



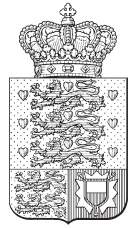
Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
1. kvartal

2002

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





Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 1. kvartal

2002

Det lille billede på forsiden viser et karakteristisk udsnit af Nationalbankens bygning, Havnegade 5 i København. Bygningen, der er opført i årene 1965-78, er tegnet af arkitekt Arne Jacobsen (1902-71).

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: Scanprint as, Viby J

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Kvartalsoversigt – 2. kvartal 2002 planlægges offentliggjort 29. maj 2002.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Euroen 2002	19
Niels Bartholdy, Internationalt Kontor og nationalbankdirektør Jens Thomsen Introduktionen af eurosedler og -mønter er det håndgribelige tegn på, at ØMUen er realiseret i 12 EU-lande. I lyset af tidligere kuldsejlede forsøg opregnes en række årsager til, at det lykkedes denne gang.	
Falske sedler	33
Ulrik Bie og Johan Sebastian Gabel, Sekretariatet Omfanget af falskmøntneri i Danmark er beskedent, men stigende. Baggrunden er den hastige teknologiske udvikling og udbredelsen af reproduktionsudstyr til en stor del af befolkningen. Nationalbanken søger ligesom andre centralbanker at imødegå denne udvikling ved at forbedre sedlernes sikkerhed og ved øget information.	
Nationalbankens nye betalingssystem Kronos.....	43
Thomas Angelius og Astrid Henneberg Pedersen, Betalingsformidlingskontoret Nationalbanken har sat et nyt betalingssystem for kroner og euro i drift. Systemet, Kronos, er opbygget med udgangspunkt i kravene til moderne betalingssystemer og indeholder bl.a. en række funktioner til at lette de finansielle institutioners likviditetsstyring.	
Kapitlafkastbeskatningens betydning for kapitalmarkedet	51
Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen og Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling Kapitlafkastbeskatningen har gennemgået betydelige ændringer gennem de seneste tyve år. Der er imidlertid fortsat et stort antal forskellige satser og asymmetrier. Pensionsopsparing er stadig skattemæssigt subsidieret i forhold til fri opsparing. Der er behov for forenkling af beskatningen af investeringsforeninger og afkast af aktier uden for pensionsopsparing.	
Markedsdynamik ved lave renter	69
Louise Mogensen, Kapitalmarkedsafdelingen I perioder med lave renter kan de indbyggede optioner i bl.a. realkreditobligationer føre til selvforstærkede effekter med forøget rentevolatilitet til følge.	

Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Finansrådets årsmøde den 5. december 2001	77
---	----

Tabelafsnit

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra midten af november 2001 til midten af februar 2002

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

Efter den globale økonomiske afmatning i 2001 er der begyndende, men ikke entydige, tegn på fremgang, klarest i USA, men også i Europa. Yen er deprecieret 10 pct. over for dollar, mens euro blev svækket 2-3 pct.

Ifølge det amerikanske forsknings- og analyseinstitut NBER¹ har USA været i recession siden marts. Det markerede afslutningen på 10 års ekspansion, den længste i NBERs opgørelsesperiode, der går mere end 140 år tilbage. Boks 1 giver baggrunden for NBERs datering.

Det er karakteristisk, at recessioner i den amerikanske økonomi er relativt korte. NBER har opgjort den gennemsnitlige længde på recessionerne siden 1945 til 11 måneder. Flere indikatorer antyder, at recessionen også denne gang kan blive kort. Industriproduktionen faldt stadig i januar, men ikke så kraftigt som i de foregående måneder, jf. figur 1. Faldet i beskæftigelsen aftog i december og januar. Detailsalget faldt i november, men var uændret i december og januar og ligger fortsat pænt over niveauet fra samme periode i 2000. Dertil kommer, at forbrugertillidsindekset og især ISMs² virksomhedstillidsindeks steg i december og januar, dog fra lave niveauer.

Recessionen viser sig i nationalregnskabet for 3. kvartal 2001, hvor der var et fald i BNP på 0,3 pct. i forhold til 2. kvartal. Det var især investeringerne inkl. lagre, der faldt, mens privatforbruget fortsat voksede beskeden. I 4. kvartal steg BNP med 0,1 pct., hvilket dækkede over fortsat fald i investeringerne og meget stærk vækst i det offentlige forbrug.

Finanspolitikken er lempet betragteligt for at modgå konjunktoren. Oven i de allerede vedtagne skattelettelser fra sommeren og udgiftsførøgelserne i kølvandet på terrorhandlingen har regeringen foreslået yderligere lempelser i størrelsesordenen 60-100 mia.dollars. Der er imid-

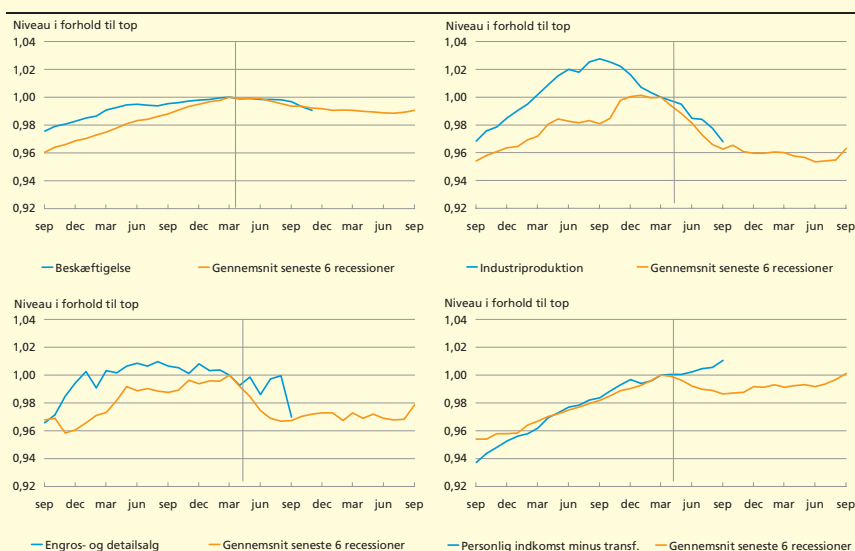
¹ National Bureau of Economic Research.

² Institute of Supply Management, tidligere NAPM.

Ordet recession bruges ofte uden præcision. NBER definerer en recession som et betydeligt fald i aktiviteten spredt over hele økonomien i mere end blot et par måneder, og som er synlig i industriproduktion, realindkomst, beskæftigelse, engros- og detailhandel. Af disse anfører NBER, at beskæftigelsen tillægges særlig betydning, og at anden information også kan inddrages i vurderingen af konjunkturen.

Baggrunden for NBERs datering af den aktuelle recessionen ses i figuren. Det var især beskæftigelsen, der viste et knæk i marts. Industriproduktionen bøjede af allerede i efteråret 2000, mens især privat realindkomst, men også engros- og detailsalg, ikke synes så påvirket af den aktuelle recession sammenlignet med tidligere recessioner.

NBER'S KONJUNKTURINDIKATORER



Anm.: Månedsdateringen gælder det aktuelle forløb. For gennemsnittet af de seneste 6 recessioner er det forskydningen i måneder i forhold til toppunktet.

Kilde: www.nber.org

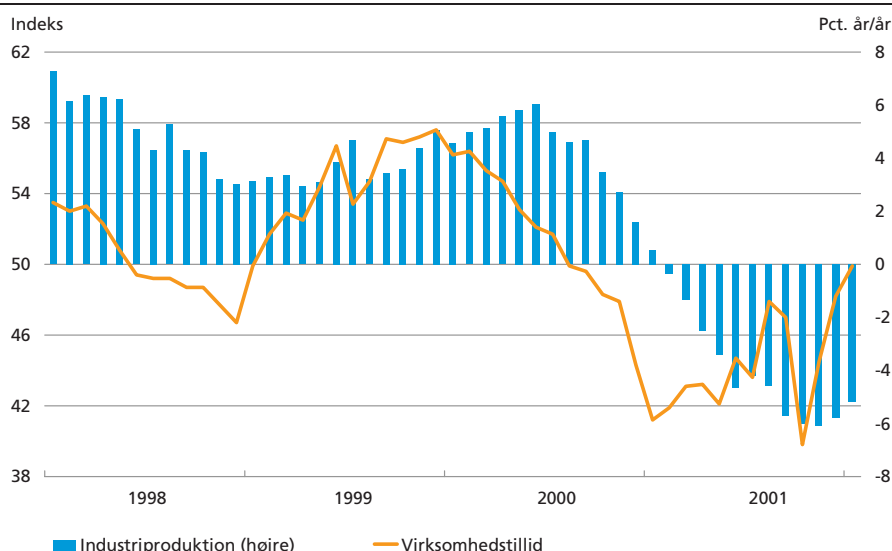
NBERs definition ligger langt fra den ofte omtalte "husmandsdefinition" på recession, som er to på hinanden følgende kvartaler med negativ BNP vækst. Udfra dette kriterium er USA ikke i recession.

Iertid ikke enighed i kongressen om, hvordan lempelsen skal sammensættes, og størrelsen må også anses for usikker, ikke mindst i lyset af de spirende tegn på fornyet fremgang.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, foretog sin 11. rentenedsættelse i 2001 den 11. december. Fed funds target rate blev sat ned med 0,25 pct. til 1,75 pct., det laveste niveau i 40 år. Ved mødet den 30. januar valgte Federal Open Market Committee at holde renten uændret under henvisning til nogle positive økonomiske nyheder,

INDUSTRIPRODUKTION OG VIRKSOMHEDSTILLID I USA

Figur 1



Anm.: Institute of Supply Management's virksomhedstillidsindeks. En neutral udvikling svarer til en indekssværdi på 50.
Kilde: EcoWin.

om end styrken i fremgangen var usikker, og risikoen for en fortsat svag udvikling stadig var høj.

Efter at være faldet over sommeren og efteråret i kølvandet på de mange rentenedsættelser, bundede den 10-årige statsobligationsrente i starten af november og er siden steget ca. 75 basispoint til 5 pct., jf. figur 2. Stigningen skal bl.a. ses i lyset af det forudgående kraftige rentefald i det 10-årige segment efter finansministeriets udmelding den 31. oktober om, at der ikke længere ville blive udstedt amerikanske 30-årige statsobligationer.

De finanspolitiske lempelser og det økonomiske tilbageslag betyder, at den offentlige budgetsaldo forværres betydeligt. Saldoen var på 2,4 pct. af BNP i 2000, og ventes at blive 1,3 henholdsvis -0,2 pct. af BNP i 2001 og 2002.¹ Faldet i det offentlige opsparringsoverskud falder sammen med en reduktion i det private opsparringsunderskud, som ellers har været stigende siden starten af 1990'erne. Netto er betalingsbalancen bedret en smule, men viser stadig et betydeligt underskud på ca. 3,7 pct. af BNP.

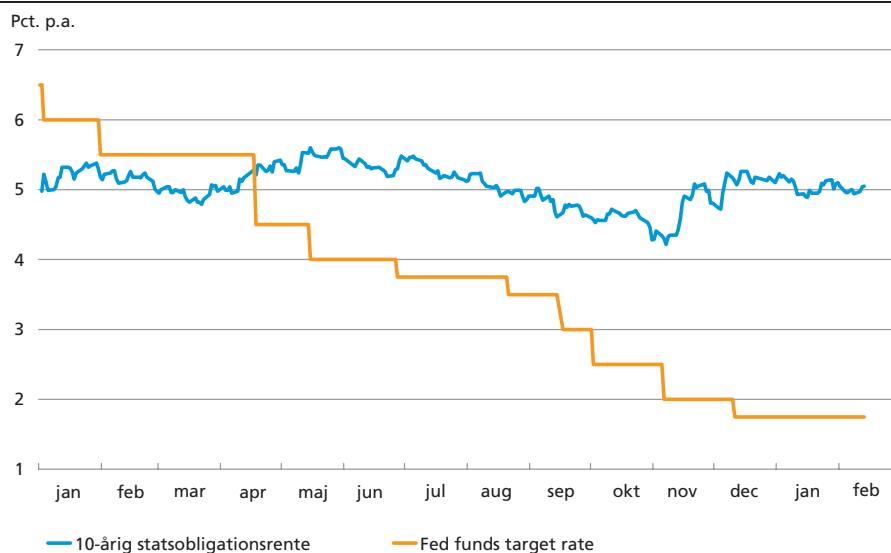
Konsensus skønnene² angiver, at konjunktoren vender i løbet af 2002. Der er dog stor usikkerhed om, hvornår fremgangen præcist kommer. Kapacitetspresset er aftagende, og den stigende ledighed kan mindske væksten i det private forbrug og forsinke opsvinget. Det betydelige pri-

¹ Congressional Budget Office, januar 2002.

² Consensus Forecast publiceret af Consensus Economics Inc.

RENTEUDVIKLINGEN I USA

Figur 2



vate opsparingsunderskud kan også være hæmmende for vækst. Til gengæld er den økonomiske politik stærkt ekspansiv, lagrene er nedbragt, og oliepriserne ligger fortsat på et ret lavt niveau på 18-22 dollar pr. tønde efter efterårets fald. Udviklingen i den 10-årige statsobligationsrente kan være et tegn på stigende inflationsforventninger i forbindelse med et forestående opsving.

Selv om det generelle makrobillede lysnede udviklede det amerikanske aktiemarked sig negativt efter nytår. Dow Jones faldt ca. 6 pct. og Nasdaq ca. 12 pct. Udviklingen var bl.a. præget af flere store konkurssager, heriblandt K-mart og Enron. Især Enron-sagen skabte usikkerhed om amerikansk regnskabspraksis, idet Enrons regnskaber med revisorerne accept udelod en række forpligtelser.

Efter et tiår med lavvækst oplever Japan nu et dybere tilbageslag. BNP faldt 0,5 pct. i 3. kvartal, og arbejdsløsheden korrigeret for sæsonudsving steg fra 5,0 pct. i august til 5,6 pct. i december. Det er den højeste værdi i den tid, den sæsonkorrigerede arbejdsløshedsprocent har været opgjort, dvs. siden 1960. Industriproduktionen er på et meget lavt niveau, og forbruger- og virksomhedstillidsindikatorerne er faldet kraftigt i efteråret. Alle nøgletal peger i negativ retning, så et opsving synes ikke at være forestående på kort sigt. Konsensusskønnene for væksten i 2001 og 2002 på henholdsvis -0,3 og -1,1 pct. bekræfter dette.

