
I alt	116	227	445	997

Kilde: Salomon Smith Barney og ECB, Månedsoversigt, januar 2000.

at kunne låne billigt på obligationsmarkedet skal serierne have en vis størrelse. Tendensen til, at virksomhederne vil lægge øget vægt på obligationsudstedelser, understøttes af, at stadigt flere virksomheder uden for den finansielle sektor bliver kreditvurderet af et af de store internationale kreditvurderingsbureauer. En kreditvurdering af et anerkendt bureau må betragtes som et krav, såfremt en erhvervsobligation skal afsættes til en bred kreds af investorer.

Aktiemarkederne

I løbet af 1999 har der været en kraftig vækst i den samlede værdi af aktierne på euroområdet's fondsbørser. I oktober 1999 udgjorde værdien af aktierne på fondsbørserne i euroområdet 71 pct. af områdets BNP imod 62 pct. i slutningen af 1998.

Denne udvikling afspejler både en kraftig stigning i aktiekurserne og en stigning i antal virksomheder, som udsteder aktier på fondsbørserne. Eksempelvis blev antallet noterede virksomheder på EURO.NM¹ børserne fordoblet fra slutningen af 1998 til slutningen af 1999, jf. figur 6. Aktierne på disse børser udgør dog kun en meget lille andel af den samlede værdi af aktierne i euroområdet.

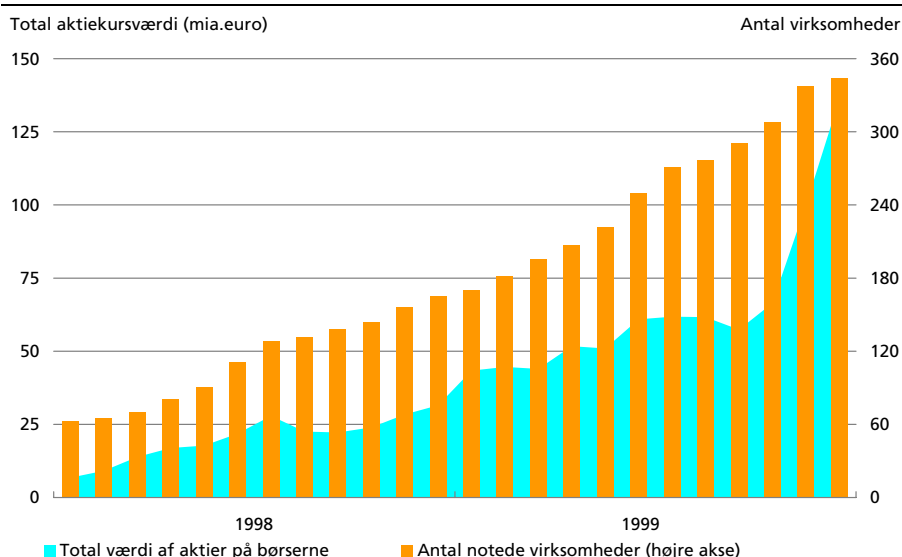
Den øgede fokus på kapitalstrukturens betydning for ledelsens ageren, jf. corporate governance litteraturen, har medført, at virksomheder tilbagekøber egne aktier for at maksimere afkastet på den resterende aktiekapital.² Derudover vil mange veletablerede virksomheder vælge at fremskaffe kapital i form af udstedelse af obligationer fremfor aktieudstedelse. Derimod vil nyetablerede virksomheder og såkaldte vækstvirksomheder have gavn af de forbedrede muligheder for at rejse kapital på aktiemarkedet, som euroen har medvirket til via adgang til en bredere

¹ EURO.NM er en alliance mellem en række børser med aktier fra vækstvirksomheder. Medlemmerne er Le Nouveau Marché, Neuer Markt, NMAX, EURO.NM Belgium og Nuovo Mercato.

² Ifølge corporate governance kan en lav soliditetsgrad defineret som egenkapital i forhold til gældsposter virke disciplinerende på ledelsen. Kravet i en obligation om en fast forrentning medfører en mindre margen til at gennemføre investeringer med et lavt afkast. For en diskussion af corporate governance henvises til Jens Verner Andersen, Ejerforhold i den finansielle sektor, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1999.

VIRKSOMHEDER NOTERET PÅ EURO.NM OG AKTIEKURSUDVIKLING

Figur 6



Kilde: EURO.NM. Værdien af aktierne på EURO.NM-børserne udgør kun godt 3 pct. af værdien af aktierne på fondsbørserne i euroområdet.

kreds af investorer. Der vil dog fortsat være en række nationale forskelle bl.a. i krav til børsprospekter, som hæmmer integrationen af aktiemarkedet, jf. boks 1.

Etableringen af euroområdet har skabt behov for nye eurobaserede aktieindeks. Der er opstået nye indeks som Dow Jones EURO STOXX, 50 S&P Euro Indeks og FTSE Eurobloc 100.

Det ser ud til, at EURO STOXX 50 bliver det toneangivende indeks for euroområdet, ligesom fx KFX er det for Danmark. Desuden planlægger NASDAQ at oprette NASDAQ-Europe i år, som skal være et paneuropæisk reguleret marked for såkaldte vækstvirksomheder. NASDAQ-Europe vil blive sammenkædet med NASDAQ og NASDAQ-Japan for at tilbyde flere aktier og handel næsten hele døgnet.

INTEGRATION I DEN FINANSIELLE INFRASTRUKTUR

Der er de seneste år sket et styrkelse af samarbejdet mellem de europæiske børser indbyrdes og mellem værdipapircentralerne. Udviklingen skal ses i lyset af integrationen af værdipapirmarkedene og den teknologiske udvikling.

Børssamarbejde

London Stock Exchange og Deutsche Börse lavede i 1998 en aftale om at etablere et fælles handelssystem, som fondsbørserne i Amsterdam, Bru-

xelles, Madrid, Milano, Paris og Zürich efterfølgende tilsluttede sig. Det har dog ikke været muligt at blive enige om den konkrete udformning af et fælles system, og målet er nu i stedet at sammenkæde de forskellige børsers handelssystemer. I slutningen af 1999 besluttede Deutsche Börse at udvide aktionærkredsen med flere internationale investeringsbanker og har efterfølgende lanceret ideen om at etablere et nyt børskoncept. Ideen er at samle bl.a. aktiehandel (både via elektroniske netværk og via det ny Deutsche Börse: Euroboard), clearing og afvikling i et selskab. Det er af nogle iagttagere set som et tegn på, at Deutsche Börse vil forsøge at skabe en international fondsbørs fremfor at støtte samarbejdet med de øvrige 7 fondsbørser.

Også uden for euroområdet er der etableret et børssamarbejde. I juni 1997 påbegyndte OM Stockholmsbörsen og Københavns Fondsbørs NO-REX samarbejdet, og der er nu etableret et fælles handelssystem for aktier, SAXESS. Oslos Børs har underskrevet en intentionsaftale med de to øvrige fondsbørser med henblik på at deltage i samarbejdet.

Samarbejde mellem værdipapircentraler

Samarbejdet på området er hidtil primært sket i form af forbindelser (såkaldte links) mellem forskellige værdipapircentraler, eksempelvis har Værdipapircentralen et link til den internationale værdipapircentral Euroclear. I 1999 er der imidlertid også sket en konsolidering af de europæiske værdipapircentraler: Deutsche Börse Clearing, den tyske værdipapircentral, er fusioneret med CEDEL, en international værdipapircentral, og den franske værdipapircentral Sicovam har indgået et strategisk samarbejde med Euroclear, som er en anden international værdipapircentral. Begge alliancer inviterer andre værdipapircentraler til at deltage i samarbejdet.

BANKSEKTOREN I EUROOMRÅDET

Introduktionen af euroen har været en blandt mange faktorer bag den markante konsolidering i den europæiske banksektor de sidste par år. Antallet af kreditinstitutter i euroområdet faldt med næsten 5 pct. fra slutningen af 1998 til november 1999. Tendensen til konsolidering af banksektoren er dog også set i en række lande uden for Europa. Det første år med euroen har været kendetegnet ved en række fusioner mellem store nationale aktører i Frankrig, Italien og Spanien¹, hvorved der er dannet flere store nationale banker. Der har kun været få grænseover-

¹ I Frankrig fusion mellem BNP og Paribas, i Spanien bl.a. Banco Bilbao Vizcayas overtagelse af Argenta samt i Italien fusion mellem Banca Intesa og Banca Commerciale Italiana (BCI).

skridende fusioner eller overtagelser i EU, og de har vedrørt banker i lande, som både kulturelt og geografisk er tæt på hinanden. Det kan forventes, at der fremover vil ske flere grænseoverskridende fusioner og overtagelser. INGs forsøg på at overtage Crédit Commercial de France kan ses som et tegn herpå.¹ På trods af integrationen i den europæiske banksektor forventes fortsat betydeligt større forskelle i eurolandenes finansielle struktur end mellem de amerikanske stater bl.a. som følge af, at lovgivningen i medlemslandene er baseret på forskellige juridiske traditioner.

Da mange af de europæiske banker er såkaldte universalbanker, som både driver traditionel bankvirksomhed og børsrådgivningsvirksomhed, vil integrationen af banksektoren også bidrage til integrationen på værdipapirmarkedet, jf. afsnittet om aktiemarkedet.

Virksomheder har i 1999 i højere grad end tidligere fremskaffet kapital direkte fra obligationsmarkedet fremfor via banklån, jf. afsnittet om erhvervsobligationer. Fortsætter denne tendens, vil det have mærkbare effekter på bankernes balance og en øget fokus på investmentbanking. Det har været fremført, at bankerne selv kan have en interesse i denne tendens. Argumentet er, at øget konkurrence og mere fokus på "shareholder value" indebærer, at bankerne er udsat for større pres for at maksimere afkastet på egenkapitalen. Dette skal ske samtidig med overholdelse af kapitaldækningsreglerne. Afkastet på store udlån til virksomheder vurderes af visse banker ikke at være tilstrækkeligt i forhold til den belastning, det giver på kapitaldækningen. Som følge heraf vil bankerne i højere grad ønske at formidle udstedelse af erhvervsobligationer frem for at yde banklån.

MYNDIGHEDERNES REAKTION PÅ INTEGRATIONEN AF VÆRDIPAPIRMARKEDERNE

I mange lande er flere myndigheder involveret i både tilsyn og regulering af markedet, og ansvarsfordelingen mellem myndighederne varierer fra land til land, jf. tabel 3. Den stigende integration af både aktie- og obligationsmarkedet i EU vil medføre, at den nationale afgrænsning af markedet og af aktørerne i regulering og tilsyn blive mindre og mindre relevant, da den giver et ufuldstændigt billede af aktiviteten. Samtidigt vil de forskelligartede nationale regler hindre en effektiv kapitalformidling og mindske gennemsigtigheden for investorerne.

Der er mindre regulering på EU-niveau på værdipapirmarkedet end på bankområdet. Det skyldes bl.a., at de mange forskellige institutionelle

¹ I Jens Thomsen, Karsten Bilot og Jesper Ulriksen Thuesen, Euroen og de nye perspektiver, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 1999, omtales mulige konsekvenser af en øget integration af banksektoren, herunder spørgsmålet om en fælles europæisk tilsynsmyndighed på bankområdet.

**FORDELING AF KOMPETENCER I REGULERING OG TILSYN MED
VÆRDIPAPIRMARKEDER**

Tabel 3

	Godkendelse af prospekter	Kontrol og tilsyn af markedet	Kontrol af markeds- deltagere og inve- steringsforeninger	Overvågning af overtagelser
Belgien	VK	FB/VK	VK	VK
Danmark	FB	ITM/FB	ITM	FB/Fondsrådet
Tyskland	FB	Länder/FB/VK	Länder/FB/VK	
Grækenland	FB/VK	VK	VK	
Spanien	VK	VK	VK	VK
Frankrig	VK	CMF/VK	BTM/VK	CMF/VK
Italien	VK	VK	VK/CB	VK
Irland	Regeringen	FB/CB	CB	
Luxembourg	FB/VK	VK/CB	VK	
Holland	FB	VK/FB	VK	
Østrig	VKFB	FB/VK	VK	Overtagelses- kommission
Portugal	VK	VK	VK	VK
Finland	ITM	ITM	ITM	ITM
Sverige	FB	FB/ITM	ITM	ITM
Storbritannien ...	FB fra maj 2000 ITM	FB/ITM	ITM	Overtagelses- udvalg

Note: VK = Værdipapirkommissionen; FB = Fondsbørs; ITM = Integreret tilsynsmyndighed for den finansielle sektor; CB = Centralbank; BTM = Banktilsynsmyndighed. I tilfælde, hvor to parter er nævnt for en funktion, står den vigtigste forrest. I Tyskland har delstaterne (Länder) ansvaret for tilsyn med fondsbørser og markedsdeltagere. CMF = Comité des Marchés financiers.

Kilde: "Does Europe Need an SEC?", Securities Market Regulation in the EU of prof. Karel Lannoo, European Capital Markets Institute, November 1999 og Danmarks Nationalbank.

set-up i medlemslandene omtalt ovenfor besværliggør beslutningsprocessen. Desuden har det ikke været muligt for EUs ministerråd og Europaparlamentet at blive enige om at oprette en komité i EU-regi med myndighed til at bistå EUs institutioner med at udvikle og håndhæve EUs regulering af markederne for værdipapirer. På nuværende tidspunkt foregår informationsudveksling og samarbejde mellem medlemslandene på området primært i Forum of European Securities Commissions (FESCO), som består af værdipapirtilsynene i EØS-området.

Fremskridt inden for den fælles EU-regulering af værdipapirmarkedet ville lettes med et mere formaliseret samarbejde i EU i form af en komité med passende myndighed, som kan bistå med en tilpasning af den eksisterende EU-lovgivning og tage nye initiativer i lyset af den øgede integration. Samtidig skal informationsudvekslingen og koordinationen mellem landenes myndigheder styrkes yderligere. Det har været fremført, at der på længere sigt kan opstå behov for en fælles europæisk tilsynsmyndighed på værdipapirområdet.

ECBs ejerforhold og reserver

Kristian Kjeldsen, Internationalt Kontor

INDLEDNING

De nationale centralbanker i de 11 EU-lande, der indførte euroen 1. januar 1999, udgør sammen med Den Europæiske Centralbank, ECB, Eurosystemet. Eurosystemet er ansvarlig for pengepolitikken i euroområdet. Pengepolitiske beslutninger træffes i ECBs Styrelsesråd, hvor centralbankcheferne fra de 11 deltagende lande og ECBs direktion deltager. Selve udførelsen af pengepolitikken foregår decentralt gennem de deltagende nationale centralbanker.

Ved indtræden i Eurosystemet skal de nationale centralbanker indbetale et kapitalindskud i ECB og en del af centralbankernes valutareserver overføres til ECB. De deltagende nationale centralbanker er ejere af ECB og deler dermed ECBs eventuelle overskud eller underskud.

I artiklen beskrives de mere tekniske aspekter omkring kapitalindskud, overførsel af valutareserver samt fordeling af ECBs eventuelle overskud eller underskud. Nationalbanken indgår ligesom centralbankerne i de tre øvrige EU-lande, der ikke har indført euroen, Grækenland, Storbritannien og Sverige, ikke i Eurosystemet, men er en del af det, som kaldes Det Europæiske System af Centralbanker, ESCB. ESCBs Generelle Råd består af centralbankcheferne fra alle 15 EU-lande samt formanden og næstformanden for ECB. I bilaget til denne artikel fremgår opbygningen af ECB, Eurosystemet og ESCB.

INDBETALING AF KAPITALINDSKUD

ECB har behov for egenkapital for at have en egenportefølje, hvis afkast kan dække de løbende driftsudgifter, og til at dække eventuelle tab. ECBs egenkapital indbetales af de deltagende nationale centralbanker, NCBer, der får rettigheder og forpligtelser som ejere af ECB. Ved deltagelse i Eurosystemet får hver NCB en ejerandel svarende til den indbetalte kapital.

Fordelingsnøgle for kapitalindskud

Indbetaling af kapital til ECB, overførsel af valutareserver, andel af ECBs overskud mv. fordeles blandt de deltagende NCBer efter en fordelingsnøgle. Ved fastlæggelsen af fordelingsnøglen tildeles hver national centralbank en vægt, der er lig med summen af:

- 50 pct. af det pågældende medlemslands andel af EUs befolkning.
- 50 pct. af det pågældende medlemslands andel af EUs bruttonationalprodukt.

Jf. ESCB-statuttens artikel 29. Vægtene justeres hvert femte år, jf. artikel 29.3.

Nationalbanken indgår som centralbankerne i de tre øvrige EU-lande, der ikke deltager i eurosamarbejdet, Grækenland, Storbritannien og Sverige, i ESCB, og har derfor også fået tildelt en vægt i fordelingsnøglen. I praksis skal centralbankerne i de EU-lande, der ikke deltager i eurosamarbejdet, kun indbetale 5 pct. af deres kapitalandel, jf. nedenfor. Vægtene fremgår af boks 1.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 28 udgør ECBs kapital 5 mia.euro, hvis alle 15 EU-lande deltager i eurosamarbejdet. Hver af de nuværende 11 deltagende NCBer har indskudt kapital svarende til deres vægt, i alt

FORDELINGSNØGLE OG KAPITALINDSKUD		Boks 1
	Fordelingsnøgle (pct.)	Kapitalindskud (mio.euro)
Nationale Bank van België/		
Banque Nationale de Belgique	2,8658	143,290
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224,675
Banco de España	8,8935	444,675
Banque de France	16,8337	841,685
Central Bank of Ireland	0,8496	42,480
Banca d'Italia	14,8950	744,750
Banque Centrale du Luxembourg	0,1492	7,460
De Nederlandsche Bank	4,2780	213,900
Österreichische Nationalbank	2,3594	117,970
Banco de Portugal	1,9232	96,160
Finlands Bank	1,3970	69,850
Eurosystemet i alt	78,9379	3.946,895
Danmarks Nationalbank	1,6709	4,177
Bank of Greece	2,0564	5,141
Sveriges Riksbank	2,6537	6,634
Bank of England	14,6811	36,703
I alt	21,0621	52,655

3,9 mia.euro, der udgør ECBs nuværende kapital. Af boks 1 fremgår, at Nationalbankens andel er 1,67 pct., og Nationalbanken skulle derfor i tilfælde af dansk deltagelse i eurosamarbejdet indbetale 1,67 pct. af de 5 mia.euro; i alt 83,5 mio.euro. Nationalbanken har som de øvrige tre centralbanker i EU, der ikke deltager i eurosamarbejdet, indbetalt 5 pct. af dette beløb, knap 4,2 mio.euro. Renteafkastet af dette beløb går til dækning af de udgifter, ECB har i forbindelse med de ECB-opgaver, hvor alle 15 lande deltager.

Som nævnt får de deltagende NCBer en andel af ECBs overskud svarende til fordelingsnøglen. Kapitalindskuddet er derfor ikke en udgift for eurolandenes centralbanker, men kan betragtes som en investering i ECB.

Indbetaling af yderligere kapital

Rådet af økonomi- og finansministre, ECOFIN-rådet, kan efter forslag fra ECB eller EU-kommissionen beslutte at udvide ECBs mulighed for at indkalde kapital, jf. ESCB-statuttens artikel 28. ECB har for nylig sendt et forslag til Rådet om, at ECB får mulighed for at øge kapitalen med op til 5 mia.euro, svarende til en fordobling af ECBs kapital. ECB ønsker ikke kapitalen overført nu, men blot at have muligheden, hvis det skønnes nødvendigt til understøttelse af ECBs drift. Det bliver op til ECBs Styrelsesråd at træffe beslutning om hvor meget yderligere kapital, de deltagende NCBer i givet fald skal overføre, op til loftet på i alt 5 mia.euro. ECB bærer, jf. næste afsnit, den fulde valutakursrisiko på de valutareserver, de deltagende NCBer overfører til ECB, og ECB har kun få egne midler til at dække eventuelle tab, jf. afsnittet om møntningsgevinst. En eventuel yderligere indbetaling af kapital berører ikke Danmark eller de tre øvrige EU-lande uden for eurosamarbejdet. Kun i tilfælde af beslutning om dansk deltagelse i Eurosystemet, skal Nationalbanken indbetale bankens andel på 1,67 pct. af ECBs samlede kapital inkl. andelen af den øgede kapital.

OVERFØRSEL AF VALUTARESERVER

En del af Eurosystemets valutareserver er overført til ECB. Det sker ved, at de deltagende NCBer stiller en del af deres egne valutareserver til rådighed for ECB, jf. ESCB-protokollens artikel 30. Der er ikke tale om fysisk overførsel, da den daglige forvaltning af reserveerne fortsat varetages af de deltagende NCBer.

I forbindelse med etableringen af ECB skulle der overføres valutareserveaktiver for i alt 50 mia.euro, hvis alle 15 EU-lande deltog i eurosamarbejdet, jf. ESCB-statuttens artikel 30. Hver af de 11 deltagende NCBer har indbetalt en andel svarende til deres vægt i førortalte fordelings-

nøgle, og der er derfor i alt overført valutareserver for knap 40 mia.euro til ECB. ECB har i forhold til Nationalbankens valutareserver, der er på knap 20 mia.euro, en relativ beskedent valutareserve. Dette afspejler bl.a., at ECB ikke har nogen målsætning for valutakursen for euro over for fx dollar.

Sammensætning og forrentning af ECBs valutareserver

85 pct. af de overførte reserver er i udenlandsk valuta (dollar og yen), mens 15 pct. er guld. De deltagende NCBer modtager en fordring på ECB svarende til værdien af de overførte reserver. NCBernes fordring er i euro, således at ECB bærer valutakursrisikoen på de overførte reserver, da euro jo er indenlandsk valuta for de deltagende NCBer. ECB løber en valutakursrisiko i form af, at hvis kursen på euro stiger i forhold til fx dollar, har ECB et tab på den del af de overførte reserver, der er i dollar, idet NCBernes fordring på ECB, som nævnt, er i euro. Hvis ECB ikke kan dække dette tab ved hjælp af overskud på ECBs øvrige aktiviteter, jf. afsnit om ECBs overskud, kan Styrelsesrådet i ECB beslutte at nedskrive NCBernes fordring på ECB med op til 20 pct. En sådan nedskrivning betyder regnskabsmæssigt en indtægt for ECB, der kan anvendes til at dække tabet.

NCBernes fordring på ECB forrentes med en rente i underkanten af eurorenten, hvilket afspejler, at ECB ikke har nogen forrentning på de overførte guldreserver¹. De deltagende NCBer har derfor en indkomst fra overførslen af valutareserver, der i princippet svarer til den rente, der kunne opnås ved placering i guld og et kortløbende europapir. Hvis NCBerne i deres forvaltning af ECBs valutareserver opnår et afkast, der er højere end eurorenten, indgår dette afkast i ECBs overskud, der fordeles til de deltagende NCBer, jf. afsnittet om fordeling af ECBs overskud. De deltagende NCBer lider derfor ikke noget tab ved at overføre valutareserver til ECB.

Hvis Danmark havde deltaget i eurosamarbejdet, skulle Nationalbanken have overført 1,67 pct. af 50 mia.euro, dvs. ca. 835 mio.euro. Dette svarer til ca. 4 pct. af Nationalbankens nuværende valutareserve, der har en størrelse på knap 20 mia.euro. Af de ca. 835 mio.euro skulle 15 pct. være guld, hvilket svarer til omkring 20 pct. af Nationalbankens nuværende guldbeholdning.

Decentral forvaltning af ECBs valutareserver

ECBs valutareserver forvaltes af de deltagende NCBer efter bemyndigelse fra ECB. Styrelsesrådet har opstillet en række krav til, hvilke typer

¹ I det omfang ECB foretager guldudlån, kunne der opnås en beskedent forrentning af guld, Ulrik Bie og Astrid Henneberg Pedersen, Guldets rolle i det monetære system, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1999, boks 1.

finansielle aktiver, NCBerne må investere ECB-valutareserveporteføljen i, og har opstillet en såkaldt benchmark, som danner grundlag for, hvordan NCBerne administrerer reserverne. Benchmark kan opfattes som en slags "normalportefølje". De deltagende NCBer kan placere reserven i andre papirer end svarende til normalporteføljen, så længe det sker inden for de rammer, ECB har opstillet. Hvor god, den enkelte NCB er til at forvalte reserven, vurderes ved at holde det faktiske afkast op mod benchmarken.

Yderligere overførsel af valutareserver til ECB

ECB kan indkalde yderligere valutareserver ud over de allerede overførte reserver, såfremt ECOFIN-rådet godkender det, jf. ESCB-statuttens artikel 30.4. ECB har foreslået, at ECB kan indkalde valutareserver op til yderligere 50 mia.euro fra de deltagende NCBer. ECB ønsker ikke at få overført reserverne nu, men blot at have muligheden for at indkalde dem, hvis det skulle blive nødvendigt. ECB ønsker dermed at have et beredskab, hvis der skulle opstå behov for yderligere reserver. Disse reserver vil, hvis de bliver overført, blive forrentet på tilsvarende måde som de nuværende overførte reserver.

Forvaltning af de resterende nationale valutareserver

For de fleste deltagende centralbanker er der tale om, at det kun er en forholdsvis beskeden del af de nuværende valutareserver, der skal overføres til ECB. ESCB-statuttens artikel 31 fastlægger regler for forvaltning af de resterende valutareserver, der forbliver hos de deltagende NCBer, for at hindre, at der gennemføres valutareservetransaktioner, der kan bringe Eurosystemets primære mål om prisstabilitet i fare. De regler, ECBs Styrelsesråd har fastlagt, er primært, at de deltagende NCBer skal aftale det med ECB, hvis der foretages betydelige valutareservetransaktioner, mens almindelige daglige transaktioner ikke berøres.

FORDELING AF MØNTNINGSGEVINST I EUROSYSTEMET

Møntningsgevinsten, også kaldet seignorage, er centralbankers indtægt fra monoopolet på seddeludstedelse. Pengesedler bærer som bekendt ikke rente, men centralbanken modtager rentebærende fordringer mod at udstede pengesedler. Dvs. centralbanker i princippet låner rentefrit og placerer i aktiver, der giver renteindtægter – den samlede seddeludstedelse er et uforrentet passiv på centralbankens balance, mens den modsvarende aktivpost er rentebærende. Seddelomløbet i Danmark er på mere end 35 mia.kr., og Nationalbanken har derfor betydelige renteindtægter fra seddelomløbet i Danmark.

I Eurosystemet anvendes begrebet "monetær indkomst", der primært omfatter møntningsgevinsten, men også øvrig indtjening på udførelsen af pengepolitikken i euroområdet. Eurosystemets monetære indkomst defineres som den årlige indtægt, de deltagende NCB'er har af de aktiver, de besidder som modværdi for seddelomløbet samt for forpligtelser i forbindelse med kreditinstitutters indlån, jf. ESCB-statuttens artikel 32. Kreditinstitutternes indlån er bl.a. det reservekrav, Eurosystemet pålægger kreditinstitutter i euroområdet på 2 pct. af udvalgte passiver. Da NCB'erne forrenter disse indlån med renten på ECBs primære markedsoperationer, har NCB'erne dog stort set ingen monetær indkomst fra reservekravene.

Den samlede monetære indkomst i Eurosystemet fordeles til de deltagende NCB'er efter fordelingsnøglen omtalt i afsnittet om kapitalindskud, jf. ESCB-statuttens artikel 32.5. For nogle af de nuværende centralbanker i Eurosystemet er der i øjeblikket relativ stor forskel mellem den hidtidige monetære indkomst og den monetære indkomst, de vil modtage efter fordelingsnøglen. Det skyldes, at der i øjeblikket er forskelle i størrelsen af seddelomløbet i forhold til fordelingsnøglen i de deltagende lande. Fx er seddelomløbet i Tyskland relativt stort i forhold til det gennemsnitlige seddelomløb i Eurosystemet dels som følge af betalingsmønsteret i Tyskland med udpræget brug af kontantbetaling fremfor betalingskort, dels som følge af, at D-mark cirkulerer i en række østeuropæiske lande. ECBs Styrelsesråd har derfor besluttet, at der ikke skal fordeles monetær indkomst fra seddelomløbet i overgangsperioden, hvor de nationale sedler fortsat er det lovlige betalingsmiddel; dvs. frem til 1. januar 2002, hvor eurosedlerne afløser de nationale sedler i Eurosystemet.

FORDELING AF ECBs OVERSKUD OG TAB

ECBs primære indtægt er afkastet fra den egenportefølje, som NCB'ernes kapitalindskud er placeret i. Derudover kan ECB opnå indtægter fra de overførte valutareserver, såfremt indtjeningen på disse overstiger forrentningen af den fordring, NCB'erne har på ECB i forbindelse med overførslen. ECBs udgifter består af de løbende driftsudgifter samt evt. tab på egenporteføljen og valutareserverne.

Formålet med ECB er ikke at opnå størst mulig overskud, og ECBs overskud fordeles efter henlæggelser til de deltagende NCB'er. Dette foregår på følgende måde, jf. ESCB-protokollens artikel 33: ECBs Styrelsesråd fastsætter hvor stort et beløb, der skal overføres til ECBs almindelige reservefond. Dette beløb må maksimalt udgøre 20 pct. af nettooverskuddet – ECBs overskud efter driftsudgifter. Det resterende overskud fordeles til de deltagende NCB'er efter fordelingsnøglen.

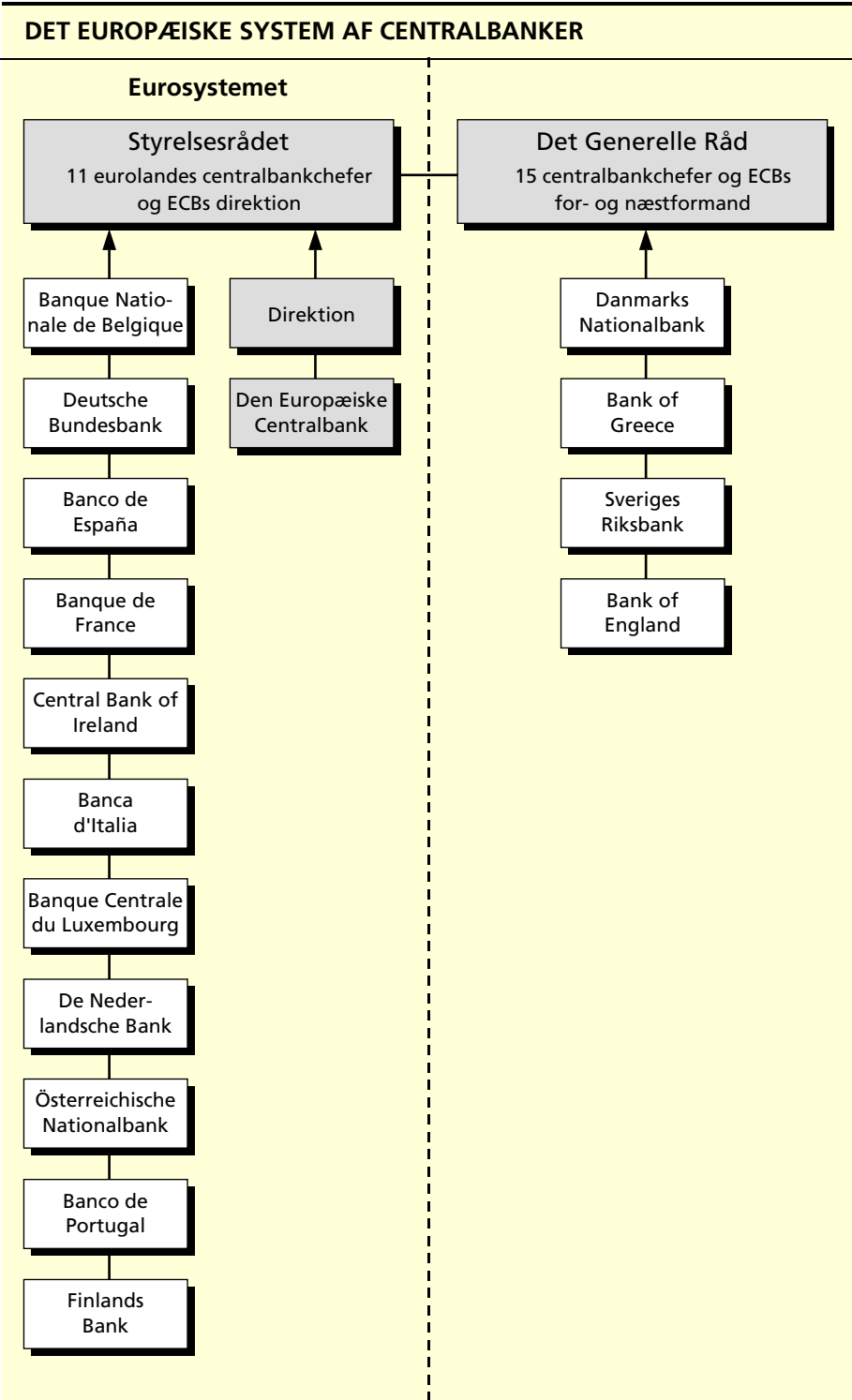
Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECBs almindelige reservefond og om nødvendigt efter en beslutning i ECBs Styrelsesråd af Eurosystemets monetære indkomst i det pågældende regnskabsår. Da ECB i sin korte levetid ikke har opbygget en særlig stor reservefond, og da Eurosystemets monetære indkomst i overgangsperioden, som beskrevet i forrige afsnit, er beskeden, har ECB mulighed for at dække tab på valutareserverne ved nedskrivning af de deltagende NCBers fordring på ECB ved overførsel af reserverne med op til 20 pct. Skulle ECB have et tab ud over, hvad der kan dækkes ved hjælp af ovenstående, har ECB i overgangsperioden mulighed for at anmode de deltagende NCB'er om at dække det resterende tab ved NCBernes monetære indkomst fra det nationale seddelomløb.

ECBs overskud fordeles således blandt de deltagende NCB'er, ligesom eventuelle tab i sidste ende dækkes af de deltagende NCB'er. NCB'erne lider derfor ikke særlige tab eller opnår unormale gevinster ved at deltage i Eurosystemet.

SAMMENFATNING

Ved indtræden i eurosamarbejdet indbetaler den nationale centralbank et kapitalindskud i ECB, og nogle af valutareserverne stilles til rådighed for ECB. Størrelsen af kapitalindskuddet og valutareserverne, der skal overføres, er fastlagt ved en fordelingsnøgle, der afspejler de deltagende landes økonomiske og befolkningsmæssige størrelse. Da "møntningsgevinst", dvs. de indtægter der er på udstedelsen af pengesedler, er en væsentlig indtægtskilde for centralbanker, fordeles møntningsgevinsten i Eurosystemet efter fordelingsnøglen. De deltagende centralbanker og i mindre omfang ECB udfører en række operationer på vegne af Eurosystemet, og overskud eller underskud i ECB tilfalder de deltagende centralbanker, som er ejere af ECB.

BILAG



Ny finansiel sektorlov i USA

Jens Lundager, finansattaché ved ambassaden i Washington

INDLEDNING

Den amerikanske præsident Bill Clinton underskrev den 12. november 1999 en ny lov, der på 385 sider udstikker de fremtidige rammer for den finansielle sektor i USA. Loven, der går under betegnelsen Gramm-Leach-Bliley Act of 1999, GLBA, afløser først og fremmest den navnkundige Glass-Steagall lov fra 1933 samt reformerer den såkaldte Bank Holding Company lov fra 1956. Færdiggørelsen af den nye finansielle sektorlov kommer efter flere års forhandlinger mellem den finansielle sektor, Repræsentanternes Hus, Senatet, Det Hvide Hus og de forskellige myndigheder, der regulerer og fører tilsyn med den finansielle sektor. Faktisk har der i næsten 20 år været gjort forsøg på at liberalisere den amerikanske banklovgivning, og i en sammenligning med tidligere forslag karakteriseres GLBA af iagttagere som liggende tættest op ad Reagan administrationens forslag fra 1983. I det følgende forsøges tegnet et billede af den finansielle sektor i USA og den nye lovgivning først og fremmest set fra et bankperspektiv.