Recessionen betyder, at de japanske forbrugerpriser er faldet med 1,2 pct. siden december 2000. For at modgå deflationen og for fortsat at sikre rigelig likviditet satte den japanske centralbank i december

TILLIDSINDIKATORER

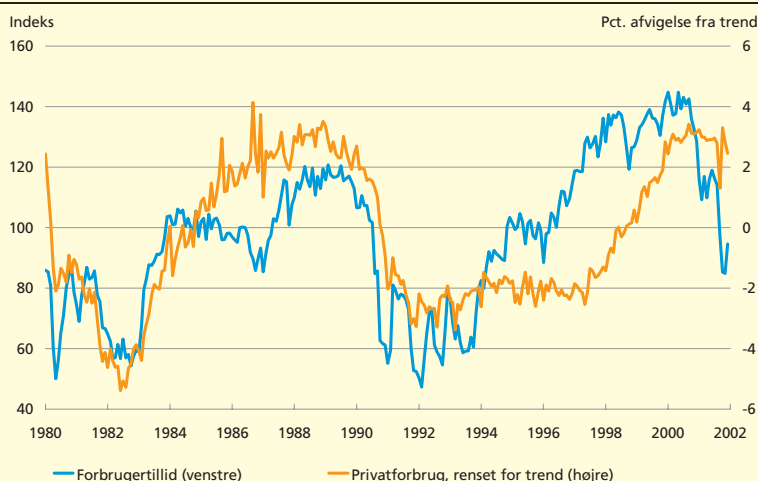
Boks 2

Mange markedsdeltagere vurderer, at der snart kommer en vending i den amerikanske økonomi. Disse vurderinger bygger bl.a. på stigninger i tillidsindikatorer for såvel virksomheder som forbrugere. Indikatorerne er baseret på besvarelser af spørgsmål vedrørende virksomhedernes syn på aktuel situation, fx produktion, lagre og forventninger til fremtiden. Forbrugerne bliver spurgt om aktuel situation og forventninger – både til landets og egen økonomi, og indikatorerne publiceres få dage efter. Indikatorerne er gode mål for netop virksomhedernes og forbrugernes egne vurderinger her og nu af aktuel situation og forventninger, men spørgsmålet er, hvor stor værdi de har i forudsigelsen af et konjunkturforløb. Dette kræver samvariation (korrelation) med relevante makroøkonomiske størrelser.

Som det fremgår af figur 1 i hovedteksten korrelerer Institute of Supply Managements, ISMs, virksomhedstillidsindikator med den amerikanske industriproduktion. Denne korrelation er også høj for længere tidsserier. Figur 1 illustrerer dog også, at indikatorerne kan give et ufuldstændigt billede af virkeligheden. ISM anfører, at værdier under 50 svarer til kontraktion i fremstillingssektoren, men i 1998 var indikatoren under 50, mens produktionen fortsat steg.

På forbrugssiden har der historisk set været en lavere korrelation imellem indikatoren for forbrugertillid – her målt ved Conference Boards indikator – og simple månedlige ændringer i forbruget. Imidlertid kan man finde en højere samvariation med forbruget renset for trend, jf. nedenstående figur. Med den rette fortolkning kan indikatoren bruges som vurderingsgrundlag. Figuren afslører også, at de to serier ikke følges ad i alle delperioder. I anden halvdel af 1990'erne synes sammenhængen mindre klar. Sammenhængen skal være stabil, før umiddelbare forudsigelser giver mening. Ligeledes fortæller figuren ikke noget om, hvordan det aktuelle gab mellem tillid og forbrug lukkes. Tillidsindikatorer er et nyttigt hjælpemiddel til at forudsige konjunkturerne, men kan ikke stå alene.

FORBRUG OG FORBRUGERTILLID



Anm.: Conference Boards forbrugertillidsindeks. Forbrugsserien er residualerne fra en regression af logaritmen til forbrug ekskl. varige forbrugsgoder på en konstant og en tidstrend.

Kilde: EcoWin.

målet for pengeinstitutternes indestående i centralbanken op. Siden november er yen svækket godt 10 pct. over for dollar, jf. figur 5. Hvis deprecieringen fortsætter, vil det via højere importpriser direkte medvirke til at reducere deflationen.

I euroområdet er tilbageslaget mildere end i USA. Den samlede BNP-vækst var marginalt positiv i 2. og 3. kvartal. Afmatningen blev dog tydelig i 3. kvartal, hvor eksporten faldt yderligere efter afbøjningen i begyndelsen af 2001. Investeringer og lagertilpasning bidrog negativt til væksten, og sammen med et markant fald i importen giver det billedet af en svagere indenlandsk økonomi.

Afmatningen er endnu ikke slået igennem på den samlede beskæftigelse, der stadig vokser, om end med mindre styrke. Da ledigheden fortsætter sit flade forløb igennem 2001, er den lavere BNP-vækst slået igennem på produktivitetsvæksten, der er faldet fra et toppunkt i 2000 på godt 2 pct. til næsten nul i 3. kvartal. Det kan være et udtryk for, at tilbageslaget i økonomien forventes at blive kortvarigt. Det bekræftes af konsensuskønnet på den kvartalsvise BNP-vækst i de 5 største eurolande, der angiver, at bunden blev nået i 4. kvartal.

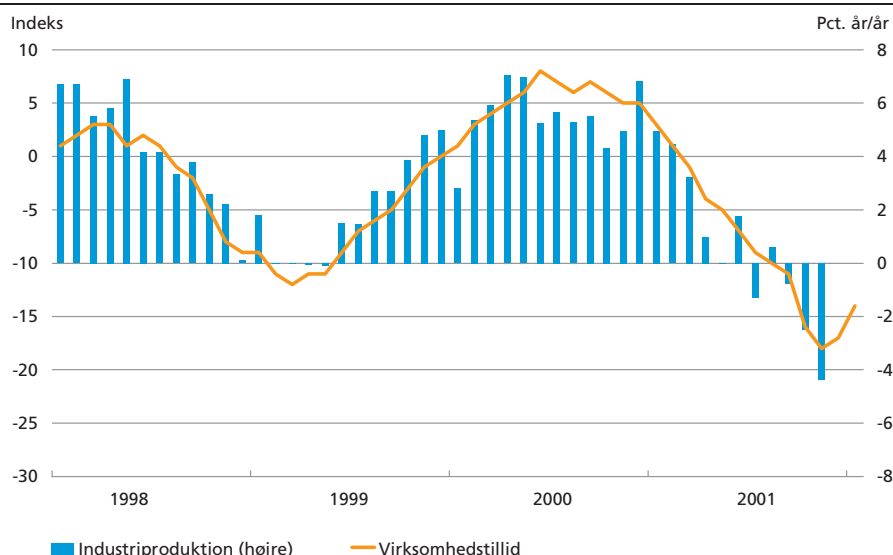
En negativ forbrugsreaktion er den mest nærværende risiko, da forbrugertilliden er lav. Hvis fremgangen i USA lader vente på sig, og ledigheden i euroområdet begynder at stige, kan afmatningen i euroområdet vise sig at blive længerevarende. Årsvæksten i industriproduktionen er faldet kraftigt siden sommeren og har været negativ siden september, jf. figur 3. Virksomhedstilliden er også på et ret lavt niveau, om end stigende i december og januar.

I OECDs efterårsprognose skønnes det offentlige budgetunderskud at blive på -1,2 og -1,3 pct. af BNP i 2001 henholdsvis 2002. Det viser en betydelig forværring i forhold til 2000, hvor der var et mindre overskud bl.a. som følge af indtægter fra salg af UMTS licenser. Forværringen af det offentlige budgetunderskud kan ikke alene henføres til de skattelettelser, der er givet i en række lande, men også til de automatiske stabilisatorer, dvs. tendensen til, at skatteindtægter falder, og offentlige udgifter stiger, når den økonomiske vækst tager af.

Inflationen, målt ved stigningen i det harmoniserede prisindeks HICP, faldt i efterårets løb til 2,1 pct. i december, men steg til 2,5 pct. i januar ifølge den foreløbige opgørelse. Stigningen skyldes bl.a. afgifter samt højere priser på frugt og grønt. Dermed bevægede inflationen sig – formentlig kun midlertidigt – væk fra ECBs øvre målgrænse på 2 pct. for årstigningen i HICP på mellemlang sigt. Stigningen i januar er nogenlunde parallel med den, der fandt sted i EU-lande, som ikke har indført euroen, Storbritannien og Danmark. Det tyder på, at afrundingen til nye

INDUSTRIPRODUKTION OG VIRKSOMHEDSTILLID I EUROOMRÅDET

Figur 3



Anm.: Industriproduktion ekskl. byggeri. Virksomhedstillid opgjort af Kommissionen.
Kilde: EcoWin.

detailpriser i euro ikke, som det var frygtet, har ført til et generelt pris-hop. De kommende måneders udvikling skal dog følges nøje, før det er muligt at drage sikre konklusioner.

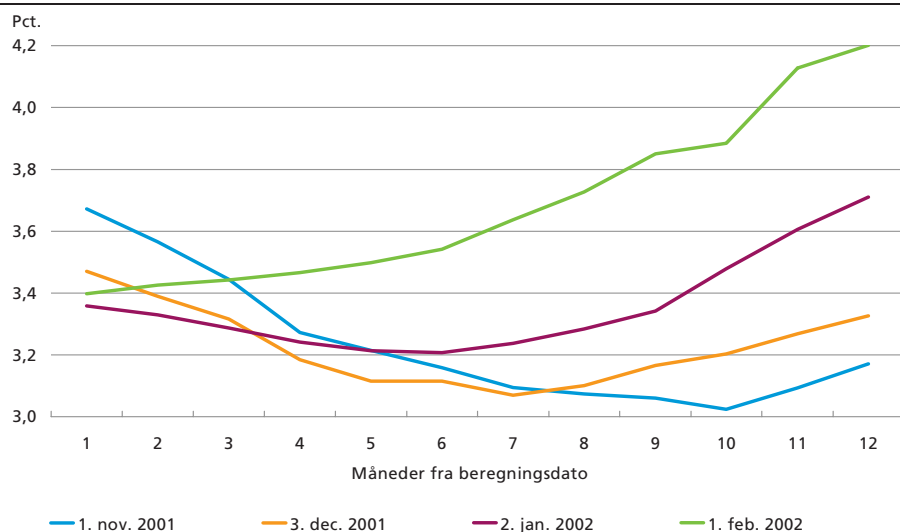
Væksten i pengemængden M3 nåede op på 8,0 pct. i november og december og ligger dermed betydeligt over ECBs referenceværdi på 4,5 pct. vækst på mellemlangt sigt. ECB anfører stigende efterspørgsel efter likvide midler som følge af stor finansiell og økonomisk usikkerhed som en vigtig årsag, ligesom M3 væksten ikke ledsages af markant øget kreditgivning til den private sektor. ECB har ikke ændret renten siden 8. november sidste år.

Udviklingen i de implicitte forwardrenter i euroområdet viser, at pengemarkedets forventning til ECBs fremtidige renter er ændret markant siden november, jf. figur 4. Kurverne fra primo november og december angiver, at pengemarkedet på disse tidspunkter forventede faldende korte renter på 7-8 måneders sigt. I kurven fra primo februar er billedet skiftet, idet markedet nu forventer næsten uændrede korte renter på 6 måneders sigt og stigende korte renter på 6-12 måneders sigt. Det indikerer, at de økonomiske udsigter generelt er bedret.

Den 1. januar startede historiens største pengeombytning, da euroen som fysiske mønter og sedler blev sat i omløb. Introduktionen er forløbet planmæssigt. Euro blev anvendt i omkring 95 pct. af kontanttransaktionerne efter 3 uger, og euro udgjorde ca. 60 pct. af værdien af den samlede cirkulerende seddelmasse. For at sikre tilstrækkelig likviditet i

IMPLICITTE 1-MÅNEDS FORWARDRENTER FRA EURO-PENGEMARKEDET

Figur 4



Anm.: De implicitte forwardrenter er afledt af de usikrede pengemarkedsrenter med op til 12 måneders løbetid. Den implicitte forwardrente angiver markedets forventning til den fremtidige korte pengemarkedsrente. Den korte pengemarkedsrente følger under normale omstændigheder ECBs pengepolitiske rente tæt.

Kilde: EcoWin.

forbindelse med ombytningen tildelte ECB den 4. og 10. januar ekstraordinært likviditet for henholdsvis 25 og 40 mia.euro.

Euro/dollar kursen lå relativt stabilt i perioden fra oktober til midten af januar, hvorefter euroen svækkedes til et niveau på under 0,86 dollar pr. euro, jf. figur 5. Siden er eurokursen dog steget lidt igen.

VALUTAKURSER

Figur 5



Af de store eurolande synes Tyskland hårdest ramt af det internationale konjunkturtilbageslag, idet afmatningen kommer efter flere år med moderat vækst, dog med 2000 som undtagelse med vækst på 3 pct. BNP-væksten var på beskedne 0,6 pct. i 2001 ifølge den foreløbige opgørelse. I 3. kvartal var væksten negativ, -0,1 pct. Den indenlandske efterspørgsel faldt over en bred kam, mens der var en overraskende pæn eksportvækst.

Skattelettelserne og konjunkturedgangen har imidlertid forøget det offentlige underskud betragteligt, og det var i størrelsesordenen 2,6 pct. af BNP i 2001, 1,1 pct. højere end skønnet ved årets begyndelse. Det er det største underskud blandt eurolandene. Hvis lavvæksten fortsætter, er der risiko for, at Tyskland overskrider vækst- og stabilitetspagtens grænse for det offentlige underskud på 3 pct. af BNP. Også Portugal risikerer at komme tæt på 3 pct. grænsen. På denne baggrund iværksatte Kommissionen proceduren til, at EUs økonomi- og finansministre, Ecofin-rådet, skulle afgive en såkaldt tidlig advarsel til Tyskland og Portugal. Efter tysk og portugisisk tilsagn om, at grænsen ikke vil blive overskredet, og at landene sigtede mod budgetbalance i 2004, undlod ministrene dog at afgive de tidlige advarsler.

Storbritannien afviger fra de øvrige store EU-lande ved fortsat at have pæn vækst. I 3. og 4. kvartal voksede BNP med henholdsvis 0,5 og 0,2 pct. I 3. kvartal var det især et robust privatforbrug, der sikrede aktiviteten, mens investeringerne faldt. Flere indikatorer angiver imidlertid, at Storbritannien er ved at blive påvirket af tilbageslaget i den globale økonomi. Arbejdsløsheden steg i oktober/november efter et i øvrigt fladt forløb i 2001, og tillidsindikatorerne for såvel service-, industri- og fremstillingssektorerne er nu på ret lave niveauer. Graden af afsmitningen til privatforbruget er afgørende for, om den britiske økonomi kan holde væksten oppe, ligesom tidspunktet for fornyet opgang i USA vil have betydning.

Inflationen målt ved den årlige stigningstakt i RPIX-indekset var i januar på 2,6 pct. Det er en opgang på 0,7 pct. i forhold til december, og er lige over inflationsmålet på 2,5 pct. Pundet ligger forholdsvis stabilt på et højt niveau over for både dollar og euro.

Afmatningen er også slået igennem i Sverige. I 2. og 3. kvartal var BNP væksten marginal positiv, men det dækker over en faldende indenlandsk efterspørgsel, primært på grund af nedgang i investeringerne og et markant fald i importen, som tegn på en mat indenlandsk økonomi. Riksbankens foretrukne inflationsmål, forbrugerpriserne rensset for renteomkostninger og indirekte skatter, var på 3,4 pct. i december og ligger dermed over Riksbankens målzone på 2 pct. +/- 1 pct. på mellemlang sigt. Inflationen ventes at aftage i løbet af foråret, efterhånden som tidligere prisstigninger på bl.a. fødevarer, el og teletjenester ebber ud.

Tre års kraftig recession i Argentina kulminerede foreløbigt i december, hvor de la Rúa-regeringen gik af efter gadekampe og plyndringer.¹ Herefter fulgte to kaotiske uger, hvor Argentina nåede at have fire præsidenter. Udviklingen frem til medio februar er beskrevet nedenfor.