DEN FINANSIELLE SEKTOR I USA OG BEHOVET FOR NY LOVGIVNING

Den finansielle sektor i USA har traditionelt været segmenteret såvel geografisk som efter produkttyper dels som følge af de lovgivningsmæssige rammer, dels som følge af tvedelingen i USA med statsligt og føderalt niveau. Tilsvarende har reguleringen af og tilsynet med finansielle institutioner traditionelt været mangestrengt. Komplikationsgraden kan anes af tabel 1.

Som udgangspunkt er der for de amerikanske bankers vedkommende tale om et dualt system, hvor den enkelte bank enten kan have et føderalt charter, *national bank*, eller et statsligt charter, *state bank*. *State banks* er undergivet de enkelte staters lovgivning. De reguleres af statslige myndigheder i samarbejde med Federal Reserve – den amerikanske centralbank – såfremt den pågældende bank er medlem af Federal Reserve systemet og ellers i samarbejde med "Federal Deposit Insurance Corporation", FDIC, der er den amerikanske indskydergarantifond. *National banks* reguleres af "Office of the Comptroller of the Currency",

DET AMERIKANSKE BANKTILSYNSSYSTEM		Tabel 1
Enhed	Føderal tilsynsmyndighed	
Holdingselskab	Federal Reserve	
<i>National bank</i>	OCC	
<i>State bank</i>		
Medlem af Fed-systemet	Federal Reserve	
Ikke-medlem	FDIC	
Investeringsbankenheder (sektion 20)	SEC/Federal Reserve	
Sparekasser	OTS/FDIC/Federal Reserve	
Spare- og lånebanker	OTS	
Udenlandske banker		
Statslicens	Federal Reserve/FDIC	
Føderal licens	OCC/Federal Reserve/FDIC	
Repræsentationskontor	Federal Reserve	

Anm: OCC = Office of the Comptroller of the Currency; FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation; SEC = Securities and Exchange Commission; OTS = Office of Thrift Supervision. Staterne har egne tilsynsmyndigheder, som de føderale myndigheder samarbejder med. For de udenlandske bankers vedkommende samarbejder de med udenlandske tilsynsmyndigheder.

OCC, der er under Finansministeriet. Bankholdingselskaber, der ejer en eller flere *national banks* eller *state banks*, reguleres af Federal Reserve.

Tidligere var det som følge af såvel statslig som føderal lovgivning ikke muligt at føre bankvirksomhed på tværs af statsgrænser i USA bortset fra holdingselskaber, der har kunnet eje banker med selvstændig kapital i forskellige stater. Forbuddet mod interstate banking skulle beskytte de små lokale banker og begrænse den finansielle magtkoncentration. Med Riegle-Neal loven fra 1994 indledtes en udfasning af forbuddet mod interstate-banking, hvilket har ført til en serie af banksammenlægninger på tværs af statsgrænser i USA, men fortsat er der dog tale om en geografisk meget opdelt bankstruktur.

Opdelingen af den finansielle sektor i USA efter produkttyper har bl.a. sin historiske baggrund i sammenbruddet på aktiemarkedet i 1929 og den efterfølgende depression. USA oplevede mere end 10.000 bankkrak og tvungne banksammenlægninger i perioden fra 1929 til 1933, hvilket reducerede antallet af banker med 40 pct. Indskydere bestormede bankerne, og mange, der kom for sent, tabte deres opsparing. Bankerne mistede kapital og tillid i befolkningen, og uden midler var det ikke muligt at låne ud, så kreditgivningen brød sammen. På baggrund af høringer i Kongressen konkluderedes det, at det først og fremmest var bankernes misbrug af værdipapirforretninger, der var årsag til problemerne og dermed de mange banklukninger. Bankerne havde investeret egne midler i værdipapirer med deraf følgende risiko for indskyderne, de havde ydet usunde lån med det formål at styrke prisen på værdipapi-

rer eller den finansielle position af virksomheder, som de havde en interesse i, og de havde forsøgt at sælge værdipapirer til kunder som følge af deres egne beholdningsmæssige interesser i transaktionerne. Senere studier af bankkrisen har dog ikke bekræftet denne diagnose, men peger i stedet på bl.a. forbuddet mod at udøve bankvirksomhed på tværs af statsgrænser som en mulig forværende faktor, idet det gjorde det svært for bankerne at sprede risikoen. Bankerne var således særdeles udsatte i forhold til op- og nedture i de dominerende sektorer i den enkelte stat, hvor de var hjemmehørende.

I 1933 blev det med Glass-Steagall loven forsøgt at genskabe tilliden til bankerne og sikre, at de igen kunne fungere hensigtsmæssigt. Dette blev overvejende gjort i nævnte og senere love ved en række konkurrencebegrænsende foranstaltninger. Almindelig bankdrift blev separeret fra investeringsbankvirksomhed, så banker først og fremmest ikke måtte eje, garantere eller handle med aktier og erhvervsobligationer. Herudover oprettedes indskydergarantifonden FDIC, og der blev sat begrænsninger på bankernes rentegivning, således at der fx ikke måtte betales rente på anfordringsindskud eller checkkonti, hvilket teknisk set fortsat ikke er muligt i dag med den nye lov. Senere med Bank Holding Company loven fra 1956 blev banker endvidere (drevet af konkrete sammenslutningsplaner) forhindret i at slutte sig sammen med forsikringselskaber og kommercielle selskaber.

Segmenteringen af den finansielle sektor i USA førte til en svagere konkurrencemæssig stilling internationalt, omend amerikanske banker har haft tilladelse til at indgå i et bredere sæt af finansielle transaktioner i udenlandske datterselskaber, end tilfældet har været i USA. Kritikerne har endvidere peget på, at de ringere muligheder for diversificering har øget risikoen i sektoren frem for at sikre stabilitet.

Den finansielle sektor har konstant udfordret lovgivningens grænser, og først og fremmest banker og investeringsbanker har forsøgt at udvide deres aktiviteter. Fx oplevede bankerne en nedgang i visse indskudstyper til fordel for investeringsforeninger, såkaldte "mutual funds", som banker ifølge fortolkningen af Glass-Steagall loven ikke kunne engagere sig i. Dette førte til en række forsøg på nye selskabskonstruktioner og nye produkttyper fra bankernes side for at omgå lovgivningen og bevare markedsandele.

Presset af udviklingen i den finansielle sektor, der førte til såvel sammenstød med regulerende myndigheder – og mellem regulerende myndigheder – som mange retssager, og som følge af manglende politisk evne til at få ny lovgivning gennemført, har de regulerende myndigheder specielt i de seneste 10 til 15 år gradvist ændret fortolkningen og administrationen af den finansielle lovgivning. Det har i praksis ført til,

at banker i et vist omfang har kunnet udføre ikke-bank finansielle aktiviteter. Som eksempler på en sådan reguleringsmæssig glidning kan nævnes, at sektion 20 i Glass-Steagall loven forhindrede, at bankholdingselskaber kunne eje enheder, der hovedsageligt udførte investeringsbankvirksomhed (principally engaged). Dette fortolkede Federal Reserve i 1987 således, at disse aktiviteter ikke måtte overstige 5 pct. af den pågældende enheds indtjening. Fra 1989 blev grænsen udvidet til 10 pct., og i 1996 blev den forhøjet til 25 pct., samtidig med at der skete en væsentlig lempelse af kravet om "fire walls" mellem banken og enheden. Tilsvarende har OCC videreførtolket en bestemmelse om, at *national banks* i byer med mindre end 5000 indbyggere kunne sælge forsikringer som forsikringsagent. OCC tillod *national banks* at sælge forsikringer via postordre – ikke blot inden for disse byer – men til hele nationen fra disse byer. Denne praksis blev i foråret 1996 godkendt af den amerikanske højesteret.

Når det ikke tidligere er lykkedes at gennemføre ny lovgivning, skyldes det bl.a. den store politiske indflydelse, som private lobbyister har i USA. De forskellige finansielle delsektorer har haft forskellige interesser, herunder ikke mindst i at bevare privilegier i forhold til andre delsektorer. Det enkelte medlem af Kongressen er specielt lydhør over for brancher, der er fremtrædende i vedkommendes hjemstat, og så sent som i efteråret 1998 var det et enkelt Kongresmedlem, der i sidste øjeblik spændte ben for det daværende forsøg på at liberalisere lovgivningen. Det endelige lovforslag i efteråret 1999 var således det første i de næsten 20 år, liberalisering er blevet forsøgt, som samtlige af de mest indflydelsesrige brancheorganisationer sluttede op om.

Presset på politikerne for at reformere lovgivningen blev øget væsentligt med annonceringen af sammenslutningen af forsikringsselskabet Travelers og forretningsbanken Citicorp i 1998 i den finansielle konglomerat Citigroup Inc. Sammenslutningen blev godkendt af Federal Reserve, dog således at Citigroup efter en overgangsperiode skulle ophøre med store dele af forsikringsvirksomheden. Citigroup vil med den nye lovgivning kunne fortsætte samtlige aktiviteter.

En af de større politiske knuder i de seneste års forhandlinger om ny finansiell lovgivning har ikke så meget været spørgsmålet om, hvorvidt banker, investeringsbanker og forsikringsselskaber skulle kunne fusionere eller ej, men derimod om det nye selskab skulle organiseres i en holdingselskabsstruktur eller en datterselskabsstruktur. Striden har udspundet sig for åbent tæppe mellem Federal Reserve og Finansministeriet. Centralbankchef Alan Greenspan udtalte så sent som sommeren 1999 under en høring i Kongressen, at han hellere så, at der ikke blev gennemført en ny finansiell lovgivning, end at resultatet blev øget mulighed

for at udføre ikke-bank aktiviteter direkte i et datterselskab under en bank. Omvendt har Finansministeriet gentagne gange gjort det klart, at Præsidenten ville nedlægge veto mod et lovforslag, der udelukkende byggede på en holdingselskabsstruktur. Striden havde formentlig – bortset fra saglige argumenter – en institutionspolitisk baggrund som følge af tilsynsstrukturen i USA med Federal Reserve som tilsynsmyndighed for holdingselskaber og Finansministeriets OCC for *national banks*. Sent på sommeren 1999 blev der indgået et kompromis mellem Federal Reserve og Finansministeriet om dette spørgsmål, hvilket er indeholdt i den nye lovgivning. Ifølge kompromiset vil bankerne selv kunne vælge organisationsstruktur, idet en datterselskabsstruktur dog vil være underlagt særlige begrænsninger og sikkerhedskrav.

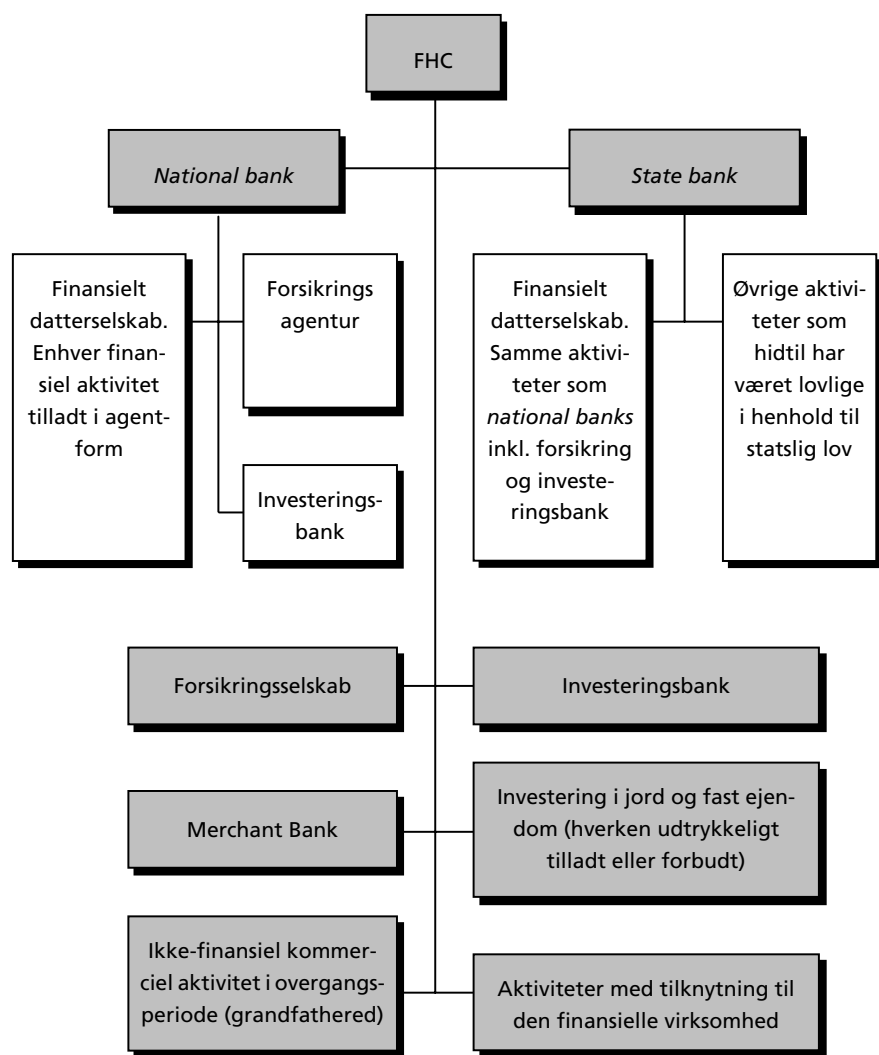
GRAMM-LEACH-BLILEY LOVEN

Et vigtigt formål med GLBA er at give mulighed for, at banker kan slutte sig sammen med andre finansielle institutioner under en fælles selskabsstruktur uden at udstrække det sikkerhedsnet, der er spændt ud under bankerne, til de øvrige finansielle grene inden for selskabet. Sikkerhedsnettet består af den føderale indskydergaranti samt adgangen til kredit via Federal Reserves "discount window" og til afvikling via Federal Reserves betalingssystem.

Finansielt holdingselskab

Den nye finansielle lovgivning giver først og fremmest mulighed for, at banker, investeringsbanker, forsikringsselskaber og andre finansielle institutioner kan slutte sig sammen under en holdingselskabsstruktur, et såkaldt "Financial Holding Company", FHC, hvor de forskellige finansielle aktiviteter udføres fra separate enheder, søsterselskaber, jf. figur 1. Dannelse af et FHC kan dels ske ved omdannelse af et eksisterende bankholdingselskab, dels ved at en ikke-bank finansiell institution – fx et forsikringsselskab eller en investeringsbank – omdannes til et FHC i forbindelse med sammenslutning med en bank i et holdingselskab.

Der skal indgives ansøgning til Federal Reserve om at blive et FHC, og for at kvalificere sig hertil må samtlige indskyderinstitutioner under holdingselskabet være og vedblive med at være "veldrevne" og "vel kapitaliserede". Der er tale om begreber, der var definerede allerede forud for den nye lov, og de dækker over henholdsvis en vurdering af bankledelsens kvalitet ved seneste banktilsyn og specifikke kapitalkrav. Herudover skal samtlige indskyderinstitutioner under et FHC have og vedblive med at have en tilfredsstillende "Community Reinvestment Act" (CRA) – karakter, for at holdingselskabet kan udnytte de nye muligheder i loven.



CRA er en lov fra 1977, der har til formål at sikre en fair udlånspolitik. Bankerne forpligtes til at udstrække kreditgivningen til lavindkomst- og minoritetsgrupper inden for deres område, og opfyldelsen heraf vurderes regelmæssigt af tilsynsmyndigheden.

Inden for rammerne af selskabskonstruktionen i et FHC vil der kunne udføres en fuld skala af aktiviteter, der kan betegnes som finansielle af natur. Disse aktiviteter er som udgangspunkt defineret ved en liste i loven. Der nævnes bl.a. udlån, forvaltning af midler samt andre bankaktiviteter, forsikringsvirksomhed, finansiel og økonomisk rådgivning eller servicering, herunder af investeringsforeninger, garantistillelse af, han-

del med og market making af obligationer og aktier, samt aktiviteter som Federal Reserve forud for loven havde givet bankholdingselskaber tilladelse til at engagere sig i såvel inden for som uden for USA. Et FHC må endvidere passivt investere i ikke-finansielle virksomheder – "merchant banking" – under forudsætning af, at ejerskabet ikke sker via en indskyderinstitution eller et datterselskab heraf, men via en selvstændig ikke-bankenhed.

Herudover kan Federal Reserve i forståelse med Finansministeriet løbende beslutte, at yderligere givne aktiviteter er finansielle af natur eller er tilknyttede til finansielle aktiviteter og dermed vil være tilladte for et FHC at engagere sig i. Der vil endvidere kunne tillades aktiviteter, som er komplementære til finansielle aktiviteter, så længe disse aktiviteter ikke udgør en faktisk risiko for indskyderinstitutioner eller det finansielle system som sådant. Lovgivningen tilsiger, at Federal Reserve og Finansministeriet udvider listen over tilladte aktiviteter i nødvendigt og passende omfang, således at et FHC vil kunne holde sig på højde med den konkurrencemæssige situation og den teknologiske udvikling.