Argentina indstillede i december betalingerne på den private udlandsgæld. Den 6. januar blev den fastkurspolitik, som siden 1991 via et currency board havde holdt den argentinske peso i 1:1 kurs over for amerikanske dollars, opgivet. I stedet blev indført et dobbelt valutakurs-system. For statslige udlandstransaktioner og for eksportører og importører gjaldt en ny fast kurs på 1,4 peso pr. dollar, mens der for den almindelige borger gjaldt en flydende kurs. I starten af februar blev det dobbelte valutakurssystem opgivet, da det frister til omgåelse, og valutamarkedet blev genåbnet 11. februar. Peso flyder nu i princippet frit, men forskellige restriktioner på valutahandel og interventioner fra den argentinske centralbank viser, at man vil forsøge at lægge en bund under pesokursen. Medio februar var kursen 1,95 peso pr. dollar, hvilket svarer til en devaluering på 49 pct. i forhold til den tidligere paritet.

I et forsøg på at afskærme befolkningen mod de værste konsekvenser af devalueringen har Argentinas regering annonceret en række initiativer. Disse indebærer bl.a., at privat dollargæld til bankerne skal konverteres til peso til kursen 1:1, mens dollarindskud konverteres til peso i forholdet 1,4 peso pr. dollar. Disse tiltag imødegår delvist de enorme tab, devalueringen ellers ville påføre den private sektor, hvor indtjeningen overvejende er i peso, mens hovedparten af den private gæld er i dollar. Taberne bliver i stedet bankerne, der i overvejende grad er udenlandsk ejede.

Skiftet af det pengepolitiske regime følges op med forskellige finanspolitiske tiltag, der bl.a. indebærer skat på eksport af olie og beskæring af lønninger og pensioner med 13 pct. For at imødegå et inflationært pres er der yderligere indført loft over priser på elektricitet, gas og telefoni. Dertil kommer forslag om konstitutionelle reformer.

Det er usikkert, om den nye regering har politisk opbakning til at gennemføre de foreslåede reformer, og om de er tilstrækkelige til at redde Argentinas økonomi ud af krisen. Økonomien er relativt lukket, så devalueringen vil formentlig kun have en mindre aktivitetsskabende effekt, ligesom det finanspolitiske råderum er begrænset. Det afgørende bliver, om Argentina kan skabe troværdighed om en holdbar økonomisk politik i et internationalt konkurrencemiljø.

¹ Argentinas turbulente økonomiske historie er beskrevet i Morten Roed Sørensen, *Argentinas Kriser*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001.

INDENLANDSK AKTIVITET OG BETALINGSBALANCE

Danmark er også ramt af den internationale konjunkturedgang, men foreløbig dog i mildere grad end andre lande, fx Tyskland. Dertil kommer, at en høj kapacitetsudnyttelse, lav arbejdsløshed, lav inflation og solide overskud på betalingsbalancen og de offentlige finanser sammenlagt udgør et robust udgangspunkt ved en midlertidig afmatning.

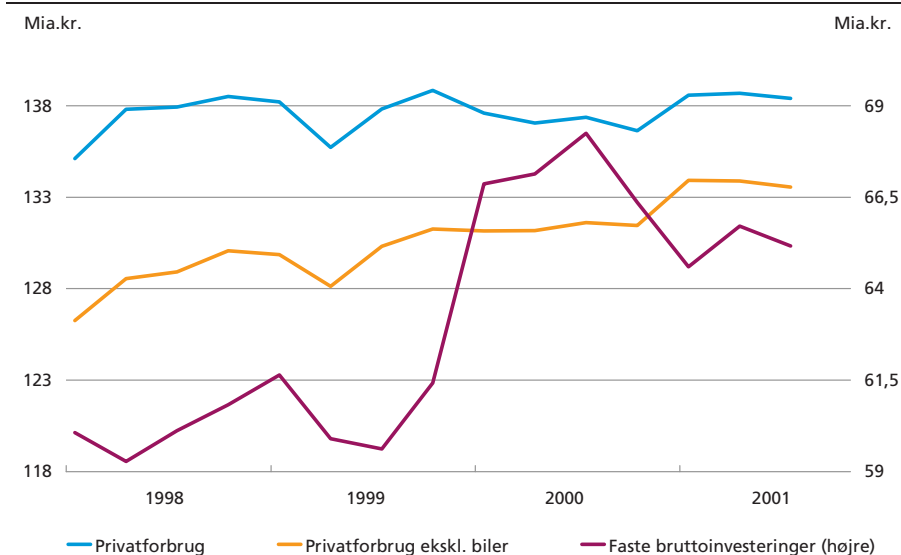
Ledigheden faldt endnu en smule fra oktober til december og udgør nu 5,0 pct. af arbejdsstyrken. Beskæftigelsen opgjort ud fra ATP-indbetalinger faldt med 9.000 personer i 3. kvartal. Faldet kunne overvejende henføres til fremstillingssektoren, mens den offentlige beskæftigelse steg med 5.000 personer. Byggesektoren melder fortsat om mangel på arbejdskraft, men med mindre styrke. Det samlede indtryk er stadig et relativt stramt arbejdsmarked, der dog er kølnet noget af.

Nationalregnskabet for 3. kvartal viste en BNP-vækst på 0,5 pct. i forhold til 2. kvartal. Den indenlandske efterspørgsel stagnerede, hvilket dækkede over et fald i investeringer og privatforbrug, mens det offentlige forbrug fortsat steg. Importen faldt mere end eksporten. Samlet bekræfter nationalregnskabstallene indtrykket af en lidt mat indenlandsk efterspørgsel i en økonomi tæt på kapacitetsgrænsen.

Faldet i investeringerne sker fra et højt niveau og er en naturlig nedgang efter ekstraordinære reparationsarbejder efter orkanen i december 1999, jf. figur 6. Figuren viser også udviklingen i det samlede privat-

PRIVATFORBRUG OG FASTE BRUTTOINVESTERINGER

Figur 6



Anm.: Sæsonkorrigeret, 1995-priser.

Kilde: Danmarks Statistik.

forbrug, der har ligget stort set konstant siden 1998. Det dækker imidlertid over en nedgang i bilkøbene i 1999 og 2000, og ses der på det private forbrug ekskl. biler, har der været tale om moderat vækst i perioden fra 1998 til starten af 2001, hvorefter det har været næsten konstant. Forbrugertilliden steg i december og januar og blev igen lidt positiv. Det var især landets økonomiske situation, der blev vurderet bedre.

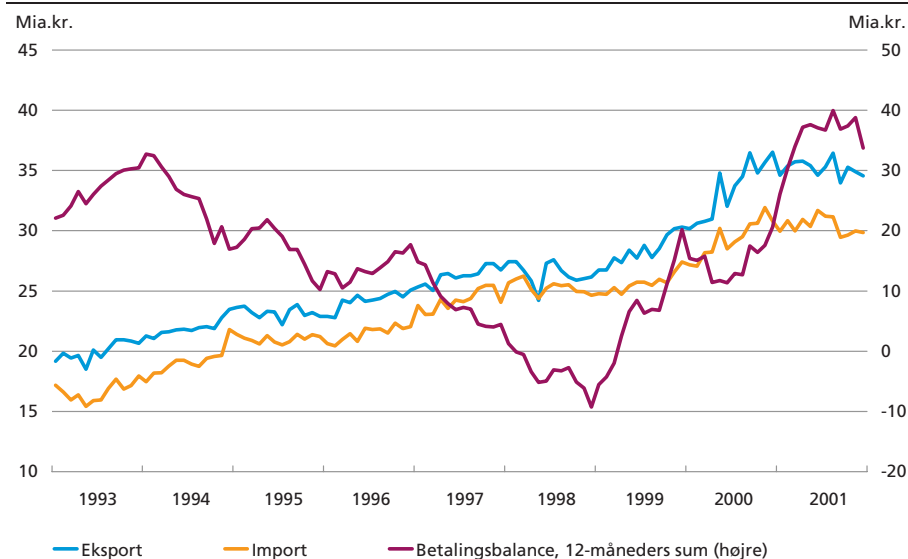
Konjunkturindikatoren for bygge- og anlægsvirksomhed steg også i december og januar, men forblev negativ. Industritilliden var stabil på et lavt niveau i efteråret, men steg i januar til næsten neutralt niveau. Det var især produktionsforventningerne, der steg. Industriens omsætning har ligget fladt gennem 2001 efter en pæn stigning i 2000. Samlet giver tillidsindikatorerne et blandet billede, men de største nedjusteringer af forventningerne til fremtiden synes at være overstået.

Boligpriserne udvikler sig fortsat stabilt, understøttet af lave renter. Ifølge Realkreditrådets opgørelse steg priserne på parcel- og rækkehuse 0,7 pct. fra 3. til 4. kvartal. Stigningerne var stadig størst i hovedstadsområdet, mens der var et fald i boligpriserne i flere større provinsbyer.

Efter den store vækst i 2000 har eksporten korrigeret for sæsonudsving ligget næsten fladt i 2001, jf. figur 7. Afdæmpningen af den indenlandske økonomi ses i den sæsonkorrigerede import, hvor der var et fald fra juni til oktober. Det var især importen til forbrug, der gav sig, men også importen til erhverv faldt. Det skal bl.a. ses i lyset af de fal-

EKSPORT, IMPORT OG BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 7



Anm.: Sæsonkorrigeret eksport og import af varer ekskl. skibe og fly.

Kilde: Danmarks Statistik.

dende investeringer, der har et betydeligt importindhold. I perioden frem til december steg importen lidt igen.

Der er fortsat et solidt overskud på betalingsbalancens løbende poster, men i 4. kvartal 2001 var overskuddet dog mindre end året før, primært som følge af en stor import af fly. I hele 2001 udgjorde overskuddet 33,7 mia.kr. mod 20,6 mia.kr. i 2000. Forbedringen kan henføres til posterne for tjenester og søtransport, mens posterne for lønindkomst og overførsler til EU viser en lille forringelse.

Den nye regering har tilkendegivet, at den "...vil føre en stram finanspolitik og videreføre den stabilitetspolitik, som har været ført siden 1982 med den faste kronekurs som omdrejningspunkt".¹ Finansloven for 2002 indebærer en omfordeling af de offentlige udgifter og et fortsat betydeligt overskud på de offentlige finanser. Den samlede finanseffekt er på linje med den tidligere regerings forslag. Den overordnede finanspolitiske linje er passende set i lyset af Danmarks aktuelle økonomiske situation og fremtidige udfordringer.

RENTE- OG VALUTAKURSUUDVIKLINGEN I DANMARK

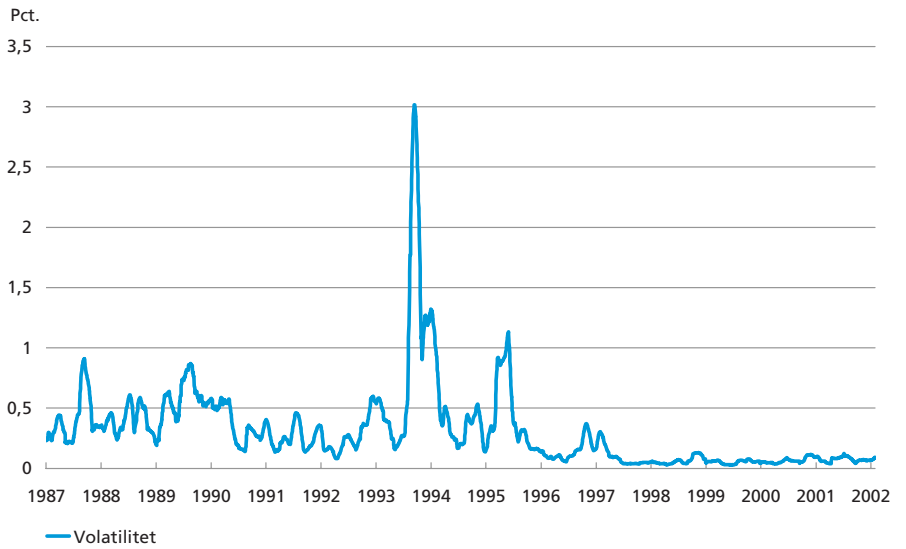
Siden medio maj 2001 har kronen været lidt stærkere end centralkursen i ERM2, 7,46038 kr. pr. euro, og siden midten af 1997 har de daglige udsving været beskedne, jf. figur 8. Siden november har der været en underliggende tendens til styrkelse af kronen, fra et niveau på ca. 7,45 kr. pr. euro, til lige under 7,43 kr. pr. euro medio februar. Det er det stærkeste niveau siden euroens introduktion den 1. januar 1999, men stadig tæt på pariteten jf. figur 9. I perioden fra november til januar har Nationalbanken netto købt valuta for 16,6 mia.kr. På baggrund af store valutaopkøb i januar og den stærke og stabile kronekurs nedsatte Nationalbanken den 1. februar renten på udlån og indskudsbeviser med 0,05 pct., og indsnævrede dermed rentespændet til ECBs minimums budrente til 0,30 pct.

3-måneders pengemarkedsrenten har ligget konstant på ca. 3,6 pct. siden midten af november, jf. figur 10. Rentespændet til euroområdet har i samme periode været 25-35 basispoint. Renten på den 10-årige statsobligation har fulgt udviklingen i euroområdet og er steget med ca. 70 basispoint fra primo november til nytår, men har haft et fladere forløb siden. Efter en faldende tendens i september og oktober har det 10-årige rentespænd til Tyskland ligget nogenlunde stabilt på ca. 15-25 basispoint siden november. Mindsterenten blev ekstraordinært nedsat til 3 pct. den 23. november, men blev sat op til 4 pct. igen fra årsskiftet. Der

¹ Statsministerens åbningsredegørelse i Folketinget den 4. december 2001.

VOLATILITET FOR KRONEKURS OVER FOR EURO

Figur 8



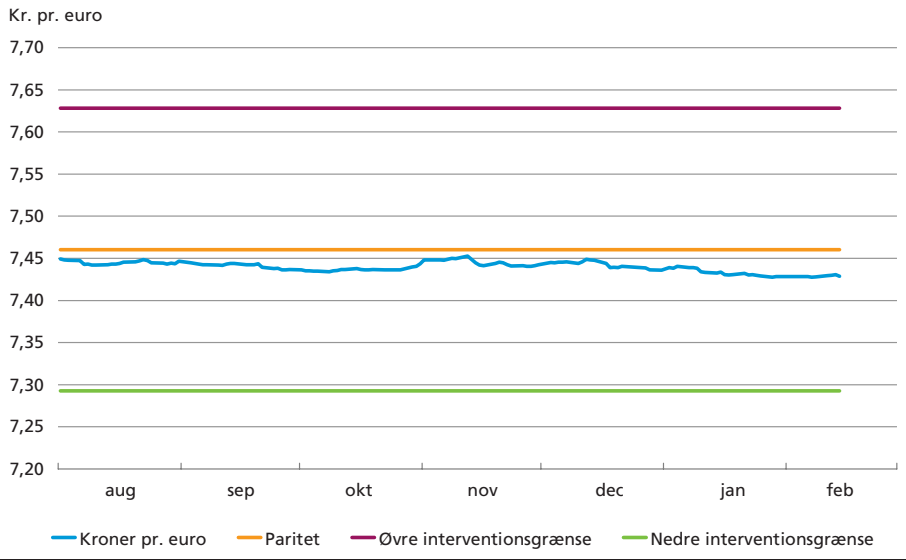
Anm.: Volatiliteten er 60 dages glidende standardafvigelse. Før 1. januar 1999 er anvendt kursen på D-mark.

nåede at blive udstedt 3 pct. papirer for knap 8 mia.kr., hvoraf Danmarks Skibskreditfond stod for knap 75 pct.