Der vil generelt ikke være tilladelse til at have bestemmende indflydelse på en ikke-finansiel virksomhed inden for et FHC. Loven indeholder dog overgangsbestemmelser ("grandfathering")¹ for en periode på 10 år med mulighed for forlængelse i visse begrænsede tilfælde, hvor en ikke-bank finansiell institution, der indgår i et FHC, allerede forud for lovens tilblivelse havde et sådant engagement på lovlig vis. Det har været tilfældet for nogle investeringsbanker og forsikringselskabers vedkommende. Et krav i den forbindelse vil være, at holdingselskabet overvejende er engageret i finansielle aktiviteter, hvilket er defineret således, at 85 pct. af selskabets konsoliderede årlige bruttoindtjening – bortset fra indtjening i indskyderinstitutioner – skal hidrøre fra finansielle aktiviteter. Med den nye lov lukkes der i øvrigt samtidig for en eksisterende mulighed for, at kommercielle virksomheder kan engagere sig i bankvirksomhed ved at opkøbe sparekasser, såkaldte "Thriffs". Sådanne eksisterende "Unitary Thrift Holding Companies" får dog tilladelse til at fortsætte ("grandfathering").

Regulering og tilsyn

Den nye finansielle lovgivning har funktionel regulering som hovedprincip. Det betyder, at de enkelte operative enheder under et FHC vil blive

¹ Betegnelsen, direkte oversat "gøre til bedstefar", stammer fra tiden efter den amerikanske borgerkrig. Indtil 1915 opretholdt en række sydstaters begrænsninger i de farvedes valgret. Mænd, der havde gjort aktiv krigstjeneste under borgerkrigen, var dog undtaget, og denne undtagelse blev udstrakt til deres mandlige efterkommere i lige linje, så et barnebarn via "grandfathering" også havde valgret.

reguleret og underlagt tilsyn af den statslige eller føderale myndighed, som hidtil har haft tilsynsmyndigheden. OCC vil således regulere og føre tilsyn med *national banks* ejet af et FHC, statslige forsikringstilsyn vil regulere forsikringsselskaber, og "Securities and Exchange Commission", SEC, vil føre tilsyn med investeringsbankenheder under et FHC. Fra lovgiverside er det påpeget, at den funktionelle regulering udnytter den etablerede ekspertise hos de pågældende statslige og føderale myndigheder.

Federal Reserve er i lovgivningen givet rollen som "paraply" tilsynsmyndighed for et FHC. Federal Reserve vil imidlertid ikke kunne fastsætte kapitalkrav for funktionelt regulerede enheder, fx forsikringsselskaber. Federal Reserve skal samtidig i videst muligt omfang henholde sig til tilsyn og rapporter fra de relevante funktionelle regulerende myndigheder eller oplysninger fra holdingselskabet. Hvis der er begrundet mistanke om, at en funktionelt reguleret enhed er engageret i aktiviteter, der udgør en faktisk risiko for en tilknyttet indskyderinstitution, kan Federal Reserve dog gennemføre tilsyn. Federal Reserve kan begrænse transaktioner mellem en indskyderinstitution og andre enheder inden for holdingselskabet, ligesom der kan indsættes "fire walls".

Udenlandske banker

Som udgangspunkt vil udenlandske banker blive sidestillet med amerikanske banker ifølge GLBA. Udenlandske banker, der i henhold til "International Banking" loven fra 1978 er givet tilladelse til at engagere sig i ikke-bank finansielle aktiviteter i USA, vil have op til 2 år til at vælge, hvorvidt de vil ansøge om at blive behandlet som et FHC under tilsvarende betingelser som en amerikansk bank. Hvis den udenlandske bank ikke ansøger inden for tidsfristen, vil Federal Reserve efter eget skøn kunne anvende FHC-regler for den pågældende institution. Federal Reserve vil forlange, at bankafdelinger og lignende ("branch, agency, or commercial lending company") i USA af udenlandske banker, som er engageret i ikke-bank finansielle aktiviteter, opfylder tilsvarende ledelses- og kapitalkrav, som tilfældet er for et FHC. Federal Reserve vil samtidig have ret til at kontrollere forholdene mellem en sådan afdeling og andre amerikanske selskaber ejet af den pågældende udenlandske bank. Endelig udvides Federal Reserves eksaminationsret til at omfatte ethvert selskab i USA, som er ejet af en udenlandsk bank med et repræsentationskontor i USA.

Federal Reserve traf den 19. januar 2000 beslutning om et foreløbigt regelsæt vedrørende bedømmelse af udenlandske banker som "veldrevne" og "vel kapitaliserede" med henblik på at blive behandlet som et FHC. Det foreløbige regelsæt har givet anledning til nogen bekymring i kred-

sen af udenlandske banker i USA. Det skyldes dels, at det indeholder en test af den pågældende udenlandske banks gearing (leverage test), som mange banker ikke vil kunne opfylde, dels at der er et subjektivt kriterie, som kan give anledning til forskelsbehandling. Der synes herudover at være lagt op til en mere langsommelig godkendelsesproces for udenlandske banker, end tilfældet vil være for amerikanske banker.

Datterselskabsstruktur

Som nævnt betød kompromiset fra sommeren 1999 mellem Federal Reserve og Finansministeriet, at banker vil have en vis frihed til at vælge organisationsform. En *national bank* kan således som hovedprincip i den nye lovgivning via et separat datterselskab udføre de samme finansielle aktiviteter, som kan udføres inden for et FHC, dvs. aktiviteter som er finansielle af natur. Der er dog visse undtagelser, herunder tegning af forsikringer, investering i jord og fast ejendom samt – i mindst 5 år efter lovens ikrafttræden – "merchant banking". Det skal bemærkes, at det kun er for nationalt registrerede banker, at investering i jord og fast ejendom overhovedet er nævnt i lovgivningen, hvilket kan tolkes således, at dette implicit vil være tilladt for et FHC.

Loven indeholder i øvrigt en procedure for *national banks*, som er parallel til proceduren for et FHC vedrørende beslutning om, at yderligere givne aktiviteter er finansielle af natur eller tilknyttede hertil (men ikke komplementære), og som dermed vil være tilladte for en *national bank* at engagere sig i. I dette tilfælde er det imidlertid Finansministeriet, der er den godkendende myndighed efter forståelse med Federal Reserve.

For at en *national bank* kan udvide aktiviteterne via datterselskaber, skal banken og alle tilknyttede indskyderinstitutioner være "veldrevne", "velkapitaliserede" samt have en tilfredsstillende CRA karakter. Samlede konsoliderede aktiver af en *national banks* datterselskaber må desuden ikke overstige enten 45 pct. af bankens samlede konsoliderede aktiver eller 50 mia.dollar. *National banks*, der er blandt de 50 største, og som ønsker at drive et ikke-bank finansielt datterselskab, skal endvidere udstede langfristede obligationer, som skal kunne opnå en rating i en af de tre højeste kategorier ved et uafhængigt rating-bureau. Tilsvarende skal de følgende 50 banker opfylde dette kriterie eller andet kriterie fastsat i forening af Finansministeriet og Federal Reserve. Kravet om rating af udestående gæld skal ses på baggrund af diskussionen om større vægt på markedsvurderinger i forbindelse med tilsyn med finansielle institutioner. Det er OCC, der som hidtil har det overordnede tilsyn med *national banks*. OCCs rolle som regulerende og tilsynsmyndighed for *national banks* ifølge GLBA afspejler i øvrigt Federal Reserves rolle for holdingselskaber.

Med den nye lovgivning vil statsligt registrerede banker, der er forsikrede i FDIC, tilsvarende via datterselskaber kunne udføre samme aktiviteter som nationalt registrerede banker på samme betingelser. *State banks* vil herudover i datterselskaber kunne fortsætte med aktiviteter, som hidtil har været lovlige i henhold til den pågældende stats lovgivning, selvom aktiviteten ligger uden for rammerne af GLBA ("grandfathering"). Der er bl.a. tale om, at nogle stater tillader investering i jord og fast ejendom. Der er ikke noget eksplicit krav i loven om, at *state banks* skal udstede langfristet gæld med en bestemt rating. Der er formentlig her tale om en skrivefejl i loven, idet Chase Manhattan Bank, der er en *state bank*, dermed ikke skal udstede langfristet gæld, selvom det er en af de absolut største banker i USA.

Beskyttelse af kundeoplysninger

Blandt en lang række af øvrige bestemmelser i GLBA kan det nævnes, at beskyttelse af private oplysninger har været et vigtigt led i det seneste års forhandlinger om en ny lov. GLBA indskrænker således muligheden for at udveksle personlige oplysninger om kunder med tredjeparter. Kunden skal gøres opmærksom på den finansielle institutions politik på området og have haft mulighed for at sige fra over for udveksling af kundeoplysninger. Der er i loven givet mulighed for, at de enkelte stater kan gennemføre yderligere, strammere beskyttelse af personlige oplysninger.

KOMMENTARER TIL DEN NYE LOVGIVNING

Gramm-Leach-Bliley loven har en karensperiode på 120 dage fra lovens ikrafttræden, før de nye muligheder for sammenslutning kan udnyttes. Det er den generelle forventning blandt iagttagere, at loven vil føre til sammenlægninger mellem banker, forsikringsselskaber og investeringsbanker til finansielle konglomerater i stil med dannelsen af Citigroup. Nogle forventer en udvikling mod en struktur af den finansielle sektor, hvor der vil være nogle meget store finansielle konglomerater, formentlig multinationale, og mange små finansielle niche-institutioner, mens der ikke vil være plads til mellemstore finansielle institutioner.

Den funktionelle regulering i loven er udtryk for, at man politisk ikke har kunnet blive enige om en reguleringsstruktur med færre strenge. Loven lægger således op til nye grænseafprøvninger mellem de forskellige regulerende myndigheder. Et eksempel kan være et holdingselskab, der ejer en *national bank*, der igen ejer en investeringsbank. I dette tilfælde kan Federal Reserve som paraply-tilsynsmyndighed som udgangspunkt hverken henvende sig i investeringsbanken eller i den pågælden-

de *national bank* for at få oplysninger om investeringsbanken. Federal Reserve skal holde sig til holdingselskabet eller de funktionelle tilsynsmyndigheder, hvilket vil sige OCC for *national banks* vedkommende og SEC for investeringsbankens vedkommende. Der er dog en undtagelse, hvis Federal Reserve skønner, at investeringsbanken udgør en faktisk risiko for holdingselskabets *national bank* eller en anden indskyderinstitution under holdingselskabet, i hvilket tilfælde Federal Reserve vil kunne gå uden om de funktionelle tilsynsmyndigheder. Det forventes således at blive Federal Reserve, der hen ad vejen vil udstikke rammerne for samarbejdet mellem de regulerende myndigheder.

GLBA hilses velkommen fra alle sider, men karakteriseres samtidig mere som et forsøg på at bringe lovgivningen på højde med den faktiske udvikling i den finansielle sektor end som en egentlig fremadskuende ramme for sektoren. Udviklingen i den finansielle sektor forventes at tage endnu mere fart med den stigende globalisering og specielt udnyttelsen af mulighederne ved Internettet. Det vil hurtigt kunne lægge fornyet pres på rammerne i loven. Det gælder ikke mindst spørgsmålet om sammenblanding af kommerciel og finansiell virksomhed, hvilket der fra lovgiverside er givet klart udtryk for ikke skal være tilladt. Alligevel forventes det inden for lovens rammer på længere sigt at blive muligt for banker at købe kommercielle virksomheder. Denne udvikling vil bl.a. afhænge af, hvorledes Federal Reserve og Finansministeriet vil administrere mulighederne for at udvide aktiviteterne ifølge loven, herunder vedrørende aktiviteter, der er "tilknyttede" eller "komplementære" til finansielle aktiviteter. De seneste års erfaringer med liberalisering fra de regulerende myndigheders side kunne pege på en trinvis fremgangsmåde, og man kan faktisk allerede nu ane konturerne af de figenblade, der vil kunne anvendes til dække for en sådan brancheglidning.

Demografi og vækst i Danmark

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Med udgangspunkt i Danmarks Statistiks seneste befolkningsprognose sættes fokus på befolkningsudviklingen i Danmark de kommende 40 år, og de afledte konsekvenser for den økonomiske vækst og de offentlige finanser analyseres. Emnet har gennem de seneste år været behandlet af flere, bl.a. Finans- og Økonomiministeriet samt Det Økonomiske Råd.

Det konkluderes, at når det gælder arbejdsudbuddet står Danmark over for to vendepunkter. De seneste 50 år er befolkningstallet i de erhvervsaktive aldersklasser vokset med 0,5 pct. p.a. svarende til 800.000 personer akkumuleret. De næste 40 år vil der ingen vækst være overhovedet. Udover stigende folketal har de seneste årtier været kendetegnet ved en kraftig opgang i kvindernes erhvervsfrekvens, der nu er tæt på mændenes bortset fra i de ældre aldersklasser. Selv om det skulle lykkes at få en yderligere opgang i de aldersbetingede erhvervsfrekvenser fra et internationalt set allerede højt niveau fx via senere tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet, skånejobs og lignende er potentialet realistisk set langt mindre end hidtil.

Ovenstående betyder, at de seneste 50 års underliggende opgang i arbejdsudbuddet nu ophører. Gennemførelse af kortere arbejdstid og tidligere tilbagetrækningsalder vil derfor slå direkte ud i arbejdsindsatsen i økonomien. Såfremt den materielle velfærd og det offentlige serviceniveau skal sikres, er der ikke basis for fortsat afkortning af arbejdstiden i samme tempo som gennem de seneste årtier. Det er i den sammenhæng en væsentlig erkendelse, at arbejdsudbuddet på sigt er afgørende for niveauet for beskæftigelse, produktion og indkomst og dermed den materielle velfærd.

Stagnationen i tilgangen til arbejdsstyrken falder sammen med en kraftig forskydning i befolkningens alderssammensætning over mod flere ældre og dermed opgang i den såkaldte forsørgerbyrde. Mens der i 1950 var 5 beskæftigede for hver person over 60 år, er tallet i dag 3, og det falder yderligere til 2 i år 2040. Særligt gruppen af meget gamle,

dvs. 80 år og ældre, vil vokse markant. Da disse aldersklasser er relativt udgiftstunge, vil det sætte de offentlige budgetter under pres.

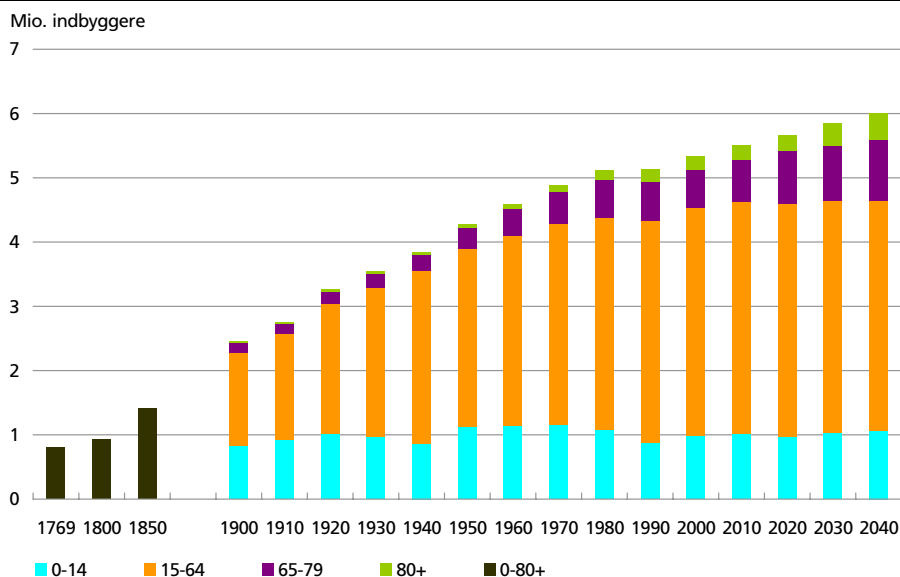
Ovenstående konklusioner ændres ikke af, at en analyse viser, at den økonomiske vækst i helt overvejende grad er trukket af produktivitetsstigninger som følge af tekniske fremskridt. Selv om der muligvis må forudses en vis opbremsning i produktivitsfremskridtene, er det sandsynligt, at det reale bruttonationalprodukt som minimum vil fordobles de næste 40 år. Et stigende nationalprodukt løser imidlertid ikke i sig selv problemerne for de offentlige budgetter som følge af den demografisk betingede forøgelse i forsørgerbyrden. Det skyldes, at både overførsler og offentlige lønninger i Danmark følger lønudviklingen på det private område, således at øget produktivitet godt nok gør alle rigere, men ikke automatisk øger råderummet for de offentlige finanser. Yderligere nedsættelse af arbejdstiden vil kræve et højere skattetryk ved uændret omfang af offentlig service.

DEN DEMOGRAFISKE UDVIKLING

Folketallet i Danmark har været voksende historisk, jf. figur 1, men vækstraten har været aftagende, og den kom tæt på nul fra midten af 1970'erne. Lavpunktet var 1983 med kun 51.000 levendefødte i en årgang. I 1990'erne har der på ny været en vis opgang i fertiliteten, men den danske befolkning er stadig ikke i stand til at reproducere sig selv.

FOLKETALLET I DANMARK

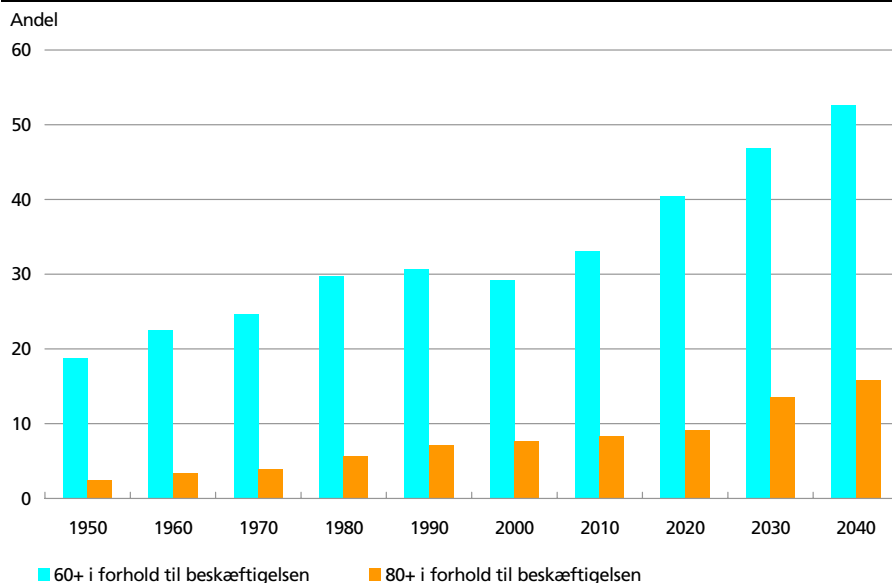
Figur 1



Anm.: Folketallet i år 1900 og 1910 er ekskl. Sønderjylland. Dette ændrer dog ikke den langsigtede profil.