I december afholdt realkreditinstitutterne deres årlige auktioner over obligationer i forbindelse med refinansieringen af rentetilpasningslån. Auktionerne forløb planmæssigt. Husejere med lån med årlig rentetilpasning skal betale ca. 3,95 pct. i rente i 2002, hvor den tilsvarende rente

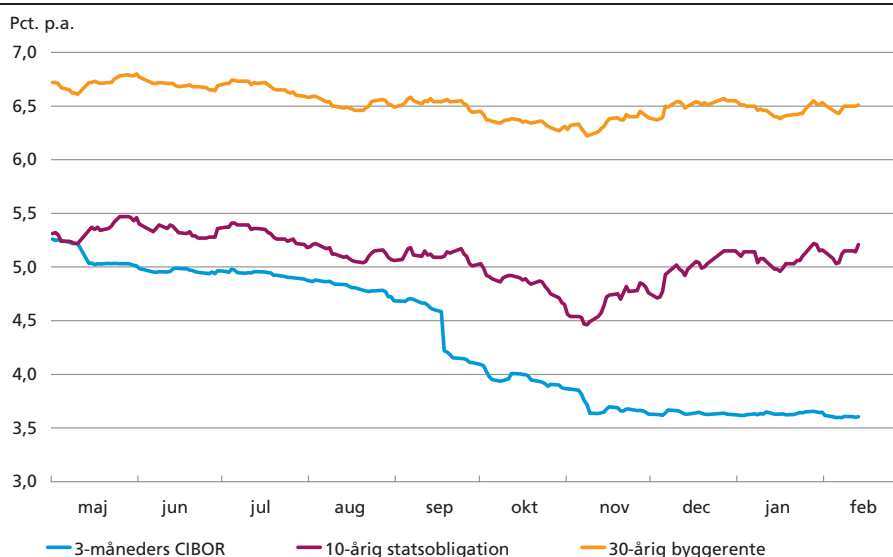
KRONEKURS OVER FOR EURO

Figur 9



PENGEMARKEDS- OG OBLIGATIONSRENTER

Figur 10



Anm.: Den 30-årige byggerente er Realkreditrådets sammenvejede rente.

i 2001 var ca. 5,6 pct. Renten i 2002 på rentetilpasningslån i euro blev 45-50 basispoint lavere end et tilsvarende lån i kroner før indregning af vekselomkostninger mv.

Bl.a. realkreditinstitutternes auktioner betød, at der skulle afvikles et rekordstort beløb på det danske pengemarked den 2. januar. Betalingerne blev udløst af refinansiering af lån i danske kroner for ca. 92 mia.kr., ekstraordinære indfrielse for ca. 80 mia.kr. samt renter og udtræk for ca. 15 mia.kr. I alt skulle der afvikles betalinger for 187 mia.kr. ud over de normale afviklinger den 2. januar. Nationalbanken valgte at holde åbent for køb og salg af indskudsbeviser for at imødegå eventuelle problemer med fordelingen af likviditeten mellem de enkelte penge- og realkreditinstitutter. Markedsdeltagerne var dermed sikre på at kunne rejse likviditet til indskudsbevisrenten plus 5 basispoint ved at sælge indskudsbeviser til Nationalbanken.¹ Dagen forløb da også uden problemer.

På forhånd vidste markedet og Nationalbanken, at likviditeten ville være rigelig på grund af store statslige udbetalinger den 2. januar. Med andre ord ville der på pengemarkedet være et større behov for at placere likviditet (købe indskudsbeviser) end for at rejse likviditet (sælge indskudsbeviser). Markedsdeltagerne havde et incitament til at handle indbyrdes, idet de, der ønskede at placere likviditet, kun fik indskudsbevisrenten, hvis de købte indskudsbeviser af Nationalbanken, mens de, der ønskede at rejse likviditet, skulle betale indskudsbevisrenten plus 5 basis-

¹ Nationalbankens normale tillæg er på 5 basispoint, når der åbnes op for køb af indskudsbeviser.

point, hvis de solgte indskudsbeviser til Nationalbanken. De to parter kunne derfor med fordel mødes på midten og dele de 5 basispoint. På trods af dette blev Nationalbanken i betragteligt omfang brugt som modpart i løbet af dagen, idet der blev placeret for 32 mia.kr. og lånt for 29 mia.kr.

Væksten i penge- og realkreditinstitutternes samlede indenlandske udlån har været stigende de sidste måneder og var i slutningen af 2001 på godt 7 pct. år-til-år, hvilket er lidt under niveauet fra ultimo 2000. Det er især realkreditinstitutternes udlån, der har været tiltagende. Udlånene til erhverv er steget mindre end udlånene til husholdningerne, hvilket afspejler det afdæmpede investeringsforløb.

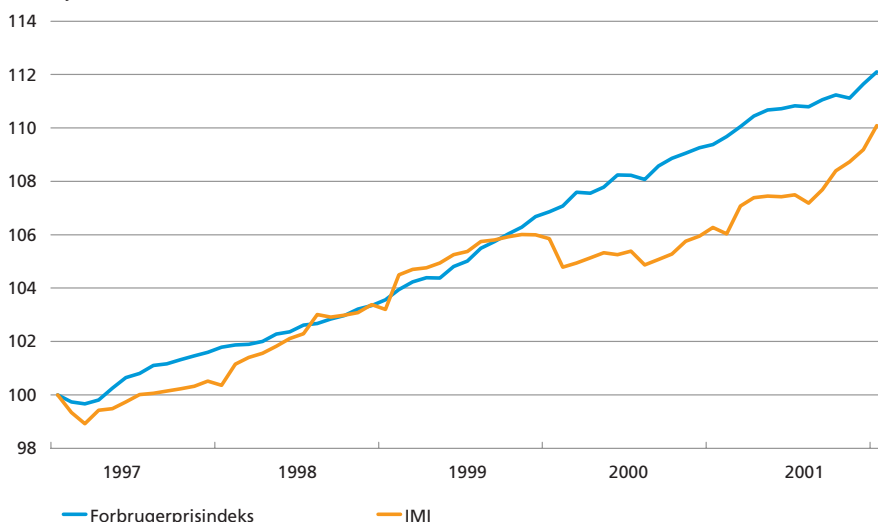
PRISER OG LØNNINGER

Ifølge Dansk Arbejdsgiverforenings statistik steg lønnen med 4,4 pct. i 3. og 4. kvartal. Det er en nedgang i forhold til 2. kvartals 4,9 pct., der var påvirket i opadgående retning af indregningen af ekstra feriefridage fra 1. maj. Lønnen stiger stadig mere end i euroområdet og bekræfter, at det danske arbejdsmarked er stramt. Forlængelsen af barselsorloven øger presset på arbejdsmarkedet, især for nogle stillingskategorier, fx sygeplejersker.

Det EU harmoniserede prisindeks, HICP, steg med 2,5 pct. år-til-år i januar mod 1,7 pct. i november og 2,1 pct. i december. En del af stignin-

FORBRUGERPRISINDEKS OG INDENLANDSK BESTEMTE MARKEDSPRISER Figur 11

Indeks jan. 1997 = 100



Anm.: Sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Statistik og tabel 10 i tabelafsnittet.

gen fra november, ca. en promille, kan henføres til, at indberetningen af ændringer i fjernvarmepriser til Danmarks Statistik har manglet siden februar 2000. Dermed kom næsten to års stigninger i fjernvarmepriserne ind i forbrugerprisindekset på én gang i december 2001. Resten af stigningen skyldes overvejende højere priser på fødevarer.

Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, er steget mere end det generelle indeks i 2. halvår 2001, jf. figur 11. Det skal primært ses som en redressering, idet de stigende import- og energipriser i især 2000 ikke umiddelbart blev overvæltet i forbrugerpriserne, men fik IMI til at bøje af. Forløbet passer med, at stigende import- og energipriser i 2000 blev opfattet som temporære.

Euroen 2002

Niels Bartholdy, Internationalt Kontor, og nationalbankdirektør Jens Thomsen

INDLEDNING

Eurosedler og -mønter blev sendt i cirkulation i 12 EU-lande¹ fra 1. januar 2002, og de gamle nationale valutaer er ved at være trukket ud af cirkulation. Hermed er de 12 lande trådt fuldt ind i den endelige fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU. Euroen, det fælles centralbanksystem og den fælles pengepolitik har ganske vist eksisteret siden 1999. Men først nu, hvor sedlerne og mønterne er sendt i omløb og brugen af de gamle valutaer til betaling og prismærkning stort set er ophørt, kan ØMUen siges at være en realitet også i den brede befolknings bevidsthed.

Tanken om en økonomisk og monetær union i det europæiske fællesskab fik momentum første gang for over 30 år siden og førte til udarbejdelsen af den såkaldte Werner-plan, som imidlertid kuldsejlede. Samme skæbne overgik de løse ØMU-planer, der indgik som en del af aftalen ved etableringen af Det Europæiske Monetære System, EMS, i 1979. Denne artikel ser på de gamle planer i lyset af den nu realiserede ØMU og søger forklaringer på, hvorfor det lykkedes at realisere ØMUen nu og ikke dengang.

Euroen har endnu ikke fået samme status som dollaren på de internationale valutamarkeder. Men euroen er valuta for over 300 millioner mennesker i Europa, og den er dermed et håndgribeligt symbol på det europæiske samarbejde. De 12 eurolande har nu fælles rente, fælles centralbanksystem og fælles valuta.

For Danmark er euroen, som følge af den danske fastkurspolitik og det store handelssamkvem med euroområdet, klart den vigtigste fremmedvaluta.

¹ Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

WERNER-PLANEN

På initiativ fra den tyske forbundskansler, Willy Brandt, blev det på et EF-topmøde i Haag, Holland, i december 1969, besluttet, at der skulle udvikles en plan med henblik på at få etableret en økonomisk og monetær union i Det Europæiske Fællesskab. EF bestod på det tidspunkt af Belgien, Frankrig, Holland, Italien, Luxembourg og Tyskland. På samme topmøde blev der også åbnet op for en udvidelsesforhandling, som siden skulle føre Danmark, Irland og Storbritannien ind i EF fra 1973.

Brandts ØMU-initiativ må til dels ses som et forsøg på at vise aktiv velvilje over for tættere samarbejde i EF som en slags kompensation til EF-partnerne, herunder ikke mindst Frankrig, som var bekymret over perspektiverne i hans nye dialog med Østtyskland ("Ostpolitik").

Økonomisk set var udgangspunktet for initiativet, at der gennem 1960'erne i EF-landene havde hersket en høj grad af stabilitet med lav arbejdsløshed og inflation, overvejende overskud på betalingsbalancens løbende poster og rolige forhold på valutamarkederne. Valutakurserne blev holdt stabile inden for rammerne af Bretton Woods-systemet, hvor hver valuta var knyttet til den amerikanske dollar med et udsvingsbånd på +/- 1 pct. De europæiske lande havde på eget initiativ pålagt sig et lidt snævrere bånd på +/- 0,75 pct., og i praksis blev valutaerne holdt endnu mere stabile. Systemet indebar, at der kun kunne blive tale om at justere valutakursen, hvis der var tale om fundamentale uligevægte på betalingsbalancen. I perioden 1962 til 1968 var ingen af EF-landenes valutaer udsat for kursjustering.

Dette billede af rolig stabilitet blev brudt i 1969, hvor franske franc kom under massivt pres og til sidst måtte devalueres, mens D-marken blev revalueret.

Samtidig havde man i EF-samarbejdet i løbet af 1960'erne gjort en række betydelige fremskridt med indførelsen af den fælles landbrugspolitik med fælles priser på landbrugsvarer, etableringen af et system for egne indtægter samt, i 1968, fuldendelse af toldunionen, som et væsentligt skridt mod etableringen af det fælles marked.

Efter beslutningen i Haag blev der nedsat en ekspertgruppe under ledelse af Luxembourgs premierminister, Pierre Werner, med mandat til at udarbejde en plan for etableringen af ØMU. Werner-gruppen fremlagde sin rapport i oktober 1970, hvor gruppen skitserede "de nødvendige elementer" i en endelig ØMU. Disse omfattede fastlåste valutakurser, fuld liberalisering af kapitalbevægelserne, samt en betydelig overførsel af økonomisk politisk kompetence fra nationalt niveau til fællesskabsniveau. Der skulle etableres et fælles "center for beslutninger om økono-

misk politik" (herunder beslutninger om de enkelte landes finanslove), samt en fælles centralbank.

Rapporten foreslog en overgang til ØMU i faser, men indholdet af disse faser blev kun løst skitseret. I den første fase, som skulle vare til udgangen af 1973, skulle der ske en gradvis indsnævring af EF-landenes valutakurs-udsvingsbånd i Bretton Woods – og dermed en indsnævring af de indbyrdes udsvingsbånd – samt en intensiveret koordination af den økonomiske politik i medlemslandene. Hvordan fx de nye institutioner skulle oprettes, og hvad det juridisk set ville kræve at gennemføre planen, blev der ikke givet noget bud på.

Denne vaghed på de konkrete forpligtelser gik igen, da man i februar 1971 i EFs ministerråd vedtog en resolution om gennemførelse af Werner-planen (efter høring i de 4 kandidatlande, inkl. Norge). Navnlig Frankrig modsatte sig forpligtelser til at overføre kompetence til fællesskabsniveauet.

Disse uklare institutionelle forpligtelser står i skarp kontrast til grundlaget for den aktuelle ØMU, Delors-rapporten og især Maastricht-traktaten, som meget detaljeret fastlagde det institutionelle grundlag for ØMUen, jf. nedenfor.

I marts 1971 besluttede centralbankcheferne i EF, som et første led i implementeringen af Werner-planens første fase, at indsnævre de indbyrdes udsvingsbånd mellem EF-valutaerne i Bretton Woods fra 1,5 pct. til 1,2 pct.¹ Men før denne beslutning blev sat i værk, blev den overhalet af Bretton Woods-systemets sammenbrud og udbruddet af den værste monetære krise siden 2. verdenskrig. Krisen indebar en svækkelse af dollar og styrkelse af D-mark og førte siden helt til opgivelsen af systemet med faste kurser i forhold til dollar.

I årene herefter fulgte den første oliekrise, øget brug af kapitalrestriktioner, samt et skibbrudent forsøg på at etablere et fastkurssamarbejde mellem alle EF-landene. Werner-planen løb ud i sandet. I forsøget med et fastkurssamarbejde i form af "valutaslangen" (fra 1972, med udsvingsbånd på +/- 2,25 pct.) måtte man hurtigt opgive at have alle EF-landene med. UK og Irland røg ud i juni 1972, og det endte i praksis med at være en D-mark-zone omfattende Benelux-landene, Danmark og Tyskland. Endvidere var ikke-EF-landene Sverige og Norge med. Samarbejdet var i sin levetid fra 1972 til 1978 præget af hyppige kursjusteringer og en ganske livlig trafik af lande ud af, og for Frankrigs vedkommende også ind i, samarbejdet.