ÆLDREBYRDE

Figur 2

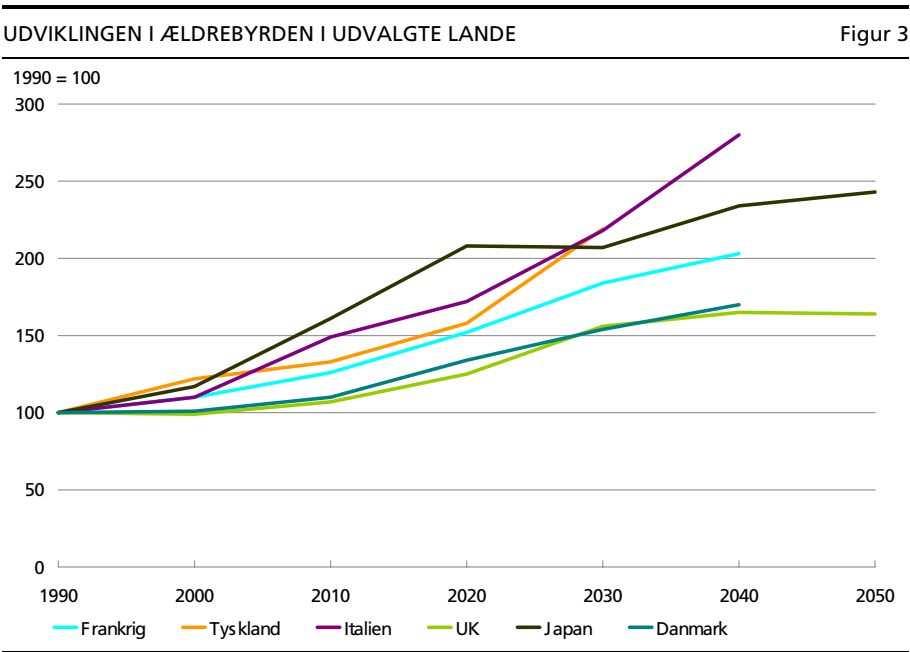


Det såkaldte nettoreproduktionstal¹, der er bestemmende for befolkningsudviklingen på langt sigt, er kun på ca. 850, hvor 1.000 er nødvendigt for at stabilisere befolkningstallet. Når folketallet alligevel skønnes at vokse de kommende 40 år, skyldes det hovedsagelig forventning om en positiv nettoindvandring i Danmarks Statistiks prognose.

Perioden efter 2. verdenskrig har ud over stigende folketal været kendetegnet ved en stigende ældrebyrde, jf. figur 2. Andelen af befolkningen over 60 år er vokset fra at udgøre 20 pct. af de beskæftigede til i dag 30 pct. Stigningen i ældrebyrden de kommende årtier er således ikke noget nyt fænomen, men fortsættelse af en kendt udvikling i forstærket grad. De seneste 50 år er stigningen i ældrebyrden blevet kompenseret af et tilsvarende fald i andelen i aldersklasserne 0-24 år, således at andelen af 25-59 årige, der udgør kernegrundlaget for arbejdsstyrken, har været uændret lige under 50 pct. Dette vil ændre sig fremover.

Stigende ældrebyrde er et fænomen, som i varierende grad vil ramme alle industrilande de kommende årtier. Faktisk synes Danmark sammen med UK at være blandt de lande, hvor udviklingen er mindst voldsom, jf. figur 3. Forklaringen skal søges i, at mens de fleste industrilande har oplevet et dyk i fertiliteten, er det ikke alle, der, som Danmark, har haft en fornyet opgang.

¹ Nettoreproduktionstallet angiver, hvor mange piger en tænkt bestand på 1.000 nyfødte piger vil føde, såfremt disse føder i overensstemmelse med de aldersbetingede fertilitetskvotienter og dør efter en given overlevelsestale.



Figur 3 viser kun den relative udvikling, så man skal være opmærksom på, at niveauerne kan være forskellige.

Stigningen i folketallet har sammen med opgangen i kvindernes erhvervsfrekvens betydet en stigning i arbejdsstyrken fra 2,0 mio. i 1950 til 2,8 mio. i dag. Denne opgang er imidlertid blevet mere end opvejet af en kraftig reduktion i arbejdstiden – fra typisk 2.200 timer pr. år i 1950 til under 1.500 timer i dag, når der tages hensyn til deltidsarbejde. Resultatet har været en nedgang i antallet af udførte arbejdstimer i økonomien på godt 10 pct. de seneste 50 år. Tabel 1 viser en dekomponering af ændringen i antallet af udførte arbejdstimer på forklarende faktorer.

DEKOMPONERING AF ÆNDRING I ANTAL UDFØRTE ARBEJDESTIMER			Tabel 1
Pct.	1948-1999	2000-2040	
Ændring i antallet af udførte arbejdstimer .	-11	?	
Heraf bidrag fra:			
Gennemsnitlig arbejdstid	-40	?	
Demografi	22	-2	
Erhvervsdeltagelse	11	-2	
Ledighed	-4	0	

FREMSKRIVNING AF TIMEINDSATSEN I ØKONOMIEN

Danmarks Statistik udarbejder årligt en prognose over befolkningsudviklingen. De centrale forudsætninger bag prognosen er fertilitet, dødelighed samt nettoindvandring.

Den mest stabile af størrelserne er dødeligheden. Den forventede levetid er dog blevet forøget i de seneste prognoser bortset fra den allersidste, hvilket har skærpet ældreproblematikken.

Af befolkningen om 40 år er kun ca. halvdelen allerede født. Udviklingen i fertiliteten er således også afgørende – og på langt sigt den helt afgørende faktor. De aktuelle problemer med pres på daginstitutioner og klassekvotienter er i et vist omfang et forbigående fænomen, som afspejler en demografisk pukkel som følge af børnene af de relativt store fødselsårge fra den første del af 1960'erne.

Den største usikkerhedsfaktor knytter sig til nettoindvandringen, der i en årrække har ligget på ca. 12.000 personer pr. år, men som i den seneste prognose fra Danmarks Statistik er forhøjet til 15.000. Disse tal kan ses i forhold til antal levendefødte i en årgang, dvs. ca. 65.000 p.t., og indvandringen giver således et ikke helt ubetydeligt bidrag. Folk med en indvandrerbaggrund kommer til at udgøre en stigende del af rekruteringsgrundlaget for arbejdsstyrken fremover.

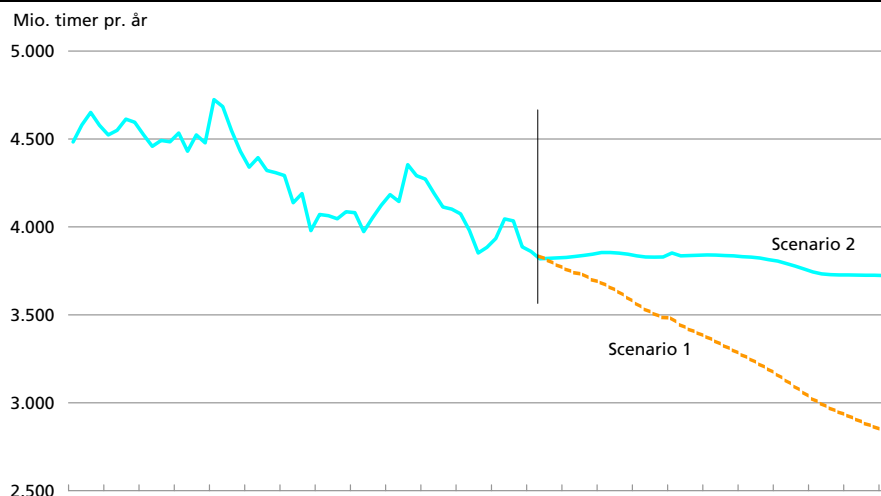
Det er værd at understrege, at befolkningsprognosens følsomhed over for de centrale forudsætninger er ganske stor på 40 års sigt, hvilket bl.a. kan ses ved at sammenholde de seneste års prognoser fra Danmarks Statistik. Pensionisternes andel af befolkningen i de forskellige prognoser har eksempelvis varieret ganske meget.

Med baggrund i befolkningsprognosen fra december 1999 er der lavet en fremskrivning af den potentielle fremtidige timeindsats i økonomien. Dette kræver ud over befolkningstal skøn på erhvervsfrekvens, arbejdsløshedsprocent samt antal arbejdstimer pr. år pr. beskæftiget. Arbejdsløsheden er sat til 5 pct. i hele perioden, og de aldersbetingede erhvervsfrekvenser er forudsat uændrede. Dette bevirker et fald i den gennemsnitlige erhvervsfrekvens på ca. 2,5 til 76 som følge af forskydningen over mod flere ældre, der har lavere erhvervsfrekvens end de yngre. Bl.a. ændringen af efterlønsordningen samt afskaffelse af overgangsydelsen vil givet virke mod at hæve erhvervsfrekvenserne blandt de ældre i de erhvervsaktive aldersklasser. På den anden side vil det virke i modsat retning, at mange af de kommende ældre i kraft af private pensionsopsparinger har råd til at trække sig tilbage tidligere.

Den største usikkerhed knytter sig til antallet af præsterede arbejdstimer pr. år pr. beskæftiget. Der er opstillet to scenarier. I det første for-

ANTAL UDFØRTE ARBEJDESTIMER PR. ÅR I HELE ØKONOMIEN

Figur 4



udsættes arbejdstiden at fortsætte med at falde i samme takt som gennemsnittet over de seneste 50 år. Den samlede arbejdstid når herved ned på 1.100 timer i år 2040. Det svarer til fx en 4-dages uge af 7 timer pr. dag samt 10 ugers årlig ferie udover de sædvanlige helligdage. Dette må vel nærmest betegnes som et fritidssamfund, og en sådan udvikling er sandsynligvis ikke realistisk.

Alternativt er opstillet et "arbejdsscenario", hvor der kun regnes med indførsel af den 6. ferieuge og ellers uændret arbejdstid. Derved sker der et fald i timeindsatsen på i alt 7 pct. over de kommende 40 år. De to scenarier er vist i figur 4.

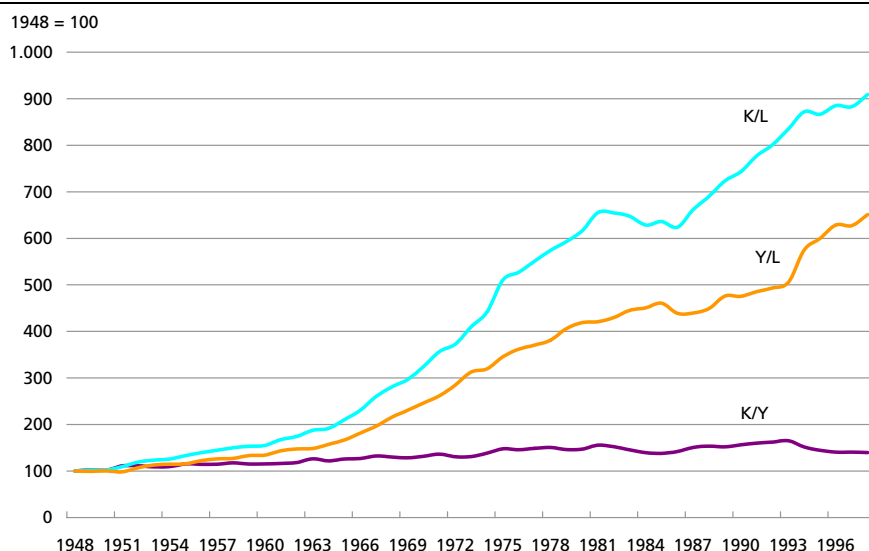
Hvis arbejdstiden nedsættes yderligere, kan det tænkes, at der åbnes op for, at folk i højere grad end i dag tager to jobs og dermed modererer nedgangen i arbejdsudbuddet i timer. Denne mulighed er der ikke taget hensyn til i fremskrivningerne.

ARBEJDSINDSATS OG ØKONOMISK VÆKST

For at få en ide om befolkningsudviklingens konsekvens for den økonomiske vækst betragtes indledningsvis forløbet de seneste 50 år. Ved analyse af økonomisk vækst under anvendelse af en traditionel neoklassisk samfundsproduktionsfunktion er det nødvendigt at indskrænke synsvinklen fra hele økonomien til fx fremstillingssektoren, der udgør ca.

DE CENTRALE KVOTER, FREMSTILLINGSSEKTOREN

Figur 5



Anm.: Se boksen for definitioner.

20 pct. af økonomien¹. Denne andel har været stort set konstant over perioden.

Figur 5 viser de centrale kvoter for fremstillingssektoren, hvor K er værdien af kapitalapparatet i faste priser, Y det reale BFI og L timeindsatsen. Der ses en kraftig stigning i K/L (Capital-labour ratio) og Y/L (timeproduktivitet) forholdene, mens K/Y (Capital-output ratio) forholdet kun har været svagt stigende. Dette mønster genfindes i alle industrilande og alle sektorer.

I tabel 2 er vist en dekomponering af væksten i BFI i faste priser i fremstillingssektoren, jf. boksen. Dekomponeringen giver en ide om de forskellige produktionsfaktors direkte betydning for væksten i fremstillingssektoren. Den årlige vækst i BFI i faste priser i perioden 1960 til i dag har været på 3,0 pct. Denne vækst forklares fuldt ud af stigende produktivitet som følge af tekniske fremskridt og øget humankapital. Timeindsatsen har været faldende og dermed givet et negativt vækstbidrag, som imidlertid opvejes af en stigende indsats af kapital.

¹ At synsvinklen må indskrænkes fra hele økonomien til sektorniveau ved anvendelse af samfundsproduktionsfunktioner skyldes bl.a. den måde værdien af den offentlige sektors produktion opgøres på i nationalregnskabet, nemlig som værdien af input. Produktivitsberegninger med udgangspunkt i nationalregnskabet bliver derved meningsløse for denne sektor. Når fremstilling, service og landbrug behandles separat her, skyldes det, at der er systematisk forskel i produktivitsudviklingen disse sektorer imellem.

DEKOMPONERING AF EN NEOKLASSISK SAMFUNDSPRODUKTIONSFUNKTION

Boks

I en generel produktionsfunktion af formen $Y = F(K, L, T)$ opfattes produktionen i faste priser (Y) som resultat af indsatsen af de to produktionsfaktorer, kapital i faste priser (K) og antallet af leverede arbejdstimer (L). T er den totale faktorproduktivitet, der kan opfattes som den stigning i produktionen over tid, der er mulig uden ændret resourceanvendelse dvs. for uændret K og L . Tekniske fremskridt samt stigning i humankapital slår således ud i T og ikke i K eller L .

Ved at lægge den restriktion på funktionen, at der er konstant skalaafkast (constant return to scale), dvs. proportionalitet mellem K, L og Y , samt at de tekniske fremskridt er "disembodied", dvs. ikke kræver nyinvesteringer, kan der foretages en såkaldt Solow vækstdekomponering for at få en ide om de enkelte produktionsfaktoreres betydning for væksten. Dekomponeringen tager udgangspunkt i følgende sammenhæng, hvor der yderligere er forudsat profitmaksimerende agenter under fuldkommen konkurrence:

$$1) \quad dY/Y = p \cdot dK/K + (1-p) \cdot dL/L + dT/T$$

Y = Det reale BNP

K = Kapitalapparatet i faste priser

L = Arbejdsindsats i totale timer pr. år

T = Totale faktorproduktivitet som følge af tekniske fremskridt og stigning i humankapital

p = Outputs kapitalelasticitet. Denne vil være lig profitkvoten under fuldkommen konkurrence med profitmaksimerende agenter, og er her sat til 0,25. $(1-p)$ er lønkvoten.

d foran en variabel angiver differentialkvotienten med hensyn til tiden.

Normeres L ud i ligning 1) fås:

$$2) \quad dy/y = p \cdot dk/k + dT/T$$

hvor

$y = Y/L$ og

$k = K/L$

Ligning 2) udtrykker, at væksten i output pr. time (dvs. timeproduktiviteten) kan dekomponeres i to bestanddele, nemlig ændring i kapitalintensitet (capital deepening) og (Hick's) tekniske fremskridt.

Tabellen må ikke tolkes derhen, at investeringer og arbejdsindsats er af underordnet betydning i vækstprocessen. Det er netop gennem nyinvesteringer og opkvalificering af arbejdsstyrken, at de tekniske fremskridt materialiserer sig, dvs. disse er ikke i praksis "disembodied" som defineret i boksen.

VÆKSTDEKOMPONERING AF DEN DANSKE FREMSTILLINGSSEKTOR Tabel 2

Vækstrate, pct. p.a.	dY/Y	0,25*dK/K	0,75*dL/L	dT/T
1950-1960	3,0	1,1	0,0	1,9
1960-1970	5,3	1,7	-0,7	4,3
1970-1980	2,8	1,0	-1,9	3,7
1980-1990	1,3	0,5	0,0	0,8
1990-1999	2,6	0,3	-1,0	3,3
1960-1999	3,0	0,9	-0,9	3,0

Anm.: Se boksen med hensyn til definition af variable. Tabellen angiver årlig vækst fra startår til slutår.

Tabel 3 viser en tilsvarende dekomponering af væksten i timeproduktiviteten (Y/L). Som det fremgår af sidste kolonne, forklarer de tekniske fremskridt ca. trefjerdedele af væksten i timeproduktiviteten på i gennemsnit 4,2 pct. p.a. gennem de seneste 40 år.

I et appendiks er foretaget en tilsvarende vækstdekomponering af henholdsvis landbrugssektoren og servicesektoren. Resultaterne er næppe overraskende. Produktivitsfremskridtene i landbrugssektoren har været større end i fremstilling, mens servicefagernes har været mindre. Mere overraskende er det måske, at den del af væksten i arbejdsproduktiviteten, der forklares af henholdsvis tekniske fremskridt og stigende kapitalintensitet, er stort set ens for alle tre sektorer. Der spores ingen trendmæssig udvikling i væksten i de tekniske fremskridt over den betragtede periode for service og landbrug, mens de i fremstilling synes at have ligget en smule lavere i sidste del af perioden.

I dekomponeringerne forudsættes konstant skalaafkast, dvs. proportionalitet mellem stigninger i K, L og Y. Dette er kun en approksimation. Gennem de seneste 50 år er der sket en rationalisering af produktionsprocessen, hvorved der er høstet betydelige stordriftsfordele. Noget af det, der registreres som et teknisk fremskridt, er således i virkeligheden en rationaliseringsgevinst. Sådanne gevinster har i højere grad engangskaraktter sammenlignet med egentlige tekniske fremskridt. Man kan fx kun fusionere mejerierne en gang.

DEKOMPONERING AF TIMEPRODUKTIVITET, FREMSTILLING Tabel 3

Vækstrate, pct. p.a.	dy/y	0,25*dk/k	dT/T	Pct.
1950-1960	3,2	1,3	1,9	59
1960-1970	6,2	1,9	4,3	69
1970-1980	5,3	1,6	3,7	70
1980-1990	1,3	0,5	0,8	63
1990-1999	3,9	0,6	3,3	85
1960-1999	4,2	1,2	3,0	71

Anm.: Sidste kolonne angiver hvor stor en procentdel af væksten i timeproduktiviteten, der forklares af tekniske fremskridt.

FREMSKRIVNING AF DEN ØKONOMISKE VÆKST, HELE ØKONOMIEN				Tabel 4
Vækstrate, pct. p.a.	dY/Y	0,25*dK/K	0,75*dL/L	dT/T
1999-2040 I	1,6	0,5	-0,9	2,0
1999-2040 II	2,4	0,5	-0,1	2,0

Kapitalakkumulationen, og dermed K i produktionsfunktionen, er afhængig af den præsterede opsparing i økonomien, hvis betalingsbalancen er nogenlunde uændret som andel af produktionen. Tendensen imod flere ældre i befolkningen vil normalt sænke den samfundsmæssige opsparing. Den private opsparing vil falde som følge af færre i aldersklassen 30-60 år, der står for den overvejende del af opsparingen, mens personer over 60 år typisk nedsparer, jf. den sædvanlige life-cycle tankegang. De ældre er samtidig mere pasningskrævende end de yngre, hvilket vil presse de offentlige udgifter op og dermed alt andet lige sænke den offentlige opsparing. Da tendensen mod flere ældre er den samme i alle industrilande og lavere opsparing dermed et internationalt fænomen, kan det presse realrenten i vejret. Dette vil reducere investeringsniveauet og dermed kapitalakkumuleringen med potentielt negative konsekvenser for produktivitsudvikling og i sidste ende den økonomiske vækst.

Ovenstående analyse kan anvendes til at lave et groft skøn på den fremtidige vækst for hvert af de to scenarier i figur 4. Selv med konservative forudsætninger for kapitalakkumulation, arbejdsindsats samt udvikling i produktivitet er det realistisk, at den reale bruttofaktorindkomst som minimum fordobles de kommende 40 år. Med en årlig vækst på 2,0 pct. p.a. er fordoblingstiden 35 år. En lang række nye teknikker, der endnu kun er i støbeskeen, fx inden for genteknologi og IT-området, har potentialet til at gøre dette skøn til skamme og bevirke en stærkere vækst. Det er således næppe med hensyn til den økonomiske vækst i almindelighed, at den demografiske udvikling giver anledning til bekymring. Problemet ligger et andet sted.

VÆKST, DEMOGRAFI OG OFFENTLIGE FINANSER

I Danmark følger udviklingen i overførselsindkomster og de offentlige lønninger udviklingen på det private område. Derved spredes produktivitsgevinster i den private sektor ud til hele befolkningen, og det undgås, at der opstår stigende ulighed mellem de forskellige grupper. En afledt konsekvens af dette er imidlertid, at økonomisk vækst ikke i sig selv løser den offentlige sektors finansieringsproblem som følge af en øget ældrebyrde. Det centrale problem i forbindelse med den demogra-

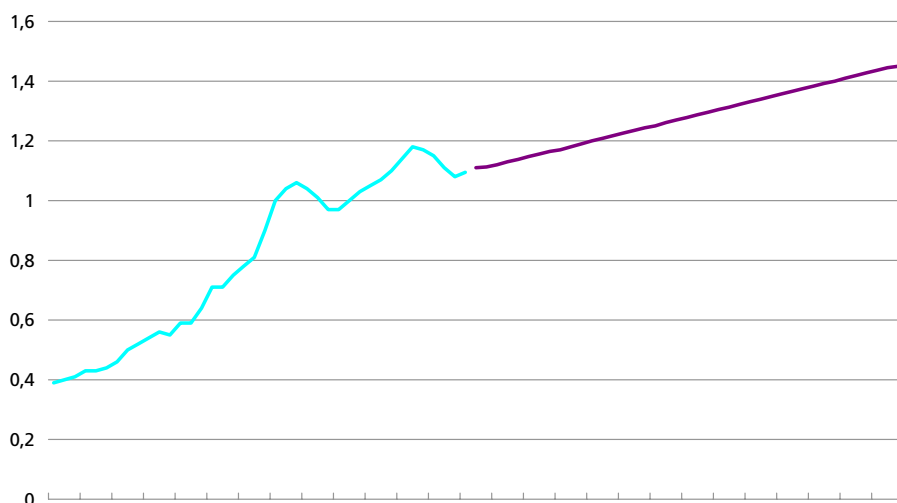
fiske udvikling er således af omfordelingsmæssig karakter, snarere end det er et problem for den generelle økonomiske vækst.

Finansministeriet definerer, hvad der betegnes "finansieringsbrøken", som antallet af ansatte i den offentlige sektor plus antal overførselsmodtagere i forhold til antal ansatte i den private sektor. Ved budgetbalance vil denne brøk korrelere tæt med skattetrykket, så længe brugerbetaling kun er af et mindre omfang. Finansieringsbrøken og dermed andelen af bruttonationalproduktet, der skal omfordes via skatten, er steget markant siden 1960, jf. figur 6, og den vil med stor sandsynlighed stige yderligere de kommende årtier. I figuren er vist en mulig udvikling under hensyntagen til den demografiske udvikling. Der er langt fra tale om noget "worst case" scenario, snarere tværtimod. Såfremt arbejdstiden nedsættes yderligere, og såfremt den offentlige sektor i givet fald kompenseres helt eller delvis i form af flere ansatte, vil væksten i finansieringsbrøken blive markant højere.

En mangel ved finansieringsbrøken som defineret her er den manglende hensyntagen til rentebetalinger på den offentlige gæld. Der er i dag et ekstraordinært pres på de offentlige udgifter som følge af, at staten, mens de store årgange var erhvervsaktive, stiftede gæld i stedet for at konsolidere sig. En fastholdelse af det aktuelle overskud på de offentlige budgetter kan således mindske de fremtidige demografisk betingede problemer for de offentlige finanser.

FINANSIERINGSBRØK

Figur 6



Anm.: Finansieringsbrøken er defineret som antal af offentligt ansatte plus antal på overførselsindkomst. Denne sum divideres med antal ansatte i den private sektor.

Som alternativ til et stigende skattetryk til finansiering af den øgede ældrebyrde kan der peges på en række muligheder: Nedbringelse af eller helt afvikling af den offentlige gæld vil øge råderummet på de offentlige budgetter for givet skattetryk som følge af lavere rente- og afdragsbetalinger. Det samme vil være tilfældet, såfremt antallet af overførselsmodtagere i de erhvervsaktive aldersgrupper kan sænkes, hvorved de aldersbetingede erhvervsfrekvenser stiger. Dette kan i de ældre aldersklasser også opnås ved senere tilbagetrækningsalder. Endelig vil produktivitetsstigninger inden for den offentlige sektor lette presset på finansieringskilderne. Øget brugerbetaling kan på udvalgte områder mindske borgernes efterspørgsel efter offentlige ydelser og dermed lægge en dæmper på skattetrykket.

En generel nedsættelse af arbejdstiden, der, som nævnt, ikke er indregnet i figur 6, vil som yderpunkt have indflydelse på finansieringsbrøken på en af to måder: Enten sænkes antallet af udførte arbejdstimer i det offentlige tilsvarende, hvilket giver uændret udgifts- og skattetryk, men lavere service, eller også kompenseres det offentlige ved at ansætte flere, hvilket betyder uændret service, men højere udgifts- og skattetryk. Yderligere nedsættelse af arbejdstiden skærper således dilemmaet mellem offentlig service og skattetryk, ligesom det risikerer at hæmme den private sektors muligheder for at skaffe kvalificeret arbejdskraft med løninflation til følge.

Konklusionen er, at en helt central udfordring i de kommende årtier bliver at opnå forståelse i befolkningen for, at hvis den materielle velfærd og det offentlige serviceniveau skal sikres, så må forventningerne til en fortsat afkortelse af arbejdstiden modereres. Den enkeltes valg mellem at blive på arbejdsmarkedet eller trække sig tilbage og det mere kollektive valg af arbejdsårets længde har store konsekvenser for samfundsøkonomien og skattetrykket, og er ikke blot et privatøkonomisk spørgsmål om at veksle privatforbrug med mere fritid eller give en arbejdsløs mulighed for et job. Det vil i det perspektiv være ønskeligt, om den enkelte tilskyndes til at blive længere på arbejdsmarkedet. Faldende arbejdsudbud har væsentlige samfundsøkonomiske implikationer, specielt i den danske model med overvejende skattefinansierede offentlige ydelser, idet skattegrundlaget udhules.

APPENDIKS

Dekomponering af vækst og timeproduktivitet i landbrugs- og service-sektoren.

VÆKST DEKOMPONERING AF LANDBRUGSSEKTOREN

Tabel 5

Vækstrate, pct. p.a.	dY/Y	0,25*dK/K	0,75*dL/L	dT/T
1950-1960	2,4	0,4	-1,6	3,6
1960-1970	2,0	0,7	-4,0	5,3
1970-1980	0,7	0,8	-3,5	3,4
1980-1990	4,0	-0,1	-2,5	6,6
1990-1999	2,4	-0,1	-2,4	4,9
1960-1999	2,1	1,3	-4,4	5,2

DEKOMPONERING AF TIMEPRODUKTIVITET, LANDBRUG

Tabel 6

Vækstrate, pct. p.a.	dy/y	0,25*dk/k	dT/T	Pct.
1950-1960	4,6	1,0	3,6	78
1960-1970	7,4	2,1	5,3	72
1970-1980	5,4	2,0	3,4	63
1980-1990	7,3	0,7	6,6	90
1990-1999	5,7	0,8	4,9	86
1960-1999	6,7	1,5	5,2	78

VÆKST DEKOMPONERING AF SERVICESEKTOREN

Tabel 7

Vækstrate, pct. p.a.	dY/Y	0,25*dK/K	0,75*dL/L	dT/T
1950-1960	3,3	1,1	0,1	2,1
1960-1970	3,6	1,1	0,0	2,5
1970-1980	1,7	0,7	-0,7	1,7
1980-1990	2,8	0,6	0,4	1,8
1990-1999	2,9	0,5	0,3	2,1
1960-1999	3,0	0,8	0,0	2,2

DEKOMPONERING AF TIMEPRODUKTIVITET, SERVICESEKTOREN

Tabel 8

Vækstrate, pct. p.a.	dy/y	0,25*dk/k	dT/T	Pct.
1950-1960	3,1	1,0	2,1	68
1960-1970	3,6	1,1	2,5	69
1970-1980	2,6	0,9	1,7	65
1980-1990	2,3	0,5	1,8	78
1990-1999	2,5	0,4	2,1	84
1960-1999	3,0	0,8	2,2	73

Euroen og Danmark

Bodil Nyboe Andersens tale i British Import Union den 18. januar 2000

BAGGRUNDEN FOR DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UNION

Den 1. januar 1999 indførte 11 EU-lande euroen som fælles valuta. Så euroen har nu i et år været en realitet, selv om den endnu ikke findes i form af sedler og mønter.

Det tog EU mange år at nå så langt. Men ideen om at have en fælles valuta udspringer af den oprindelige ide med at skabe Fællesmarkedet, som man kaldte det i 1957. Ideen var helt enkelt at skabe et stort europæisk hjemmemarked til støtte for væksten og udviklingen i Europa.

Man startede med at afskaffe told og handelsrestriktioner mellem de deltagende lande, og det var i sig selv et betydningsfuldt skridt i efterkrigstidens Europa.

I 1980'erne tog man så fat på de såkaldte tekniske handelshindringer. Med gennemførelsen af det indre marked blev der sat gang i harmoniseringen af myndighedernes produktkrav. Selv om sådanne krav ofte var begrundet i sundheds- eller sikkerhedsmæssige forhold, kunne de i praksis også være handelshindringer.

Herefter manglede der kun indførelsen af en fælles valuta, for at man havde et europæisk hjemmemarked, et "fællesmarked".

Ideen om en fælles valuta – en valutaunion – var fremme allerede i 1970'erne uden at blive til noget. Men i midtfirserne var der større politisk vilje bag ideerne. Man nedsatte den såkaldte Delorskomite i 1988. Komiteen bestod ud over formanden Jaques Delors af et par eksperter og alle centralbankcheferne i det daværende EF.

Komiteen udarbejdede et forslag til strukturen i en europæisk valutaunion. Det kan formentlig tilskrives centralbankchefernes deltagelse, at der blev lagt så stor vægt på den fælles centralbanks uafhængighed af de politiske myndigheder, og at man ligeledes meget klart formulerede ECBs mål som prisstabilitet.

Det var først og fremmest Den Tyske Forbundsbank, Bundesbank, der blev model for ECB. Bundesbank har altid været politisk uafhængig, mens der i mange andre lande i 80'erne var en betydelig politisk indflydelse på pengepolitikken. Det gjaldt også i EU-landene. I dag er central-

bankuafhængighed og målsætningen om prisstabilitet blevet meget udbredt over det meste af verden.

Delorskomiteens forslag fra 1989 blev grundstammen i bestemmelserne om den økonomiske og monetære union i Maastricht-traktaten.

Det, at centralbankcheferne selv lavede modellen, har formentlig også haft betydning for den store loyalitet, EUs centralbanker i 90'erne har vist over for disse planer.

For et par år siden var der næppe mange, der havde ventet, at 11 EU-lande ville være parate til at indføre euro i 1999. Men det viser den stærke politiske vilje bag projektet, at så mange lande kvalificerede sig til at deltage efter at have foretaget den nødvendige tilpasning af den økonomiske politik.

EUROENS FØRSTE ÅR

Et år er nu gået siden euroens start, og hvordan skal man så i dag vurdere euroens korte historie?

Først og fremmest må man konstatere, at euroen straks blev etableret som en af verdens tre store valutaer, dollar, yen og euro.

Det fælles pengemarked fungerede i euro straks fra januar, og hele den tekniske overgang forløb uden væsentlige problemer. Det var jo vigtigt, fordi der var tale om et meget stort projekt, og fordi markedsdeltagerne skulle til at fungere på en helt ny måde.

På valutamarkedet regner man i euro og ikke længere i de gamle nationale valutaer, der indgår i euroen.

Også på det internationale kapitalmarked har euroen fået en stærk placering. Den konkurrerer nu med dollaren om at være den mest anvendte valuta til obligationslån.

De 11 landes fælles pengepolitik har nu fungeret i et år. Alle deltagerne har således samme korte rente, uanset at deres konjunktursituation måske ikke svarer til eurolandenes gennemsnit.

For en stor del af deltagerne – nemlig landene med en lang tradition for fastkurspolitik i forhold til D-mark – er dette egentlig ikke noget nyt. Frankrig, Benelux-landene og Østrig har ligesom Danmark i årevis ført en rentepolitik, der "skyggede" den tyske. Så disse lande har vænnet sig til, at den indenlandske konjunkturstabilisering påhviler den øvrige økonomiske politik. Derfor er det ikke nogen helt ny økonomisk-politisk situation, de har fået efter indførelsen af den fælles valuta og fælles pengepolitik – bortset fra, at landenes centralbankchefer nu har medindflydelse på rentefastsættelsen.

Det er især de sydeuropæiske lande, som traditionelt har haft en mere inflationær økonomisk udvikling, der står i en ny situation. Disse lande

er blevet mere stabilitetsorienterede og har – med bred folkelig opbakning – ønsket at deltage i valutaunionen for at få skabt rammerne om en mere stabil økonomisk udvikling.

Spørgsmålet om, hvorvidt euroen bliver en stærk eller svag valuta har fyldt meget i debatten det sidste år, men det har ikke altid været klart, hvad man egentlig skal forstå ved en stærk valuta.

Maastricht-traktaten lægger vægt på, at euroen skal være en stærk valuta i den betydning, at det skal være en valuta med lav inflation. Altså en valuta, hvis købekraft ikke bliver udhulet af inflation. D-marken var en succes i sin 50-årige levetid, netop fordi priserne var mere stabile i Tyskland end i de fleste andre lande, samtidig med at Tyskland oplevede en stærk økonomisk vækst. Derfor blev D-marken opfattet som en stærk valuta. Og det blev den, uanset om der gik næsten 3 D-mark på en dollar som i 1985 eller kun 1½ som i 1995.