¹ Hver EF-valuta havde over for dollaren et udsvingsbånd på +/- 0,75 pct. Herved var valutaernes indbyrdes udsvingsbånd i realiteten +/- 1,50 pct. Derfor var en fastlæggelse af det indbyrdes bånd til +/- 1,2 pct. en indsnævring.

Hvis man skal sammenfatte årsagerne til, at Werner-planen aldrig blev til noget, er det dels den dystre globale økonomiske udvikling på det tidspunkt, men måske endnu vigtigere kombinationen af højt ambitionsniveau med hensyn til afgivelse af national kompetence og udpræget uklarhed omkring, hvordan dette skulle implementeres i praksis. Den økonomiske krise og EF-landenes reaktion herpå viste med al tydelighed, at landene ikke var modne til et mere forpligtende samarbejde, og at man befandt sig meget langt fra konsensus om den mest hensigtsmæssige økonomiske politik. Werner-planen havde således sit udspring i en økonomisk politisk kontekst, som siden var blevet ændret totalt, og hvor landene endnu ikke havde fundet deres egne ben.

EMS: STABILE KURSER UDEN MONETÆR UNION

Hvor tiden op til lanceringen af Werner-planen i 1970 var præget af overvejende økonomisk og monetær stabilitet, blev det følgende tiår præget af kaos. I midten af 1970'erne måtte enhver forestilling om øget økonomisk politisk koordination og forpligtende samarbejde vige for kortsigtet national økonomisk politik i forsøget på at tackle de pludseligt opståede store økonomiske ubalancer i de fleste europæiske lande (samt i USA). Recession, høj inflation, kraftigt stigende arbejdsløshed, betalingsbalanceproblemer og store offentlige budgetunderskud prægede perioden.

Midt i denne turbulente tid, hvor tanken om ØMU og fælles valuta må have forekommet meget fjern, traf man i EF en beslutning, som dengang nok primært blev betragtet som teknisk, men som siden skulle vise sig at have betydelige implikationer. Den eksisterende regningsenhed til brug ved afregning af visse betalinger i EF-systemet var efter Bretton Woods-systemets sammenbrud blevet forældet, og man fastsatte derfor i 1975 en ny regningsenhed, EUA (European Unit of Account), som gradvist blev indført i EF. Værdien for 1 EUA blev initialt fastsat til 1 SDR (IMFs Special Drawing Rights). Den efterfølgende kursudvikling på EUA, som i 1979 blev omdøbt til ECU, blev bestemt af udviklingen på en sammenvejet kurv af EF-landenes valutaer. Siden skulle ECUens kurs i forhold til andre valutaer, fx dollar, blive bestemmende for euroens kurs, som ved overgangen til euro i 1999 blev fastsat i forholdet 1:1 til ECUens kurs på overgangstidspunktet.

Ideen om ØMU vendte tilbage på dagsordenen i efteråret 1977, hvor EF-kommissionens formand, Roy Jenkins, i en tale argumenterede for at genoplive ØMU-planerne. Talen fik dengang en yderst skeptisk modtagelse i offentligheden, men set i lyset af den senere udvikling var Jenkins tanker – som øjensynligt var helt personlige og ikke resultatet af en indstilling fra baglandet i Kommissionen – ganske visionære. Ikke mindst

fordi Jenkins pegede på, at det – modsat budskabet i Werner-planen – godt kunne lade sig gøre at etablere en ØMU uden nogen betydelig centralisering af finanspolitikken i medlemslandene. Han anførte i den forbindelse, at "en monetær union formentlig ville være levedygtig med udgifter på 5-7 pct. af bruttonationalindkomsten".¹ Tankerne i talen blev skudt ned af EF-landenes økonomi- og finansministre i november 1977, men på EF-topmødet i december var der opbakning til ØMU-tankerne, dog uden at man konkluderede andet, end at man skulle fortsætte disse overvejelser.

I mellemtiden var den internationale monetære situation blevet endnu mere turbulent med Tyskland i en stadig klarere global økonomisk rolle, som set fra tysk side ikke var uproblematisk. Alene i perioden 1977-78 blev dollaren svækket med 30 pct. i forhold til D-mark, hvilket naturligvis også udløste betydelige spændinger i slangesamarbejdet. Samtidig var vækstudsigterne dystre overalt, også i Tyskland.

I denne situation valgte den tyske forbundskansler, Helmut Schmidt, i foråret 1978 at lancere ideen om et Europæisk Monetært System. Ideen var i første omgang kun drøftet med den franske præsident, Giscard d'Estaing, men blev præsenteret for de øvrige EF-regeringsledere på et topmøde i København i april 1978, hvor den danske statsminister, Anker Jørgensen, førte formandskabet.

Omstændighederne omkring Schmidts initiativ har mange fælles punkter med Brandts initiativ i 1969. Forslaget kommer helt overraskende. Der er tale om et personligt initiativ, som ikke er drøftet med baglandet (fx finansministeren eller Bundesbank). Og initiativet markerer et markant sporskifte i forhold til tidligere tyske holdninger.

I forhandlingerne om Werner-planen havde Tyskland ført an på den fløj, som insisterede på, at et tættere monetært samarbejde forudsatte en tættere integration af den øvrige økonomiske politik. EMS-initiativet bryder med denne tankegang ved at foreslå et tættere monetært samarbejde uden umiddelbare krav til den øvrige økonomiske politik.

Selv om EMS-forslaget i udgangspunktet var ambitiøst, var det ikke så vidtgående som Jenkins ØMU-tanker. I den EMS, som der i slutningen af 1978 blev opnået enighed om, var det meningen, at den fælles regningsenhed, ECUen, skulle udgøre det centrale punkt for de øvrige valutaer, og graden af spændinger i EMSen skulle måles ved hjælp af en såkaldt divergensindikator, som dog aldrig fik nogen praktisk betydning. Samtidig blev der for hver valuta fastlagt indbyrdes centralkurser i forhold til alle andre valutaer i systemet, det såkaldte paritetsgitter. Udsvingbåndet for hver valuta blev på +/- 2,25 pct., og der var regler for finansiering af interven-

¹ Roy Jenkins, The First Jean Monnet Lecture, Firenze, 27. oktober 1977.

tion¹. Desuden vedtog man en hensigtserklæring om, at man inden for 2 år ville "gå videre" og etablere et "endeligt system" med oprettelsen af en europæisk monetær fond. Dette sidste kunne jo tolkes på mange måder lige fra en pooling af en mindre andel af landenes valutareserver til etableringen af en egentlig fælles centralbank. Hvad, der mentes, blev imidlertid aldrig klart, idet de første urolige år af EMSens levetid førte til, at planerne lige så stille blev skrinlagt.

EMSens første 4 år, som var præget af hyppige kursjusteringer, tydede ikke på, at man havde opnået nogen større valutastabilitet, og i praksis kom EMSen til at ligne en uændret videreførelse af slangesamarbejdet, blot med en lidt bredere deltagerkreds. Frankrig førte eksempelvis i denne periode en meget ekspansiv finanspolitik, hvilket bidrog til spændingerne i systemet. Men fra 1983, hvor den nationale økonomiske politik i en række lande, fx Frankrig og Danmark, efterhånden blev indstillet på den stabilitetsorientering, som var nødvendig for at opretholde en stabil valutakurs i forhold til D-marken, faldt der ro over systemet. Fx blev inflationstakten² i Danmark og Frankrig halveret i perioden 1979-83 fra 12-14 pct. til 6-7 pct. Selv Italien, som havde en inflation på over 20 pct. i 1979, kom ned på en prisstigningstakt på 6 pct. i 1985. Tysklands inflation var på intet tidspunkt i denne periode over 6 pct. På denne måde var det ironisk nok den franske linje i forhandlingerne om Werner-planen – at man skulle starte med det monetære, hvorefter resten ville komme af sig selv – som i realiteten viste sig at holde stik. Helt frem til 1992 var der ro i EMS-systemet, fra januar 1987 helt uden kursjusteringer bortset fra en enkelt justering af liren.

Ambitionerne om en videreudvikling mod en monetær union forblev på vågeblus indtil begyndelsen af 1988. Indtil da koncentrerede man sig om at få EMSen til at fungere optimalt, ind imellem med små justeringer af systemet, som ikke krævede institutionelle ændringer. Alligevel tjente perioden til at gøde jorden for et nyt ØMU-initiativ. Perioden med valutakursstabilitet fra 1983 viste for en række lande fordelene ved reelt at afgive sin monetære suverænitæt ved at følge Bundesbanks renteændringer og fastholde en stabil valutakurs. Dette kom til at stå i skarp kontrast til det foregående turbulente tiår, som til overflod viste problemerne ved, at landene hver især angreb de økonomiske problemer med forskellige ukoordinerede strategier, såsom devalueringer og kapitalrestriktioner.

Samtidig tiltog en utilfredshed, navnlig fra fransk og italiensk side, med den asymmetri i EMSen, som indebar, at det altid var valutaen "i

¹ Bundesbank havde gennem en underhåndsaftale med den tyske regering sikret sig, at banken ikke forventedes at intervenere, hvis den mente, at den tyske monetære stabilitet var truet.

² Inflation målt ved stigningstakten (år til år) i forbrugerprisindekset, jf. Statistisk Tiårsoversigt.

bunden af systemet", som blev afkrævet en økonomisk politisk tilpasning, mens det aldrig var den "i toppen" (dvs. D-marken), som skulle sørge for tilpasning til de øvrige, fx ved at svække D-marken med en rentesækning.

Midtfirserne var desuden præget af det største nye momentum i integrationsprocessen i EF siden etableringen af toldunionen i 1968 og efter tomgangen i 1970'erne med vedtagelsen af Fællesakten og grundlaget for etableringen af Det Indre Marked. Dette, samt opbruddet i Sovjet og Østeuropa, som kort efter skulle føre til tysk genforening, udgjorde udgangspunktet for et nyt ØMU-initiativ, som igen kom ganske uventet fra tysk kant; i første omgang fra udenrigsminister Hans-Dietrich Genscher i februar 1988, under det tyske EF-formandskab¹. Genscher foreslog, at man arbejdede for etableringen af et europæisk valutaområde og en fælles europæisk centralbank, som skulle baseres på samme principper om uafhængighed, som gjaldt for den tyske Bundesbank. Desuden foreslog han, at man på det efterfølgende EF-topmøde i Hannover i juni 1988 skulle nedsætte en ekspertgruppe, som inden for et år skulle lave en rapport med forslag om etableringen af ØMU, inkl. statutterne for den fælles centralbank. I let modificeret form, og drevet frem af Kommissionens formand, Jacques Delors, blev dette forslag ført igennem på Hannover-topmødet og førte til dannelsen af Delors-komiteen, bestående af Delors, centralbankcheferne fra de 12 EF-lande (med "personligt mandat"), et medlem af EF-kommissionen samt 3 uafhængige eksperter.

Umiddelbart før Hannover-topmødet havde Ecofin-rådet bestående af EFs økonomi- og finansministre vedtaget den fulde liberalisering af kapitalbevægelserne med ikrafttrædelse fra 1. juli 1990 i de fleste af EF-landene. Denne vedtagelse var fra tysk side sat som en betingelse for at gå videre med ØMU-planerne.

DELORS-RAPPORTEN OG MAASTRICHT-TRAKTATEN

Delors-komiteen fremlagde sin rapport i april 1989. Rapporten blev vedtaget med enstemmighed blandt komiteens medlemmer (heriblandt mest bemærkelsesværdigt også Deutsche Bundesbanks direktør, Karl Otto Pöhl, og Bank of Englands direktør, Robert (Robin) Leigh-Pemberton). Hermed havde Delors opnået at få en plan for det videre forløb, som centralbankcheferne var "medejere" af, og som de derfor i det videre forløb ikke kunne begynde at modarbejde.

¹ Der kom på samme tid fra fransk side (Balladur) og italiensk side (Amato) forslag om udvikling af samarbejdet henimod en europæisk centralbank.

Den færdige Maastricht-traktat og den nu realiserede sidste fase af ØMU svarer i meget vid udstrækning til Delors-rapportens skitse. Det gælder oprettelsen af det fælles system af centralbanker, ESCB, og systemets opbygning, opgaver og uafhængighed. For den øvrige økonomiske politik anbefalede rapporten anvendelsen af subsidiaritetsprincippet. Ministerrådet udlægger kun de brede linjer, hvilket senere skulle blive til traktatens "overordnede retningslinjer for den økonomiske politik", jf. traktatens artikel 99, idet der dog også anbefales bindende regler og procedurer for budgetpolitikken i form af ikke nærmere specificerede øvre grænser for budgetunderskud og regler for finansiering af budgetunderskud, hvilket også senere blev en del af traktatens regelsæt i artiklerne 101-104.

For processen hen mod sidste etape af ØMUen fastlægges i Delors-rapporten en række principper, herunder navnlig behovet for parallelle fremskridt i den monetære og i den øvrige økonomiske integration.

På dette punkt kom den faktiske udvikling i EU-landene op gennem 1990'erne til at overstige alle forhåndsforventninger. Ikke kun på grund af den markante finanspolitiske konsolidering og øvrige økonomiske konvergens i alle landene, men lige så meget på grund af bevægelsen i retning af en fælles politisk forståelse af de økonomiske problemstillinger, herunder hvad der kræves for at løse balanceproblemerne, fx i form af øget fokus på strukturpolitikken rolle. Samtidig skete et yderligere holdningsskred i retning af politisk accept af fordelene ved minimumskrav for de offentlige finanser i forlængelse af den erkendelse, som var sat ind under stabiliseringen af EMS i midten af 1980'erne. Fx var der tidligt i 1991 stadig hos et flertal af landene klar modstand mod at kvantificere en overgrænse for offentlige budgetunderskud. Siden blev dette accepteret som en central del af det fælles regelsæt. I flere af de lande, som traditionelt havde haft store offentlige budgetunderskud, blev det opfattelsen, at ØMUen kunne bidrage til at skabe forståelse i befolkningen for nødvendigheden af at nedbringe underskuddene.

På mange punkter var Delors-rapporten kun en skitse og derfor upræcis. Det gælder bl.a. beskrivelsen af "anden etape", hvor man fx ifølge sagens natur ikke forudså EMSens senere sprængning i 1992-93. I rapporten tales om behovet for en gradvis indsnævring af udsvingsmarginerne i ERM frem mod fastlåsnings af kurserne. På den anden side kom dette krav til at harmonere godt med "de facto"-udviklingen i EMS fra slutningen af 1993 og frem, som blev præget af en betydelig stabilitet og små udsving. Endvidere havde rapporten ikke forudset behovet for retlige bestemmelser for den fælles valuta (den senere "eurolovgivning") i overgangsfasen, samt naturligvis heller ikke navneskiftet fra

ECU til euro, som først blev vedtaget i 1995. Men ellers kan man sige, at Delors-rapportens skitse "holdt vand".