Ideen om euroen som en stærk valuta er hentet fra D-mark-erfaringerne. For så stort et økonomisk område som eurolandene skal valutaens styrke i endnu højere grad end for D-marken måles indadtil. Derfor har ECB fået pålagt den opgave at sikre prisstabilitet, hvilket man i praksis har tolket som en inflationsrate under 2 pct.

ECB skal derimod ikke føre pengepolitik for at påvirke euroens kurs over for dollar – lige så lidt som Den Amerikanske Forbundsbank skal føre pengepolitik for at styre dollarens kurs over for euro.

De store valutaer bevæger sig meget i forhold til hinanden, når udviklingen i de forskellige dele af verden er forskellig. Sådan har det altid været, og sådan vil det også blive i fremtiden. Men måske fordi euroen er en ny valuta, er der kommet en urimelig fokus på dens kurs i forhold til dollar.

Man ser undertiden kommentarer i aviserne om, at euroen ikke bruges ret meget endnu. Det er rigtigt, hvis man tænker på, hvor mange konti, prislister, fakturaer og lignende, der kun har beløbsangivelse i euro. Vi er jo endnu i overgangsperioden, hvor de gamle nationale valutaer stadig findes som daglige betalingsmidler. Og i den periode bruger man selvfølgelig også fortrinsvis de gamle nationale valutaer i stedet for euro ved overførsler og prisangivelser.

Men euro og de gamle nationale valutaer er jo en og samme valuta. Det er udelukkende et spørgsmål om at gange med en konstant. Der er ikke tale om en valutakurs mellem fx franske franc og euro eller mellem hollandske gylde og D-mark. Der er tale om omregningsforhold mellem forskellige denominationer af den samme valuta, euroen.

Da folk ikke er så hurtige til at ændre adfærd – specielt hvis det reelt er uden betydning – er der mange, der af gammel vane blot fortsætter med at angive beløb i de gamle valutaer. Men når eurosedler og mønter

indføres om to år, mister de gamle nationale valutaer deres rolle, og euroen tager helt over. Og så vil man sikkert et stykke tid opleve, at prisangivelser i euro suppleres med information om, hvad de ville have været i de gamle valutaer.

Som nævnt blev euroen straks fra sin fødsel opfattet som den ene af verdens tre store valutaer. Det er ikke nogen målsætning for ECB, at euroen skal være en egentlig international valuta, der anvendes verden over, som det gælder for dollar. Men alene på grund af euroområdet økonomiske betydning er der ingen tvivl om, at udviklingen gradvis vil gå i den retning. Internationale obligationsudstedelser sker i stort omfang i euro. Euro holdes i valutareserverne i mange lande. I Danmark er det den helt dominerende reservevaluta, men mange centralbanker har haft tradition for hovedsagelig at holde dollar. Der vil formentlig gradvis ske en udvikling, så euroen får stigende rolle som reservevaluta.

Dollaren er helt dominerende som den valuta, der anvendes i internationale råvarenoteringer, og på det område vil euroen næppe få fodfæste foreløbig.

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Euroens første år har også for alvor placeret Den Europæiske Centralbank i mediernes bevidsthed. Dels er det blevet helt klart, at der virkelig værnes om ECBs uafhængighed, og at langt de fleste politikere synes at acceptere denne uafhængighed. Det afgørende i denne sammenhæng er, at man ikke forsøger at lægge politisk pres på ECB eller dens styrelsesrådsmedlemmer, eller forsøger at lave aftaler om den samlede økonomiske politik, der også involverer pengepolitikken. At en politiker derimod fremsætter sin mening om rentens eller valutakursens passende niveau, kan ikke være en krænkelse af centralbankens uafhængighed. Centralbankerne udtaler sig jo også om den del af den økonomiske politik, de ikke har ansvaret for.

ECB er blevet kritiseret for manglende åbenhed, og det synes jeg er en forfejlet kritik. ECB offentliggør i sit månedsskrift meget udførlige analyser af den økonomiske og monetære udvikling, og man giver også omfattende begrundelser for sine rentebeslutninger umiddelbart efter møderne. Desværre er der i offentligheden større interesse for at høre, hvem der har ment hvad. Men det er jo argumenterne og ikke navnene, der er vigtige i bedømmelsen af beslutningen.

DANMARK OG EUROEN

Danmark har som bekendt besluttet ikke at deltage i valutaunionen, men at fastholde den danske krone. Den beslutning blev truffet i 1992-

93, men Danmark har alligevel bestræbt sig på at opfylde adgangskravene, de såkaldte konvergenskriterier. Ikke for at blive medlem, men fordi det i Danmark anses for at være udtryk for en sund økonomisk politik, og fordi det på sigt er betingelsen for, at vi kan fastholde den valgte valutakurspolitik.

Danmark har valgt at fortsætte med at føre fastkurspolitik, som vi har gjort siden 1982. Der er bred politisk enighed om, at denne politik har bidraget til at sikre os en god og stabil økonomisk udvikling. Vi har derfor tilsluttet os valutasamarbejdet ERM2, der efter euroens indførelse har afløst det tidligere EMS-system. ERM2-systemet opererer med et normalt udsvingsbånd på +/- 15 pct. i forhold til paritetskursen. Men Danmark har på grund af sin gode konvergenssituation ønsket – og fået – en særlig aftale om et mere snævert bånd på +/- 2¼ pct.

Man kan bedst karakterisere den danske situation med, at vi med hensyn til økonomisk politik og valutakurs "skygger euroen". Selv om vi med ERM2 har en aftale med ECB om interventionsstøtte, kan det jo kun være en meget kortvarig hjælp. Det er udelukkende et dansk ansvar at føre en sådan økonomisk politik, at vi kan fastholde en stabil kronekurs i forhold til euro.

Vi må indrette vores økonomiske politik på en sådan måde, at vores udvikling ikke afviger for meget fra eurolandenes. Og vores pengepolitik kan alene bruges til at stabilisere valutakursen. Det indebærer, at Nationalbanken i valutarisk rolige tider sætter en kort rente, der ligger lidt over eurorenten, og at vores rente derfor ændres i takt med ECBs. Under valutauro må Nationalbanken sætte de korte renter op for at gøre det mere attraktivt at placere i danske kroner. Et sådant forløb så vi senest for knap 1½ år siden under valutauroen i september 1998.

Renten på de længere løbende værdipapirer dannes på markedet, og rentespændet varierer en del over tiden, ligesom det også påvirkes under valutauro. For tiden ligger den danske 10-årige statsobligationsrente ca. 1/3 pct. over den tilsvarende tyske rente.

KONSEKVENSER AF AT STÅ UDENFOR

Rentespændet benyttes ofte ukritisk som mål for omkostningerne ved at stå udenfor. Det kan man imidlertid ikke. Selv om vi blev medlemmer, ville rentespændet mellem danske og tyske statsobligationer ikke blive nul. Tyske statsobligationer udstedes i meget store serier, der som toneangivende obligationer er mere attraktive for internationale investorer, end danske statsobligationer vil kunne blive. Det viser sig da også, at fx hollandske statsobligationer har en vis merrente, ca. 15 basispoint, i for-

hold til tyske. Så selv om man kan regne med, at det danske rentespænd ved medlemskab vil blive mindre end i dag, vil det næppe helt forsvinde.

I modsat retning trækker, at det rentespænd, vi har i dag, i høj grad er påvirket af forventningen om, at Danmark vil indføre euro inden for en kortere årrække. Hvis det trækker i langdrag, eller man får et nej ved en folkeafstemning, er der næppe tvivl om, at rentespændet vil stige sammenlignet med den nuværende situation.

Derfor er det ikke muligt at give et præcist bud på, hvad forskellen i renteomkostningerne mellem et "ja" og et "nej" vil blive.

Ud over renteforskellen er der også en række andre konsekvenser af vores situation.

Først og fremmest er der sårbarheden, som følger af at have en lille valuta, der skygger en stor. Selv om vi gør os umage for at følge mindst de samme krav til den økonomiske politik som eurolandene, kan der opstå spekulativt pres mod kronen. Uanset at vi måske selv finder det urimeligt og ubegrundet, så er det nu engang de vilkår, vi er underkastet, når vi deltager i det internationale samarbejde på vare- og finansmarkederne – et samarbejde, der er en forudsætning for vores udvikling og velstand.

Derfor kan vi – selv med en sund økonomisk udvikling – blive tvunget til at sætte renten kraftigt i vejret i tilfælde af angreb på valutaen. Vi kan endda blive tvunget til at gå endnu videre og foretage andre opstramninger af den økonomiske politik i tilfælde af et længerevarende pres mod kronen.

Når der er gået nogen tid siden en valutakrise, har man en tendens til at glemme, at denne sårbarhed er et grundvilkår i en situation, hvor man vil holde fast valutakurs, men alligevel har den formelle bagdør åben for en kursjustering. Ikke fordi man overhovedet forestiller sig at benytte bagdøren og devaluere, men simpelthen fordi definitionen af en selvstændig valuta indebærer, at man kan ændre kursen.

Dette er ikke kun en dansk problemstilling. Verden over oplever vi en diskussion om valutapolitik. Mange fremhæver, at alternativet til, at selv små valutaer får flydende kurser, er, at de store valutaer bliver endnu mere udbredt. Dannelsen af euro er et eksempel.

Et andet eksempel er, at begrebet "dollarisation" høres mere og mere i debatten. Tidligere brugte man denne betegnelse om den udbredte brug af dollar som alternativ til den officielle valuta i lande med stærk inflation. I dag bruges "dollarisation" også om det fænomen, at et land for at sikre stabilitet helt ophører med at have egen valuta og i stedet bruger dollar. Og at man gør det uden at få nogen indflydelse på pengepolitikken i USA.

Der vil måske også engang i fremtiden forekomme "eurorisation", dvs. at fx visse europæiske lande officielt beslutter at bruge euro uden at få

nogen indflydelse, altså uden at blive medlem af valutaunionen. Denne ide har for nylig været drøftet i Estland.

Endelig er der den politiske marginalisering i EU-samarbejdet, som Danmark oplever efter indførelsen af euroen. Dette får mere og mere betydning, jo længere tid vi står udenfor. Det er ikke kun et spørgsmål om at have stemmeret ved bestemte møder. Det er også et spørgsmål om at få informationer om den internationale udvikling og planerne for det internationale samarbejde. Og det er i høj grad et spørgsmål om at være med til at præge udviklingen gennem deltagelse i komiteer og arbejdsgrupper og andre fora, der forbereder de formelle beslutninger. Men disse effekter er det endnu sværere at sætte tal på.

Ud over de tre nævnte forhold: rentespændet, sårbarheden og marginaliseringen, er der de konsekvenser, et medlemskab vil have for erhvervslivet. Gennem fastkurspolitikken søges ulemperne ved at stå udenfor minimeret. Men selv om der er en meget stabil kurs mellem euro og kroner, så er euroen dog ikke danske virksomheders egen valuta, sådan som det gælder for deres europæiske konkurrenter, der får del i det store europæiske hjemmemarked.

Man kan heller ikke udelukke, at virksomheder i euroområdet vil foretrække at handle med andre virksomheder inden for området, fordi det bliver administrativt lettere end at handle med virksomheder i fx Danmark. Inden for euroområdet kan man spare kurssikrings- og vekselomkostninger, og både virksomheder og private kan lettere sammenligne priser. Især mange mindre virksomheder vil helst nøjes med at beskæftige sig med deres kunder og produkter og slippe for valutaovervejelser.

De nævnte forhold er af meget forskellig karakter. Og det gør det endnu vanskeligere at danne et samlet skøn over "prisen for ikke at deltage", som mange efterlyser i debatten. Det kan hverken gøres op i milliarder eller i arbejdspladser. Men der er en pris i dag, og den vil blive højere, hvis vi træffer en beslutning om permanent at holde os udenfor. Det er imidlertid ikke en økonomisk, men en politisk beslutning at afveje de forskellige argumenter mod hinanden.

NATIONALBANKENS HOLDNING

Centralbankerne i eurolandene er helt klart de institutioner, der er påvirket mest af overgangen til euro. Hvis Danmark beslutter sig for at deltage, vil det også være en stor omvæltning for Nationalbanken. Det har forledt nogle til at tro, at Nationalbankens ledelse er skeptisk eller endda negativ over for en evt. dansk tilslutning til euroen. Man har udtrykt det på den måde, at vi næppe ville ønske at afgive indflydelse og blive "filialbestyrere". Men sådan ser vi ikke på det.

Vi vil ikke opleve dansk deltagelse i den fælles valuta som en forringelse, men som en forøgelse af vores muligheder for information og indflydelse. Lige bortset fra perioder med valutakriser, hvor vi må foretage renteforhøjelser for at stabilisere kronen og så bagefter normalisere renterne gradvist igen, så fører vi jo ikke nogen selvstændig pengepolitik i den nuværende situation.

Ved at deltage i samarbejdet i ECB vil Nationalbankens ledelse og medarbejdere få medindflydelse på ikke bare pengepolitikken, men også på mange andre beslutninger, der vedrører de finansielle markeder i Europa. Samtidig vil vi fortsætte vores almindelige samarbejde med de danske pengeinstitutter og andre finansielle institutioner og fortsat have kontakten med de danske myndigheder og medierne. Vi vil også fortsat skulle fremstille og udsende sedler og mønter, selv om de kommer til at se anderledes ud.

Vi føler derfor ikke, at det vil fratage Nationalbanken indflydelse, hvis Danmark tilslutter sig euroen – tværtimod. Og i ECB deltager alle delta-gerlandenes repræsentanter på lige fod, og alle stemmer har samme vægt.

Hovedargumentet for, at Danmark bør tilslutte sig euroen i en ikke for fjern fremtid, er imidlertid ikke spørgsmålet om Nationalbankens rolle og indflydelse. Når vi i Nationalbankens ledelse finder det væsentligt, er det fordi det efter vores opfattelse vil give de mest trygge ydre rammer omkring den økonomiske politik, som Danmark startede på i 80'erne – en politik, Nationalbanken altid har støttet. Især i 90'erne har denne politik dannet grundlaget for en stærk og balanceret økonomisk vækst.

Det har været godt for den danske økonomiske udvikling, at man forlod devalueringspolitikken i begyndelsen af 80'erne, og at man trods ændrede ydre rammer har fortsat fastkurspolitikken. Men vi må også erkende, at små valutaer bliver stadig mere sårbare i en verden med øget internationalisering og hurtig informationsspredning.

Derfor finder vi i Nationalbanken, at dansk tilslutning til euroen vil repræsentere den naturlige fortsættelse af den økonomisk-politiske kurs, vi slog ind på for næsten to årtier siden – en kurs, som efter vores opfattelse har tjent Danmark godt.

Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Finansrådets årsmøde den 1. december 1999

Den økonomiske vækst i Danmark har i en årrække været ganske kraftig. Det har medført faldende arbejdsløshed og stigende inflation, og en overgang også et væsentligt underskud på betalingsbalancen. I 1997 og 98 talte alle om behovet for at sikre en blød landing.

Med pinsepakken søgte regeringen at bremse forbrugsudviklingen netop for at undgå overophedning, flaskehalse og betalingsbalanceunderskud. Pinsepakken slog ikke så hurtigt igennem, som det kunne have været ønskeligt. Men alt tyder på, at der i år er indtrådt en stabilisering af den økonomiske udvikling. Væksten er aftaget, og betalingsbalancen er mærkbart forbedret, men lønstigningerne og inflationen ligger stadig i den høje ende målt med europæisk målestok. Det er ikke længere en selvfølge, at Danmark opfylder det konvergenskriterium, der vedrører inflationen. For øjeblikket er kriteriet lige netop opfyldt. Det er vigtigt, at der i Danmark er en bred forståelse for, at vi ikke i en længere årrække kan have større løn- og prisstigninger end eurolandene.

Den gode og solide udvikling i Danmark er oven i købet blevet belønnet med en opgradering til det højeste niveau, nemlig Aaa, af det amerikanske kreditvurderingsbureau Moody's.

Når ministre og nationalbankdirektører holder taler i pengeinstitutkredse i år med gode konjunkturer og små tab, slutter de tit af med en formaning om, at det er i gode tider, man lægger kimen til fremtidens problemer. Denne læresætning kan også anvendes på samfundsøkonomien. Derfor er der fortsat brug for en stram finanspolitik i de kommende år – også selv om de gode tider har medført overskud på statsfinanser.

Som nævnt tyder meget på, at vi er ved at opnå den bløde landing, som vi stræbte efter. Ved vurderingen af de økonomiske prognoser, der fremkommer fra forskellig side i Danmark og udlandet, må man derfor huske at se den forventede udvikling på baggrund af den lidt for kraftige vækst, vi har oplevet.

Der er ingen grund til at bekymres over, at vores vækst dæmpes og ventes at blive lavere end i en række andre europæiske lande. Det er jo en nødvendighed, hvis vi skal sikre den økonomiske balance, og det er

netop den udvikling, vi har tilstræbt. Så det er helt misvisende, når de økonomiske udsigter for Danmark i de kommende år for nylig af en avis blev betegnet som en lavvækstfælde.

Pengepolitisk har 1999 været et uddramatisk år i modsætning til 1998, der var præget af valutauro i flere perioder. I år har kronen været yderst stabil over for euroen. Nationalbanken har i årets løb gradvist reduceret rentespændet mellem sin udlånsrente og Den Europæiske Centralbanks, ECBs, pengepolitiske rente. Spændet var 0,95 pct. ved årets start og er nu nede på 0,30 pct.

Herudover har Nationalbanken fulgt ECBs rentenedsættelse i april og forhøjelsen i begyndelsen af november. Dette er en konsekvens af den valgte økonomisk-politiske arbejdsdeling, hvor det er pengepolitikens opgave at stabilisere kronen i forhold til euroen.