Delors-rapporten anbefalede, at der ikke blev fastlagt en fast tidsplan for overgangen til 3. fase. Men det blev anbefalet, at 1. fase sættes i gang senest 1. juli 1990 (sammenfaldende med kapitalliberaliseringens fuldførelse i 8 lande). Endelig opfordredes til fleksibilitet med hensyn til de enkelte medlemslandes grad af deltagelse, idet graden af indflydelse dog så også måtte afhænge af omfanget af deltagelsen.

På baggrund af Delors-rapporten vedtog man på EF-topmødet i Madrid i juni 1989, at 1. fase kunne påbegyndes 1. juli 1990, og på EF-topmødet i Strasbourg i december 1989 blev det besluttet at indkalde til en regeringskonference i 1990 for at fastsætte de efterfølgende faser af ØMUen.

Statutten – eller vedtægten – for det fælles centralbankssystem, ESCB, blev udarbejdet i EFs centralbankchefkomite i 1990 og indgik som input i regeringskonferencen, som startede 15. december samme år. Den endelige statut, der indgår som en protokol i traktaten, ligger meget tæt op ad forslaget fra centralbankchefkomiteen.

Siden blev planerne om en regeringskonference udvidet med en anden del, udviklingen af en politisk union.

Forhandlingerne mandede ud i underskrivelsen af Maastricht-traktaten i december 1991 med de meget detaljerede institutionelle bestemmelser for etableringen af ØMU i 3 faser, konvergenskrav, fælles centralbank, og start af 3. og sidste fase senest 1. januar 1999 uanset hvor mange lande, der til den tid ville være klar.

Den tyske genforening, som var sat i gang med Berlin-murens fald i november 1989, og som blev gennemført i oktober 1990, var helt afgørende for, at der blev opnået fransk/tysk enighed om de centrale beslutninger om ØMU-processen i denne periode, jf. Hoffmeyer (2000).

De følgende to år frem til den endelige ratifikation af traktaten i alle medlemslande i november 1993 blev særdeles turbulente. Folkeafstemningen i Danmark i juni 1992 endte med et snævert nej til traktaten, og en fransk folkeafstemning i september 1992 endte med et snævert ja. Via de fire danske forbehold, som blev aftalt på EF-topmødet i Edinburgh i december 1992, blev der opnået tilslutning til traktaten ved en ny dansk folkeafstemning i maj 1993. I mellemtiden var der imidlertid opstået betydelig uro i EMS-samarbejdet, hvor Storbritannien og Italien forlod samarbejdet i efteråret 1992. I august 1993 blev systemet delvist suspenderet ved en betydelig udvidelse af de indbyrdes udsvingsgrænser.

Det begyndte at ligne en gentagelse af begivenhederne i begyndelsen af 1970'erne med valutakriser og skibbrudne ØMU-planer. Men det bol-

værk, som var skabt med en stærk og meget specifik juridisk tekst i den nye traktat, viste sig at holde.

I begyndelsen af 1994 havde man, som foreskrevet i traktaten, indledt 2. fase af ØMUen og etableret Det Europæiske Monetære Institut, EMI, som skulle forestå opbygningen af den fælles centralbank, ECB. I løbet af 1995 blev det stadig mere klart, at 3. fase af ØMUen ikke ville kunne indledes før det i traktaten fastsatte seneste tidspunkt, dvs. 1. januar 1999. Fx var det, vurderet på resultaterne for 1995, kun Danmark, som havde meddelt, at man ikke agtede at deltage i 3. fase, samt Luxembourg og Irland, der opfyldte konvergenskravet om et offentligt budgetunderskud på højst 3 pct. af BNP.

Med etableringen af EMI var der skabt en institution, som målrettet arbejdede på forberedelsen af de næste faser i ØMU-processen. Dette, samt udspil fra Kommissionen, som i foråret 1995 fremlagde en grønbog om de praktiske aspekter i forbindelse med indførelsen af den fælles valuta, gav nyt momentum til ØMU-processen. På Madrid-topmødet i december 1995 vedtog man en række væsentlige præciseringer af det videre forløb. Dels valgte man at ændre betegnelsen for den kommende fælles valuta fra ECU til euro. Dels fik man efter et oplæg fra EMI lagt en plan for den faseopdelte indførsel af den fælles valuta. Tidsplanen svarer ganske nøje til den senere realiserede plan, med udvælgelsen af deltagerlande og etablering af ECB i 1998, overgang til euro i form af "kontopenge" i 1999 og endelig indførsel af sedler og mønter i euro i 2002 og tilbagetrækning fra cirkulation af de nationale sedler og mønter i løbet af første halvår 2002 (efterfølgende kortet ned til 2 måneder).

Dette nye momentum viste sig at have en betydelig selvforstærkende dynamik. Så sent som i 1996 ville de færreste have gættet på, at 11 lande ville være i stand til at klare konvergenskravene til de offentlige finanser allerede ved udvælgelsen i 1998. Men tilliden til processen medvirkede til betydelige rentefald i lande med stor renteforskel til Tyskland, hvilket i sig selv medførte en betydelig konsolidering af de offentlige budgetter frem til 1997. Det var tilstrækkeligt til, at alle de lande, som ønskede at deltage fra starten i 1999 (på nær Grækenland), også kunne klare konvergenskravene¹.

HVORFOR LYKKEDES DET DENNE GANG?

En række faktorer var afgørende for, at ØMU-initiativet blev gennemført med succes denne gang i modsætning til fx Werner-planen.

¹ Konvergenskravene vedrører ud over offentligt budget og gæld også krav til inflation, rente og valutakurs.

Fastlæggelsen af faste datoer, først for igangsættelsen af regeringskonference og traktatrevision, siden for seneste tidspunkt for igangsættelse af ØMUens 3. fase med indførsel af euroen, havde afgørende betydning. Samtidig blev det accepteret, at man ikke nødvendigvis skulle have alle lande med. England og Danmark fik en opt-out klausul, og konvergenskravene indebar, at der kunne være lande, som ikke kvalificerede sig. Dette byggede på erfaringerne fra først valutaslangen og siden EMS, hvor man – modsat erfaringerne i de øvrige dele af EF-systemet – havde vænnet sig til, at ikke alle lande deltog.

Dernæst havde der frem til slutningen af 1980'erne, og yderligere op gennem 1990'erne, været en slags "mental" konvergensproces i medlemslandene omkring prioriteterne i den økonomiske politik. Først i centralbankerne, hvor det efterhånden stod klart, at Bundesbanks fokusering på bekæmpelse af inflation var den bedste strategi, som de øvrige med fordel kunne følge. I første omgang skete det via fastkurspolitikken over for D-marken, hvor valutakrisen i 1992-93 imidlertid havde vist, at EMSen ikke var en varig løsning. Siden også hos regeringerne, som gradvist blev mere og mere enige om fordelene ved en stabilitetsorienteret økonomisk politik baseret bl.a. på en ansvarlig finanspolitik.

Maastricht-traktaten gav meget specifikke retningslinjer på gennemførelsen af de første faser i overgangsprocessen og opbygningen af den nye fælles centralbank, hvilket utvivlsomt også fik afgørende betydning. Ikke mindst etableringen af EMI gav øget dynamik. Samtidig var Delors-rapporten præget af politisk realisme i forhold til tidligere initiativer ved ikke at fordre centralisering af finanspolitikken og et stærkt forøget EF-budget. Centralbankerne i de lande, som deltog i EMS, havde alle, på nær Bundesbank, de facto afgivet deres suverænitæt, hvorfor overgangen til fælles valuta fra deres synsvinkel primært ville give øget indflydelse.

Endelig var der det selvforstærkende momentum, som blev skabt, da alle trak i samme retning, og det lykkedes at skabe tillid til ØMU-planerne med fastlæggelsen af et detaljeret og udtømmende overgangsscenario i 1995.

Det er overraskende, vurderet i bakspejlet, hvor holdbar retningslinjerne i Maastricht-traktaten har vist sig at være. For selve processen for indførsel af ØMUen viste præciseringerne i Madrid-konklusionerne i 1995 sig at være tilstrækkelige. For den monetære del har der ikke hidtil været behov for ændringer. For den generelle økonomiske politik blev traktatens regler i 1997 efter tysk ønske suppleret med indgåelsen af stabilitets- og vækstpagten, hvilket var med til at dæmpe den interne modstand mod projektet i Tyskland og understøtte den voksende tillid til projektet. Her var imidlertid ikke tale om en ændring af traktatens

bestemmelser, men om en række præciseringer af regelsættet for saldoen på de offentlige finanser, og tilføjes af nogle ikke-bindende krav til den offentlige budgetsaldo på mellemlangt sigt.

Hertil kom etableringen i 1998 af den uformelle eurogruppe bestående af Ecofin-ministre fra de lande, som deltager i euroen. Dette skridt afspejler primært, at man ikke i traktaten helt har afklaret samspillet mellem de deltagende og de ikke-deltagende lande. På nær enkelte euro-relaterede bestemmelser er det derfor fortsat Ecofin-rådet med alle medlemslandes ministre, som træffer alle formelle afgørelser.

REFERENCER

Danmarks Nationalbank, Diverse årsberetninger og kvartalsoversigter.

Delors-rapporten, Committee for the study of economic and monetary union (1989), *Report on the economic and monetary union in the European Community*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.

Gros, Daniel og Niels Thygesen (1998), *European Monetary Integration*, 2nd edition, Addison Wesley Longman Limited: Essex.

Hoffmeyer, Erik (2000), Decisionmaking for European Economic and Monetary Union, *Occasional Paper 62*, Group of Thirty: Washington, DC.

Kristensen, Jens P., Thomas A. Christensen og Gitte W. Pedersen (1998), *Europæisk monetært samarbejde – fra EMS til ØMU*, Handelshøjskolens forlag: København.

Ludlow, Peter (1982), The Making of the European Monetary System, *Butterworths European Studies*, Butterworths: Kent.

Mikkelsen, Richard (1993), *Dansk Pengehistorie 1960-1990*, Danmarks Nationalbank.

Thomsen, Jens (1990), *Det europæiske monetære samarbejde*, Handelshøjskolens forlag, København.

Tsoukalis, Loukas (1977), *The Politics and Economics of European Monetary Integration*, St. Catherine's College: Oxford.

Ungerer, Horst (1997), *A concise history of European monetary integration: From EPU to EMU*, Quorum Books: Westport, CT.

Werner-rapporten, Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community: "Werner Report", *Supplement to Bulletin 11 – 1970 of the European Communities*, Luxembourg.

Falske sedler

Ulrik Bie og Johan Sebastian Gabel, Sekretariatet

INDLEDNING

Nationalbanken har som Danmarks centralbank eneret på udstedelse af sedler. Desværre er der enkelte, der ikke respekterer Nationalbankens eneret. For de personer eller virksomheder, der uforvarende modtager eller videregiver en falsk seddel, er sagen ubehagelig og kan indebære et økonomisk tab. For samfundet som helhed er falskmøntneri dog fortsat et meget begrænset problem i Danmark.

Da de første pengesedler blev introduceret i Danmark i 1713, var underskriften det vigtigste bevis på sedlernes ægthed. Siden er en række elementer blevet tilføjet sedlerne for at gøre dem mere sikre. Selv om sedler i dag er bedre sikret mod efterligning end nogensinde før, kan der med moderne teknologi produceres forholdsvis vellignende efterligninger. De falske sedler, der indtil videre er fundet i Danmark, har dog let kunnet afsløres ved at se efter de kendte sikkerhedselementer.

Et sikkert pengevæsen er altid blevet betragtet som fundamentalt for et velfungerende samfund. Strafframmen for falskmøntneri er med 12 år en af lovens strengeste. Det kommer som en overraskelse for mange, at produktion af nogle få sedler kan give ubetinget fængsel.

OMFANGET AF FALSKMØNTNERI I DANMARK

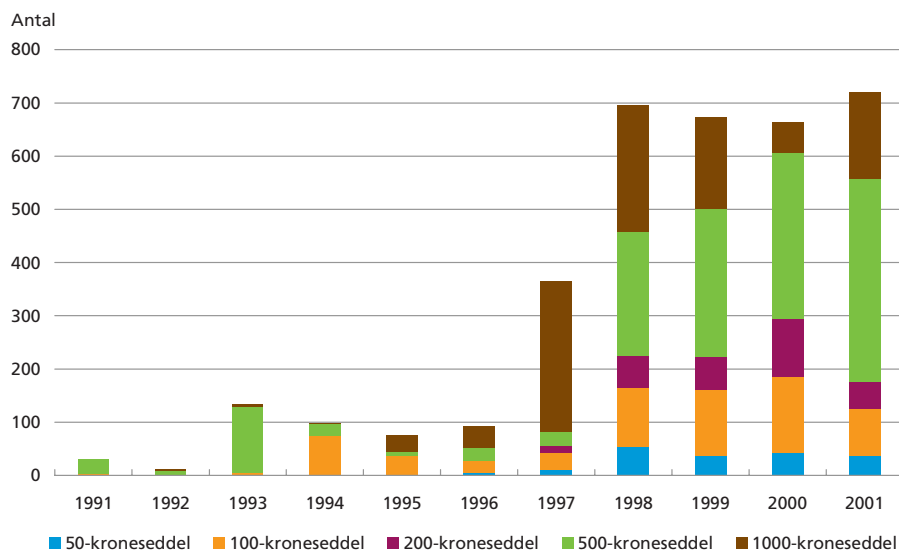
I løbet af 1990'erne er der sket en markant forøgelse af omfanget af falskmøntneri i Danmark. Til trods for dette ligger omfanget af falske pengesedler i Danmark på et beskedent niveau – såvel i sammenligning med andre lande som vurderet ud fra påvirkningen af økonomien som helhed. Det beskedne omfang har den konsekvens, at de færreste i Danmark kontrollerer pengesedlers ægthed, når de modtager dem.

Antallet af falske sedler fundet i omløb¹ pr. år er steget fra et niveau på ca. 100 i begyndelsen af 1990'erne til omkring 700, jf. figur 1.

¹ I opgørelsen over falskmøntneri skelnes mellem sedler fundet i omløb og beslaglagte sedler. Alle falske sedler, der sættes i cirkulation, bliver fundet – om ikke før, så når de kontrolleres maskinelt i Nationalbanken i forbindelse med den almindelige vedligeholdelse af seddelkvaliteten. Beslaglagte sedler er typisk fundet af politiet under efterforskningen hos mistænkte falskmøntnere. De er således endnu ikke sat i omløb.

ANTAL FALSKE SEDLER FUNDET I OMLØB

Figur 1



Kilde: Rigspolitiet.

Forklaringen bag stigningen i løbet af 1990'erne skal findes i den omfattende spredning af ny reproduktionsteknologi i løbet af det sidste årti. Den nye teknologi har gjort det nemmere og billigere at fremstille falske sedler.

I en lang række lande, herunder Danmark, er nye metoder blevet taget i anvendelse i løbet af 1990'erne for at gøre det sværere at forfalske pengesedlerne. En ny og mere sikker dansk seddelserie blev således introduceret i perioden 1997-99.