Denne arbejdsdeling har fungeret godt i Danmark i mange år. Den stabile valutakurs og den lave inflation har været væsentlige for den positive økonomiske udvikling, vi har haft i Danmark i 1990'erne.

I de heldigvis sjældne tilfælde, hvor vi må stramme pengepolitikken af hensyn til valutasituationen, har renteforhøjelserne især påvirket kapitalbevægelserne og pengemarkedet og i nogen grad bankernes rentesatser. Men private husholdninger er kun i mindre grad blevet påvirket af disse renteændringer, idet boligfinansiering primært er sket ved lange fastforrentede realkreditlån.

I de senere år har de korte renter været væsentlig lavere end de lange, og derfor er realkreditlån med variabel rente, de såkaldte rentetilpasningslån eller flexlån, blevet ganske populære. Endnu udgør de udestående lån med variabel rente kun 5 pct. af de samlede realkreditlån. Men en væsentlig del af udlånene fra realkreditinstitutterne ydes for tiden med variabel rente, så det samlede billede kan hurtigt ændre sig.

Ændringerne i de 1-2 årige renter har været ret begrænsede i de seneste år. Men i tidligere perioder har vi – også mens vi har haft lav inflation – oplevet ganske kraftige udsving i de korte renter. Derfor er det væsentligt, at boligejerne ved optagelse af variabelt forrentede realkreditlån er opmærksomme på risikoen for rentestigninger. Dels kan der komme en international rentestigning, dels kan Nationalbanken blive nødt til at sætte renten kraftigt op, hvis der opstår et spekulativt pres mod kronen. I sådanne situationer kan man ikke tage hensyn til, at det også vil ramme private boligejere.

I juni foretog Nationalbanken en tilpasning af de pengepolitiske instrumenter. Udlån fra Nationalbanken sker nu mod sikkerhed i deponeerede stats- og realkreditobligationer og ikke som tidligere i form af reponforretninger i statsobligationer. Denne ændring betød en markant udvidelse af belåningsgrundlaget.

Desuden er kredsen af pengepolitiske modparter – dvs. de institutter, der kan låne og placere i Nationalbanken – blevet udvidet til at omfatte både pengeinstitutter og realkreditinstitutter.

I forbindelse med ændringen indførtes en begrænsning på de enkelte institutters indestående på foliokonto. Det er dog sådan, at denne begrænsning kun bliver effektiv, hvis institutterne samlet overskrider rammen på knap 20 mia.kr. Rammerne har under normale forhold ingen betydning. Meningen med rammerne er at begrænse brugen af indestående på foliokontoen til at spekulere i valutakurs- eller renteændringer.

Systemet kom noget under pres, da forskellen mellem foliorenten og indskudsbevisrenten et par måneder var helt nede på 0,10 pct. Efter renteændringerne i begyndelsen af november er forskellen udvidet.

Jeg vil gerne benytte denne lejlighed til at understrege, at det danske system kræver, at Nationalbankens pengepolitiske modparter er indstillet på at samarbejde om at få systemet til at fungere smidigt.

Der er nu snart gået et år siden euroens start, og den har straks fået sin plads som en af verdens tre dominerende valutaer.

Interessen for Den Europæiske Centralbank og dens pengepolitik har været overvældende, men det er naturligt i betragtning af euroens store betydning. ECBs opgave er at sikre prisstabilitet, hvilket man har defineret som prisstigninger under 2 pct. ECB har formuleret en pengepolitisk strategi med to såkaldte søjler. Den ene søjle er udviklingen i pengemængden, den anden søjle rummer udviklingen i en lang række finansielle og andre økonomiske indikatorer med betydning for den fremtidige prisudvikling.

Med den komplekse pengepolitiske strategi har ECB fundet det rigtigt hver måned at udsende et månedsskrift med meget udførlige rapporter om udviklingen i de relevante økonomiske variable. Dette månedsskrift oversættes til alle EUs officielle sprog. Desuden orienteres gennem presmeddelelser, pressemøder og taler. ECBs oplysninger om udviklingen og baggrunden for beslutningerne er fuldt på højde med oplysningerne fra de centralbanker, der med en vis forsinkelse offentliggør mødereferater for at orientere om baggrunden for beslutningerne. Alligevel kritiseres ECB for manglende åbenhed, fordi de ikke også oplyser, hvordan de enkelte medlemmer af det besluttende organ, Styrelsesrådet, har stemt.

Når ECB ikke ønsker at gøre det, er det, fordi Styrelsesrådet i henhold til traktaten opfattes som et kollegialt organ, der efter drøftelser mellem medlemmerne træffer en fælles beslutning. De enkelte medlemmer skal vurdere den økonomiske udvikling i hele euroområdet og ud fra det fastlægge den fælles pengepolitik.

Men omverdenen – i praksis repræsenteret ved medierne – interesserer sig voldsomt for personer og deres stemmeafgivelse. Det er godt stof, og for at dramatisere det yderligere bruger man ornitologiske betegnelser, når det drejer sig om centralbankfolk. Medlemmerne karakteriseres som henholdsvis duer og høge, alt efter hvor ivrige de er for at sætte renten op.

Det er selvfølgelig underholdende, men det tenderer mod at fjerne interessen fra det egentlige, nemlig baggrunden for den trufne beslutning. Og med 17 medlemmer og 11 nationaliteter i ECBs Styrelsesråd forekommer det fornuftigt at opretholde princippet om et råd, der kollektivt træffer beslutninger og derefter solidarisk begrundes dem.

Lad mig til slut komme med et par bemærkninger om årtusindskiftet, som verden over har nødvendiggjort omfattende tilpasninger af edb-programmerne. I Danmark har de finansielle institutioner hver især testet deres programmer, og det har Nationalbanken selvfølgelig også.

Derudover har samspillet mellem systemerne været testet ved de såkaldte sektortest. Efter hele denne proces er det sektorens opfattelse, at overgangen vil forløbe uden væsentlige problemer.

Men i visse lande er der opstået myter om mærkelige fænomener, der vil optræde ved årtusindskiftet. En af disse myter er, at kundernes kontoindeståender i banker og sparekasser vil forsvinde. Den myte er desværre også nået til Danmark. Jeg vil gerne indtrængende advare mod, at folk begynder at foretage usædvanlige finansielle dispositioner – såsom omfattende hamstring af kontanter – på grundlag af denne myte.

Man har som allerede nævnt foretaget omfattende testning af systemerne til sikring af, at overgangen forløber glat.

Men skulle et af systemerne alligevel bryde ned i dagene op til årtusindskiftet eller lige efter, ja så forsvinder folks kontoindestående jo ikke af den grund – ligesom kunder med gæld heller ikke skal gøre sig forhåbninger om, at den forsvinder.

Der findes altid omfattende backup-materiale, der sikrer, at en edbkørsel, der af en eller anden grund går skævt, kan rekonstrueres.

Vi har alle prøvet at stå foran en pengeautomat, der var ude af drift. Vi har også alle prøvet at gå ind i en filial og få at vide, at systemet desværre er nede for øjeblikket. Og hvad gør vi så? Ja vi går hen til en anden eller venter et par timer eller en dag og går så derhen igen. Men vi har da aldrig haft fantasi til at forestille os, at vores indestående skulle forsvinde på grund af systemnedbruddet.

Ved nytårsskiftet er seddelomløbet altid særlig højt. Nationalbanken har i år et ekstra stort lager af brugte sedler, fordi de inddragne sedler fra den gamle serie endnu ikke er destrueret. Alligevel vil Nationalban-

ken kraftigt fraråde, at man begynder at hamstre sedler op til nytår. Det vil blot øge risikoen for røverier og indbrud.

Omkring nytår er omsætningen på de finansielle markeder ofte meget lille, hvilket kan give overdrevne renteudsving. For at sikre en stabil pengemarkedsrente i dagene omkring nytår vil Nationalbanken ekstraordinært åbne for både køb og salg af indskudsbeviser lige før og lige efter nytår.

Som der er tradition for, vil jeg gerne slutte med at takke for det gode samarbejde, vi har haft med Finansrådet og dets medlemmer. I år vil jeg gerne særligt understrege det samarbejde, der i disse år foregår omkring en række nye projekter. Det drejer sig om udvikling af systemerne inden for betalingsformidling, gennemførelsen af ændringer i de pengepolitiske instrumenter og ændringerne i betalingsstatistikken såvel som etableringen af den nye MFI-statistik. Hertil kommer så omlægningen af kontantforsyningssystemet. Alle disse områder har krævet og vil fortsat kræve en dialog mellem Nationalbanken, Finansrådet og repræsentanter for pengeinstitutterne.

Men også ud over de større projekter er der en udvikling i gang, hvor den løbende kontakt mellem medarbejdere på alle niveauer i Nationalbanken og den finansielle sektor udbygges. Det finder vi er nyttigt for begge parter.

Pressemeddelelse

DEN 3. FEBRUAR 2000 OM RENTEFORHØJELSE

Diskontoen forhøjes med 0,25 pct. til 3,25 pct. Foliorenten forhøjes ligeledes med 0,25 pct. til 3,25 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,30 pct. til 3,60 pct. Renteforhøjelsen har virkning fra den 4. februar 2000.

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 21. februar 2000.

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 AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser			Penge- markeds- rente, 3 mæne- 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
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	3,00	3,30	1999.....	3,57	5,64	7,31	768
1999 9. apr	2,75	2,90	1999 jan	3,49	4,05	7,05	638
17. jun	2,75	2,85	aug	3,04	5,41	7,55	674
5. nov	3,00	3,30	sep	3,27	5,62	7,52	677
2000 4. feb	3,25	3,60	okt	3,70	5,63	7,42	687
			nov	3,74	5,57	7,40	745
			dec.....	3,57	5,64	7,31	768
21. feb	3,25	3,60	2000 jan	3,70	5,91	7,43	777

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

Ultimo	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Indskuds- beviser	Indlån (folio)	Udlån	Netto- stilling i alt
	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
1999 jan	115,8	39,1	39,4	44,7	2,1	21,8	25,0
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	16,6	21,4	50,8
nov	167,9	42,0	55,4	70,8	13,6	24,5	59,9
dec	165,7	46,4	36,5	99,4	6,0	33,0	72,4
2000 jan	148,6	41,6	47,6	67,3	6,9	27,4	46,8

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					
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 dec.....	14,2	1,9	12,3	0,3	-1,1	-1,8	9,8	17,0
1999 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	-1,4	3,1	50,8
nov	3,8	-5,8	9,7	0,7	0,8	-2,1	9,1	59,9
dec.....	20,3	4,1	16,2	0,4	-1,4	-2,7	12,5	72,4

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 dec	968,7	539,3	375,0	142,4	572,4	194,8	196,0	476,2
1999 jul	1.015,2	572,4	387,1	140,8	609,5	206,4	176,9	519,0
aug	1.031,8	583,2	380,6	140,7	605,6	210,3	174,1	514,9
sep	1.028,3	576,8	393,9	144,1	591,3	199,8	165,4	501,2
okt	1.029,7	579,2	386,6	142,2	609,7	201,7	175,5	520,1
nov	1.034,4	581,5	394,2	141,7	603,8	201,3	176,5	514,5
dec	1.032,8	583,0	395,0	147,6	595,1	194,1	186,2	496,3
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 dec	7,8	10,1	13,6	8,6	2,9	5,0	12,1	2,9
1999 jul	6,4	8,1	12,4	5,6	2,6	2,2	-9,7	3,0
aug	7,2	9,0	7,2	5,8	4,0	2,8	-19,0	4,8
sep	7,2	8,4	5,3	3,2	1,5	2,4	-26,5	2,0
okt	7,0	8,0	7,9	3,9	1,5	0,9	-14,1	1,9
nov	6,6	7,6	6,9	3,6	5,1	-0,9	-10,4	6,2
dec	6,3	7,7	5,8	4,4	3,8	-0,5	-6,6	4,1

PENGESTITUTTERNES 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 dec.....	348,2	26,8	26,8	46,8	52,5	43,9	3,1	148,9
1999 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.....	362,5	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
nov	359,7	34,5	37,8	62,9	61,6	54,6	3,0	224,7
dec.....	359,2	35,8	33,6	60,4	62,4	60,9	3,2	218,6
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 dec.....	11,3	54,4	-56,6	-6,2	13,1	15,0	-8,1	12,9
1999 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
nov	4,9	32,4	2,2	48,2	26,0	33,6	8,6	47,6
dec.....	3,7	32,8	26,2	28,9	18,8	38,7	2,4	47,1

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.								
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	52,7	18,5	-27,8	44,8	-20,1	43,0
1998	-7,4	0,3	-16,9	45,0	-26,5	2,0	-5,2	-29,2
1999	11,4	0,9	53,7	50,1	-55,4	7,3	-1,8	64,2
dec 97 - dec 98 ...	-7,4	0,3	-16,9	45,0	-26,5	2,0	-5,2	-29,2
dec 98 - dec 99 ...	11,4	0,9	53,7	50,1	-55,4	7,3	-1,8	64,2
1998 dec	-4,0	0,0	3,5	3,8	-6,1	14,4	-0,8	-1,4
1999 jul	0,8	0,4	2,6	4,1	-3,8	-6,8	-3,5	0,2
aug.....	1,2	0,1	-3,8	4,7	-8,3	-0,7	6,4	4,0
sep.....	2,9	0,1	-0,6	1,2	0,7	3,0	1,7	4,1
okt.....	2,4	-0,1	-1,3	5,2	-4,1	-11,2	-3,3	-2,3
nov	-4,4	0,0	8,9	1,5	3,6	-14,6	-2,8	1,6
dec.....	4,1	-0,1	0,9	4,9	-5,3	-10,0	-7,2	-2,3

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 3. kv.	291,3	145,6	75,5	60,1	1,1	282,3	105,2	96,2
4. kv.	301,1	155,8	75,7	64,4	-0,9	295,0	105,3	99,2
1999 1. kv.	292,2	148,2	76,0	63,3	-1,7	285,8	103,0	96,6
2. kv.	303,3	151,1	78,2	64,0	-1,7	291,5	107,8	96,0
3. kv.	302,4	149,1	79,0	61,5	1,0	290,7	109,5	97,8
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 3. kv.	3,6	4,7	3,1	6,2	...	4,5	3,6	6,0
4. kv.	2,5	3,1	3,7	4,7	...	4,5	-1,1	3,9
1999 1. kv.	0,5	2,8	1,6	3,9	...	0,3	3,2	2,6
2. kv.	1,8	-0,7	1,3	3,0	...	-0,8	12,5	5,2
3. kv.	1,0	0,1	1,4	0,9	...	0,6	3,0	1,9
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
1998 3. kv.	1,8	0,2	0,5	2,7	...	0,4	9,2	4,0
4. kv.	0,0	0,9	0,6	-0,5	...	1,0	-2,7	0,2
1999 1. kv.	-0,6	-0,4	-0,2	2,9	...	-2,2	3,3	0,8
2. kv.	0,8	-1,4	0,4	-1,6	...	0,1	2,6	0,4
3. kv.	0,8	1,0	0,6	0,4	...	1,8	-0,1	0,5

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 8

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
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	-24,4	-8,6	4,7
1998	24,8	-4,2	20,6	-24,9	-9,7	-14,1
nov 97 - nov 98	24,8	-1,8	23,1	-24,9	-9,1	-10,9
nov 98 - nov 99	44,2	0,3	44,5	-23,6	-13,8	7,1
1998 nov	2,3	-0,4	1,9	-6,6	-0,9	-5,5
1999 jun	3,5	0,5	3,9	0,1	-1,0	3,0
jul	3,9	0,8	4,7	-1,3	-2,4	1,0
aug	4,2	0,7	4,9	-1,6	-1,4	2,0
sep	4,6	-0,7	4,0	-0,9	-1,8	1,3
okt	5,4	1,1	6,5	-2,1	-1,9	2,4
nov	4,7	-0,1	4,6	-7,4	-1,2	-4,0

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	
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
1999	2,5	2,1	0,5	743,56	698,34	99,6	104,2
1999 jan	1,7	1,1	-1,6	744,12	640,77	101,9	105,5
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	2,3	743,34	693,72	99,1	104,3
nov	3,0	2,8	3,5	743,65	718,71	98,2	103,3
dec	3,2	3,0	4,7	744,05	735,52	97,3	102,3
2000 jan	...	...	...	744,40	733,58	97,3	...

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			
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	152.869	9
1998	182,7	6,6	109	114,3	8.992	162.683	2
1999	158,2	5,7	111	115,6	...	144.194	-2
Sæsonkorigeret							
1999 jan	166,4	6,0	109	115,1	718	12.625	-6
aug	154,9	5,6	109	116,4	663	12.079	0
sep	154,1	5,5	113	114,8	695	11.345	3
okt	152,4	5,5	112	116,7	...	11.510	1
nov	150,9	5,4	115	117,4	...	11.610	-2
dec	150,1	5,4	114	118,3	...	14.256	-6
2000 jan	...	...	...	...	...	10.686	-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		
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
1999	...	...	...	...	-14	-10	...
Sæsonkorrigeret							
1999 1. kv.	2.710	1.903	113,2	104,9	-20	-11	125,8
2. kv.	2.693	1.885	113,8	103,8	-18	-9	127,7
3. kv.	2.717	1.907	114,6	...	-12	-11	129,6
4. kv.	...	...	...	...	-6	-9	...
2000 1. kv.	...	...	...	...	-2	12	...
Vækst i forhold til året før, pct.							
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
1999	...	...	...	...	...	...	...
1999 1. kv.	2,1	2,9	5,0	3,6	...	...	8,8
2. kv.	0,2	0,1	4,0	1,3	...	...	6,2
3. kv.	0,9	1,1	3,6	...	...	...	6,1
4. kv.	...	...	...	...	...	...	...
2000 1. kv.	...	...	...	...	...	...	...

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 udgivelseskalender 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