Den mest kopierede danske pengeseddel er 500-kronesedlen. Mens det gennemsnitlige antal falske sedler pr. million fundet i omløb i 2001 var 5,4, blev der fundet 20,5 falske 500-kronesedler pr. million 500-kronesedler i omløb. 500-kronesedlen er formentlig den foretrukne

POLITIETS REGISTRERING AF FALSKE SEDLER

Boks 1

Hver enkelt anmeldelse af en falsk seddel registreres separat, men under opklaringsarbejdet forsøges det at etablere en sammenhæng mellem relaterede anmeldelser. En indledende metode er at sammenligne løbenumre på indkomne falske sedler for at se, om det er den samme seddel, der er blevet anvendt som originalmateriale.

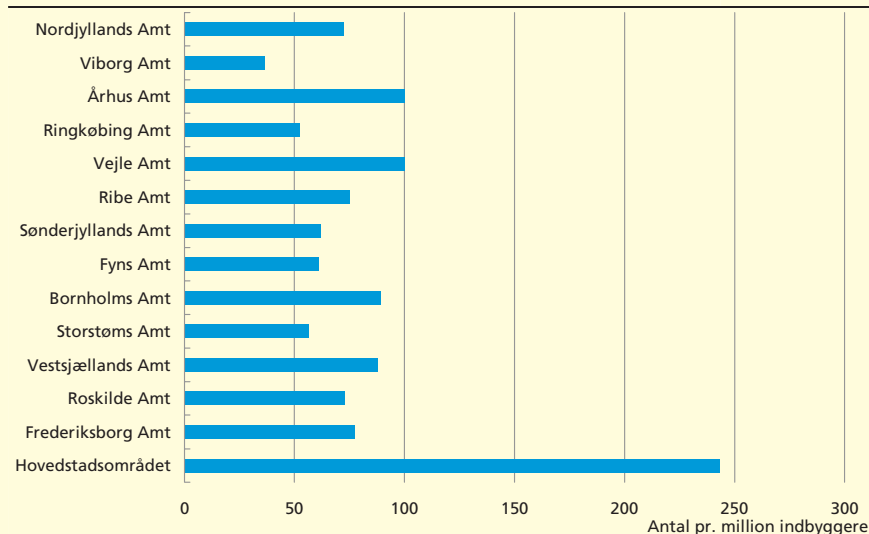
Ud over falske sedler fundet i omløb beslaglægger politiet fra tid til anden større eller mindre mængder falske sedler i forbindelse med opklaringsarbejdet. Der har gennem det seneste årti kun været få store beslaglæggelser, hvilket er med til at understøtte konklusionen om, at der ikke finder et større omfang af professionelt falskmøntneri sted i Danmark.

FALSKMØNTNERIETS ANSIGT I DANMARK

Boks 2

Falskmøntneri adskiller sig fra de fleste andre alvorlige forbrydelser ved, at det kun er i et meget begrænset antal sager, at de sigtede kommer fra det kriminelle miljø. I forhold til indbyggertallet sker der flest anmeldelser i hovedstadsområdet, hvilket følger det generelle kriminalitetsmønster.

GEOGRAFISK FORDELING AF ANMELDELSER AF FALSKSE SEDLER



Anm.: Der er anvendt et gennemsnit for perioden 1995-2000.

Kilde: Rigspolitiet og Danmarks Statistik.

Den typiske profil på en falskmøntner er en ung mand fra København eller en anden større by. Aldersfordelingen er bemærkelsesværdig, idet over halvdelen af alle dømte er mellem 15 og 20 år. De har typisk fremstillet et lille antal sedler, som bliver forsøgt sat i omløb i et begrænset geografisk område.

seddelstørrelse for forfalskning, fordi den anvendes relativt meget i almindelig handel og samtidig repræsenterer en tilstrækkelig værdi til at gøre det interessant at forfalske den. Tilsvarende er antallet af falske 50-kronesedler meget lavt.

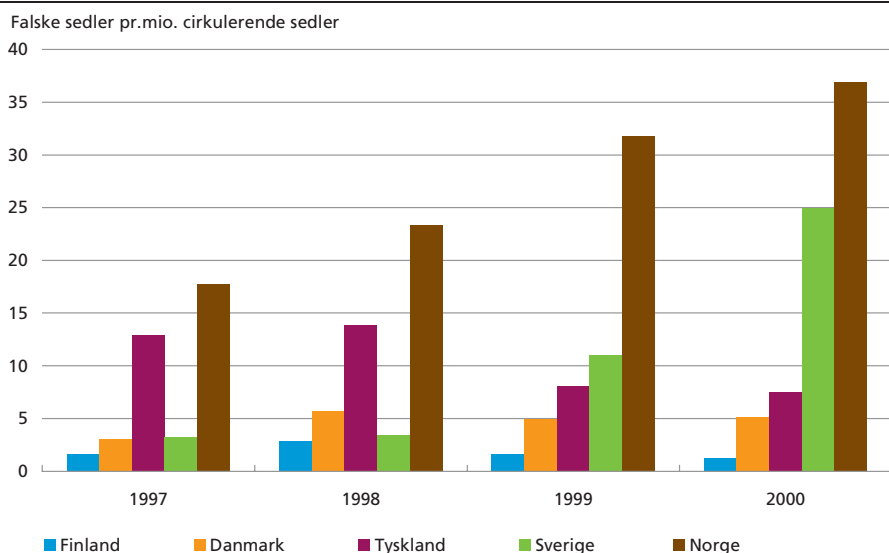
International sammenligning

I landene omkring Danmark er der stor forskel på både niveau og udvikling i antallet af falske sedler fundet i omløb målt i forhold til den cirkulerende seddelmængde. Norge og Sverige har oplevet markante stigninger i de seneste år, og har ligget på et betydeligt højere niveau end Danmark, Finland og Tyskland, jf. figur 2¹.

¹ Tallene for 2001 er ikke endeligt opgjort i landene. Dog er der i Tyskland registreret en stigning i antal falske sedler fra 2000 til 2001 på 42 pct.

FALSKSE SEDLER FUNDET I OMLØB, INTERNATIONAL SAMMENLIGNING

Figur 2



Kilde: Diverse centralbanker.

I Norge og Sverige har falskmøntneriet været koncentreret på få seddelstørrelser. De to mest kopierede sedler i landene (100- og 500-kronesedlerne i Sverige og 200- og 1000-kronesedlerne i Norge) udgjorde i 2000 over 90 pct. af de fundne forfalskninger¹. Den høje koncentration på især 200-kronesedlen i Norge betød, at der blev fundet 102 falske 200-kronesedler pr. mio. cirkulerende 200-kronesedler i 2000. Centralbankerne i Norge og Sverige har forsøgt at modgå det forholdsvis store omfang af forfalskninger ved at tilføje nye sikkerhedselementer til sedlerne. I Norge er der sket en række forbedringer af seddelsikkerheden i perioden 1999-2001, mens de svenske 100- og 500-kronesedler blev opgraderet i 2001. I Norge peger foreløbige tal for 2001 på, at omfanget af falskmøntneri har været aftagende sidste år.

Tyskland har i de seneste år set en faldende tendens og har generelt oplevet et forholdsvis lavt niveau af falskmøntneri. Dette er ikke mindst bemærkelsesværdigt i betragtning af, at D-marken har været meget udbredt uden for Tysklands grænser, herunder særligt i Central- og Øst-europa, og derfor umiddelbart har været mere sårbar over for forfalskning. Det lave niveau skyldes en vellykket præventiv indsats – bl.a. fik de mest kopierede sedler (50-, 100- og 200-marksedlerne) i 1997 tilføjet nye sikkerhedselementer. Det skal dog bemærkes, at mens omfanget af falskmøntneri for de opgraderede seddelstørrelser og falskmøntneriet

¹ Det tilsvarende tal for Danmark var i 2001 76 pct. (for 500- og 1000-kronesedlen).

som helhed er faldet, er der sket en forøgelse af falskmøntneriet for de øvrige seddelstørrelser.

Flere lande i euroområdet, herunder Tyskland, oplevede en stigning i falskmøntneriet i 2001, hvilket tilskrives, at kriminelle forsøgte at afhænde eksisterende beholdninger af falske sedler i de nationale valutaer inden ombytningen til eurosedler og -mønter fra 1. januar 2002. I Tyskland var omfanget af falskmøntneri i 2001 således det største siden 1993.

TEKNOLOGISK SPREDNING – ØGET FALSKMØNTERI

Den vigtigste faktor bag stigningen i omfanget af falske sedler i Danmark såvel som i andre lande er den teknologiske udvikling. Dels er der sket en markant forøgelse af den kvalitet af reproduktioner, som kan opnås for en given omkostning, dels er udstyr, der for få år siden var forbeholdt eksperter, blevet udbredt til en stor del af befolkningen.

Nye metoder

Produktion af falske sedler forudsætter udstyr til at aflæse en ægte seddel og til at gengive det indlæste i farvetryk. Den teknologiske udvikling inden for de sidste ti år har betydet, at en standardskanner i dag kan indlæse i farver og høj opløsning. Endvidere kan en ganske almindelig printer i dag producere farveudskrifter i høj opløsning. Højopløste farve-reproduktioner kan derfor produceres til en beskeden omkostning i dag, hvor det for få år siden ville have været ganske bekosteligt at fremstille kopier af samme kvalitet.

Spredning

Den teknologiske udvikling af reproduktionsudstyr har ikke kun betydet et løft i kvaliteten af de reproduktioner, som kan produceres til en given omkostning. Den har også betydet, at teknologien er blevet tilgængelig for en meget stor gruppe, der tidligere aldrig ville være kommet i nærheden af udstyr, som kunne muliggøre seddelforfalskning. Det drejer sig fx om farvekopimaskiner, skannere og farveprintere.

En farveprinter er i dag et standard udstyr, som ofte indgår i salget af en pc. I 1994 ejede 33 pct. af alle familier i Danmark en pc. I 2000 var det tilsvarende tal 65 pct. En stor del af disse familier har en farveprinter stående, og desuden har en stor del af befolkningen adgang til pc'ere og printere enten gennem deres arbejde eller via uddannelsesinstitutioner og biblioteker.

Den store udbredelse af reproduktionsudstyr betyder, at der potentielt er flere, der har mulighed for at fremstille falske sedler. Hvor den typi-

ske falskmøntner for blot 10-15 år siden var specialist og havde adgang til specialudstyr, er fagekspertise i dag ikke en forudsætning for at begå falskmøntneri.

De primære teknologier til falskmøntneri

I begyndelsen af 1990'erne var fotokopiering den vigtigste teknologi til fremstilling af falske sedler. Forfalskningerne var ikke overvældende gode, og adgangen til farvekopimaskiner var for de fleste begrænset. De farvekopimaskiner, der sælges i dag, er udstyret med teknologi, der efterlader en identifikation på det trykte, der således kan spores tilbage til produktionsstedet.

Fotokopiering blev midt i 1990'erne erstattet af anvendelse af farveprintere, hvorfra hovedparten af de falske sedler i dag stammer. I USA steg andelen af falske sedler produceret med farveprintere fra 0,5 pct. i 1995 til 43 pct. i 1998. Også i Norge og Danmark har de fleste forfalskninger i de senere år været lavet på farveprintere. Den stigende udbredelse af farveprintere til private hjem er omtrent sammenfaldende med niveauskiftet i omfanget af falske sedler i Danmark.

INDSATSEN IMOD FALSKMØNTNERI

Seddelproducenter har alle dage været nødt til at forholde sig til, at der findes falskmøntnere. På de første sedler var den håndskrevne underskrift bevis på sedlernes ægthed. Over tiden er en række metoder blevet taget i anvendelse for at sikre pengesedler mod forfalskning – fx vandmærke – i takt med, at bl.a. nye trykkemetoder er blevet udviklet. For forholdsvis få år siden var det vigtigste værn mod falskmøntneri sedlernes høje håndværksmæssige kvalitet: Dels blev sedlerne produceret under anvendelse af papir og farver af høj kvalitet, dels var selve trykket meget fintegnet, hvilket gjorde det svært at eftergøre.

De danske pengesedler er også i dag af høj kvalitet, men den teknologiske udvikling har gjort det lettere for falskmøntnere at fremstille efterligninger af en så høj kvalitet, at trykket alene ikke altid udgør en markant forskel. Derfor har det i de senere år været nødvendigt at tage nye metoder til beskyttelse af pengesedlerne i anvendelse i form af en række nye sikkerhedselementer på pengesedler – i Danmark såvel som i andre lande.

Nye metoder til beskyttelse af pengesedler er løbende under udvikling for at modvirke, at den fortsatte spredning af nye teknologier medfører et stigende omfang af falskmøntneri. Også i Danmark arbejdes der med dette, og nye metoder vil blive taget i brug. Den vedvarende udvikling af nye metoder skal sikre, at alle falske sedler også i fremtiden vil kunne

afsløres af enhver, der føler behov for at kontrollere de penge, han eller hun modtager.

I takt med, at falskmøntneri har ændret karakter fra at være en meget specialiseret form for kriminalitet til ikke at forudsætte særlige faglige kompetencer, har den præventive indsats fra centralbankernes side ændret fokus. Hvor indsatsen tidligere især har fokuseret på teknik, er der i dag en stigende erkendelse af, at også information spiller en vigtig rolle. Teknikken sikrer, at falske sedler let kan afsløres. Information om sikkerhedselementerne bidrager til at afskrække fra falskmøntneri og til at øge bevidstheden om sikkerheden, fx i forbindelse med indførelsen af forbedrede seddelserier.

Sikkerhedselementer

Langt de fleste lande i den vestlige verden har forbedret deres pengesedler i løbet af 1990'erne. Forbedringen er centralbankernes direkte svar på den teknologiske udvikling i reproduktionsudstyret.

Til forbedringerne er anvendt en række forskellige elementer, som gør det vanskeligere at eftergøre sedler, fx:

- Vinduestråd med farveskift
- Hologrammer/oblater med skiftende mønstre og farver
- Plastiksedler med gennemsigtigt vindue
- Fluorescerende effekter under ultraviolet belysning

Fælles for disse sikkerhedselementer er, at de ikke umiddelbart kan gengives ved simpel kopiering. Vinduestråd og oblater, der har change-rende farver og mønstre, efterlader fx kun én af farverne eller ét af motiverne ved kopiering, hvilket gør det let at se, at der ikke er tale om en ægte pengeseddel.

Nogle af sikkerhedselementerne kan genkendes umiddelbart, som fx vinduestråd, oblater og hologrammer, mens andre kræver en nærmere undersøgelse, som fx den fluorescerende effekt ved ultraviolet belysning. De forskellige elementer afspejler forskellige hensyn. Dels er det vigtigt at sikre borgerne mod falske pengesedler ved at indbygge let genkendelige elementer, dels er det væsentligt at kunne afsløre eventuelle avancerede forfalskninger, der ikke umiddelbart adskiller sig fra ægte pengesedler. Anvendelsen af de forskellige elementer udelukker ikke hinanden – ved at medtage flere sikkerhedselementer øges sikkerheden.

Indførelse af en ny seddel med forbedret beskyttelse mod forfalskninger vil alt andet lige føre til færre falske sedler. Faldets størrelse afhænger af teknologien og borgernes bevidsthed om sedlernes udseende.

Information

Foruden den vedvarende indsats for at gøre pengesedlerne bedre sikret imod forfalskning kan centralbanker bidrage til at mindske omfanget af falskmøntneri ved at informere om sedlernes sikkerhedselementer og øge offentlighedens bevågenhed over for falske sedler. Indsatsen kan groft opdeles i tre områder: Løbende information om de cirkulerende sedler, en målrettet indsats i forbindelse med udskiftning af pengesedler samt information om konsekvenserne af at lave falske penge.

Den løbende indsats består i at stille information til rådighed for borgerne om, hvordan de let kan genkende ægte sedler. På Nationalbankens websted, www.nationalbanken.dk er der en grundig orientering om pengesedlernes sikkerhedselementer. Såfremt der på et tidspunkt produceres forfalskninger i større omfang, kan informationsindsatsen øges ved over for offentligheden at understrege de sikkerhedselementer, hvor det er lettest at se forskel på de ægte og de falske sedler. Der er endnu ikke fundet falske sedler i Danmark, som ikke let har kunnet afsløres ved at se efter de kendte sikkerhedselementer. Et højt passivt beredskab indebærer dårligere arbejdsvilkår for falskmøntnerne, da det bliver sværere at distribuere falske sedler.

Ved introduktionen af en ny seddelserie kan antallet af falske sedler stige. Falskmøntnere kan således tænkes at udnytte, at borgerne ikke kender de nye sedler endnu. For at reducere usikkerheden ledsages udskiftning af sedler normalt af en målrettet informationsindsats rettet mod hele offentligheden. I takt med, at kendskabet til sedlerne stiger, mindskes risikoen for, at falskmøntnere kan distribuere falske sedler. Informationsindsatsen tilsigter derfor hurtigt at øge kendskabet til nye sedler. Fx har Nationalbanken gennemført en kampagne i forbindelse med udskiftningen af seddelserien i 1997-99. I euroområdet blev der iværksat en omfattende informationskampagne den 30. august 2001 med det formål at øge kendskabet til de nye eurosedlers og -mønters udseende og sikkerhedselementer for at lette overgangen og reducere usikkerheden. Det er særlig vigtigt, at borgere i eurolande, der er vant til et lavt omfang af falskmøntneri (fx Finland), er opmærksomme.

I den grad, falskmøntneri er et udtryk for manglende kendskab til lovgivningen, herunder den høje strafferamme, kan øget information om de potentielle konsekvenser ved at begå falskmøntneri medvirke til, at færre lader sig friste til at begå falskmøntneri, hvilket er i samfundets interesse.

KONKLUSION

I løbet af 1990'erne er der sket en forøgelse af omfanget af falskmøntneri i Danmark. Stigningen har i høj grad været drevet af den teknologi-

ske udvikling i samme periode: Dels har den teknologiske udvikling medført, at reproduktioner af høj kvalitet kan produceres til lav omkostning, dels er udstyr, der for få år siden var forbeholdt eksperter, blevet udbredt til en stor del af befolkningen. Det indebærer, at falskmøntneri har ændret karakter fra at være en specialiseret form for kriminalitet til at kunne udføres af menigmand.

Til trods for stigningen ligger omfanget af falske pengesedler i Danmark på et beskedent niveau – såvel i sammenligning med andre lande som vurderet ud fra påvirkningen af økonomien som helhed. Der er ikke desto mindre tale om en udfordring, som Nationalbanken er nødt til at være opmærksom på. De fleste lande i den vestlige verden har da også forbedret deres pengesedler med nye sikkerhedselementer i løbet af 1990'erne

I takt med, at falskmøntneri har ændret karakter, har den præventive indsats fra centralbankernes side ændret fokus. Hvor indsatsen tidligere især var fokuseret på teknik, har centralbankerne i dag en mere afstemt tilgang, hvor information om bl.a. sikkerhedselementerne også spiller en vigtig rolle.

Den teknologiske udvikling må forventes at fortsætte fremover. Centralbankerne vil følge udviklingen nøje for at have modtræk klar i forhold til nye teknologier – både i form af nye sikkerhedselementer og information herom: Sikkerhedselementer er især effektive, hvis de er suppleret af et informationsberedskab, der sikrer, at enhver borger, der måtte komme i tvivl, hurtigt kan afklare, om en seddel er ægte. De falske sedler, der hidtil er fundet i Danmark, har alle umiddelbart kunnet afsløres ved at se efter de kendte sikkerhedselementer. Selv om falskmøntneri aldrig kan kommes helt til livs, er det vigtigt for samfundet, at niveauet er så lavt som muligt.

Nationalbankens nye betalingssystem Kronos

Thomas Angelius og Astrid Henneberg Pedersen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING

Nationalbankens nye betalingssystem for kroner og euro, Kronos, blev sat i drift 19. november 2001. Kronos er opbygget i tæt samarbejde med foliokontohaverne og med udgangspunkt i kravene til moderne betalingssystemer. Systemet indeholder bl.a. en række funktioner til at lette de finansielle institutioners likviditetsstyring. Kronos afløste kronebetalingssystemet DN-Forespørgselsservice og eurobetalingssystemet Debes.

Artiklen indledes med en gennemgang af baggrunden for udviklingen af Kronos. Med udgangspunkt i karakteristiske træk ved moderne RTGS-systemer gennemgås herefter Kronos' opbygning og funktioner.

FRA DN-FORESPØRGSERVICE TIL KRONOS

Nationalbanken har i 20 år givet sine foliokontohavere mulighed for at disponere over deres konti via DN-Forespørgselsservice. Systemet blev indført i 1981 og var dengang et af verdens første realtids bruttoafviklingssystemer (RTGS-systemer).

I RTGS-systemer afvikles betalinger enkeltvist, øjeblikkeligt og endeligt på deltagernes konti. Derfor yder RTGS-systemer en meget høj grad af sikkerhed for, at betalinger kan gennemføres i rette tid.¹ RTGS-systemer anvendes af finansielle institutioner, når de udveksler store og tidskритiske betalinger som fx pengemarkedsforretninger og andre interbankmellemværender.

Nationalbankens foliokontohavere fik som nævnt med DN-Forespørgselsservice et "hjemmebanksystem" med mulighed for selv at disponere direkte på deres konti. DN-Forespørgselsservice blev fra star-

¹ For en diskussion af effektivitet og sikkerhed m.m. i betalingssystemer henvises til Tobias Thygesen, Internationale standarder for betalingssystemer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2001.

ten anvendt til transaktioner i forbindelse med interbankmellemværender, og senere blev det også muligt for kontohaverne at overføre likviditet¹ til deres afviklingskonti til brug i de danske clearing- og afviklingsforløb.

Nationalbankens kontohavere har i stigende grad efterspurgt mekanismer, der kan mindske kontohavernes likviditetsbehov og lette deres likviditetsstyring. Det skyldes, at clearing- og afviklingsforløbene er blevet mere komplicerede over årene². Den kommende introduktion af det internationale nettoafviklingssystem for valutahandler, CLS³, vil yderligere øge kontohavernes fokus på likviditetsstyring.

Til trods for, at DN-Forespørgselsservice løbende er blevet videreudviklet, kunne det ikke imødekomme de krav, som udviklingen i den finansielle sektor har medført. Nationalbanken besluttede derfor at udvikle et nyt RTGS-system, Kronos, for såvel kroner som euro. I 1999 påbegyndte Nationalbanken en analyse af, hvorledes kravene til et moderne RTGS-system kunne imødekommes. Udviklingen af Kronos foregik i tæt dialog med Nationalbankens kontohavere. Kronos blev sat i drift 19. november 2001 og afløste både DN-Forespørgselsservice og eurobetalingsystemet Debes som hjemmebanksystem for Nationalbankens ca. 130 foliokontohavere. Det er et krav, at foliokontohaverne deltager i Kronos.

I det følgende afsnit gennemgås karakteristika ved moderne RTGS-systemer, og i afsnittet derefter gennemgås funktionerne i Kronos.

KARAKTERISTIKA VED MODERNE RTGS-SYSTEMER

Moderne RTGS-systemer tilbyder deltagerne funktioner, som understøtter deres likviditetsstyring, og indeholder eventuelt likviditetsbesparende mekanismer.⁴

Ønsket om øjeblikkelig og sikker afvikling af betalinger har endvidere øget fokus på, hvilket netværk der anvendes til at indsende betalingsmeddelelserne. RTGS-systemer anvender i stigende grad det internationale finansielle netværk SWIFT til at udveksle betalingsmeddelelser med

¹ Likviditet forstås i denne sammenhæng som elektroniske indskud på foliokonti i Nationalbanken. For en diskussion af begrebet likviditet se *Pengepolitik i Danmark*, Danmarks Nationalbank, juni 1999.

² For en nærmere beskrivelse af afviklingskonceptet og kontostrukturen i Nationalbanken henvises til Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001. For en uddybning af de eksisterende afviklingsforløb henvises til rapporten *Konsekvenser for dansk betalingsformidling af en eventuel indførelse af euroen i Danmark*, Danmarks Nationalbank, august 2000.

³ CLS = Continuous Linked Settlement. For en nærmere beskrivelse se Danmarks Nationalbank, Årsberetningen 1998, side 76 og Nationalbankens websted under Om Nationalbanken, Betalingsformidling.

⁴ For en sammenligning af egenskaber ved moderne betalingssystemer henvises til James McAndrews og John Trundle, *New Payment System Designs: Causes and Consequences*, *Financial Stability Review*, December 2001.

deltagerne. SWIFT tilbyder en standardiseret meddelelsesform, en hurtig behandling af meddelelser samt en meget høj grad af sikkerhed for, at uvedkommende ikke kan tiltvinge sig adgang til meddelelserne på netværket.

En stor del af deltagerne i RTGS-systemer har i dag egne automatiske betalingsystemer, der sender betalinger til og modtager betalinger fra andre finansielle institutioner via SWIFT. Systemerne er opbygget, så betalinger så vidt muligt afvikles uden manuel indgriben. Denne fuldautomatiske betalingshåndtering betegnes STP (Straight Through Processing). Et moderne RTGS-system skal kunne understøtte deltagernes fuldautomatiske betalingshåndtering.

Den teknologiske udvikling stiller krav til RTGS-systemerne om at tilbyde en tidssvarende grænseflade, der skal være brugervenlig, grafisk og interaktiv, som det kendes fra standardprogrammer, som fx Windows.

Den stadige teknologiske udvikling stiller endvidere krav om, at det skal være enkelt at videreudvikle et RTGS-system. En modulær opbygning gør det mere enkelt at tilslutte nye systemer eller faciliteter samt at ændre i eksisterende komponenter.

Endelig er det et fællestræk ved de moderne RTGS-systemer, at systemerne som hovedregel er finansierede af deltagerne. Det sker oftest ved, at systemerne udvikles og drives af centralbanker, som får omkostningerne dækket af deltagerne. Der er dog eksempler på, at deltagerne selv går sammen om udvikling og drift af et system.

FUNKTIONER I KRONOS

I opbygningen af Kronos er der med udgangspunkt i foliokontohavernes ønsker om bl.a. funktioner til likviditetsstyring lagt vægt på at sikre, at Kronos indeholder de funktioner, som kontohaverne forventes at finde i et moderne RTGS-system. Det har samtidig været vigtigt, at Kronos opfylder behovene hos såvel de større som de mindre foliokontohavere. Således har Kronos to netværk, der er rettet mod forskellige grupper af foliokontohavere, og foliokontohaverne kan vælge moduler indeholdende forskellige funktioner alt efter deres behov.

I det følgende gennemgås de centrale funktioner i Kronos med fokus på mulighederne for likviditetshåndtering.

Likviditetshåndtering i Kronos

Kronos er designet til at lette foliokontohavernes likviditetsstyring og tilbyder bl.a. køfaciliteter, som foliokontohaverne kan overvåge og styre via deres Kronos-terminal.

Likviditetskø

Den enkelte foliokontohaver har en likviditetskø, hvor de betalinger placeres, som afventer dækning på foliokontoen. Der er en separat kø for henholdsvis kroner og euro. Kronos afvikler som udgangspunkt betalingerne i den rækkefølge, de er modtaget. Foliokontohaverne har imidlertid mulighed for via Kronos-terminalen at ændre rækkefølgen af betalinger i likviditetskøen samt slette betalinger fra køen. Kronos afvikler altid betalingerne i den rækkefølge, de har i den enkelte foliokontohavers likviditetskø.

Ved afviklingen af likviditetskøen anvendes som udgangspunkt det køprincip, at den første betaling i køen søges afviklet først. Er der ikke dækning for at afvikle den første betaling, vil de efterfølgende betalinger i køen heller ikke blive afviklet. Kontohaverne kan dog vælge at afvikle betalingerne i likviditetskøen, så den første betaling søges afviklet først, men hvis dette ikke er muligt, vil efterfølgende betalinger blive afviklet, såfremt der er dækning for dem.

Betalinger i likviditetskøen frigives til afvikling, hvis det disponible beløb ændrer sig tilstrækkeligt, dvs. hvis der enten tilføres tilstrækkelig likviditet til foliokontoen, eller der stilles yderligere værdipapirer som sikkerhed for overtræk. Herudover kan en ændret rækkefølge eller en eventuel sletning af betalinger medføre afvikling af betalinger i likviditetskøen.

Opløsning af gridlocks

I Kronos er der mulighed for løbende at undersøge likviditetskøerne for gridlocks, det vil sige situationer, hvor flere kontohaveres betalinger gensidigt afventer hinandens gennemførelse¹. I Kronos kan gridlocks opløses, og de omfattede betalinger afvikles, uden at der ændres på den rækkefølge, som de enkelte foliokontohavere ønsker betalingerne i deres likviditetskø afviklet i. Gridlocks opløses ved, at en gruppe af betalinger afvikles samtidigt, hvorved ingen kontohavere bringes i overtræk.

Stående ordrer

I Kronos har foliokontohaverne adgang til en facilitet, der gør det muligt at definere beløb, som dagligt overføres fra kontohavernes foliokonti til deres afviklingskonti på foruddefinerede tidspunkter, som passer ind i clearing- og afviklingsforløbene. Med disse stående ordrer lettes kontohavernes arbejde med at styre overførslerne til de forskellige blokke i clearing- og afviklingsforløbene.

¹ For en uddybning henvises til Morten Linnemann Bech og Kimmo Soramäki, Opløsning af gridlock i betalingssystemer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001.

Valørkø

I Kronos er det endvidere muligt for foliokontohavere med SWIFT at indsende betalinger til afvikling på en fremtidig valørdato. Fremvaliderede betalinger placeres i den enkelte kontohavers valørkø for henholdsvis kroner og euro, så kontohaveren kan se sine udgående betalinger. Foliokontohaverne har mulighed for at slette betalinger, som ligger i valørkø.

Stop Sending kø

Endelig har Kronos en Stop Sending kø for grænseoverskridende eurobetalinger. Faciliteten benyttes, hvis et medlem af det fælleseuropæiske betalingssystem, Target, ikke kan modtage betalinger. Den enkelte foliokontohavers betalinger til banker i det pågældende land placeres i kontohaverens Stop Sending kø. Kontohaverne har mulighed for at slette betalinger i Stop Sending køen.

Kronos' opbygning

Kronos er illustreret i boks 1. I boksen er Kronos opdelt i foliokontohaverne og deres terminaler, de to kommunikationsnetværk samt de centrale funktioner i systemet. Den efterfølgende gennemgang af Kronos' funktioner tager udgangspunkt i denne opdeling.

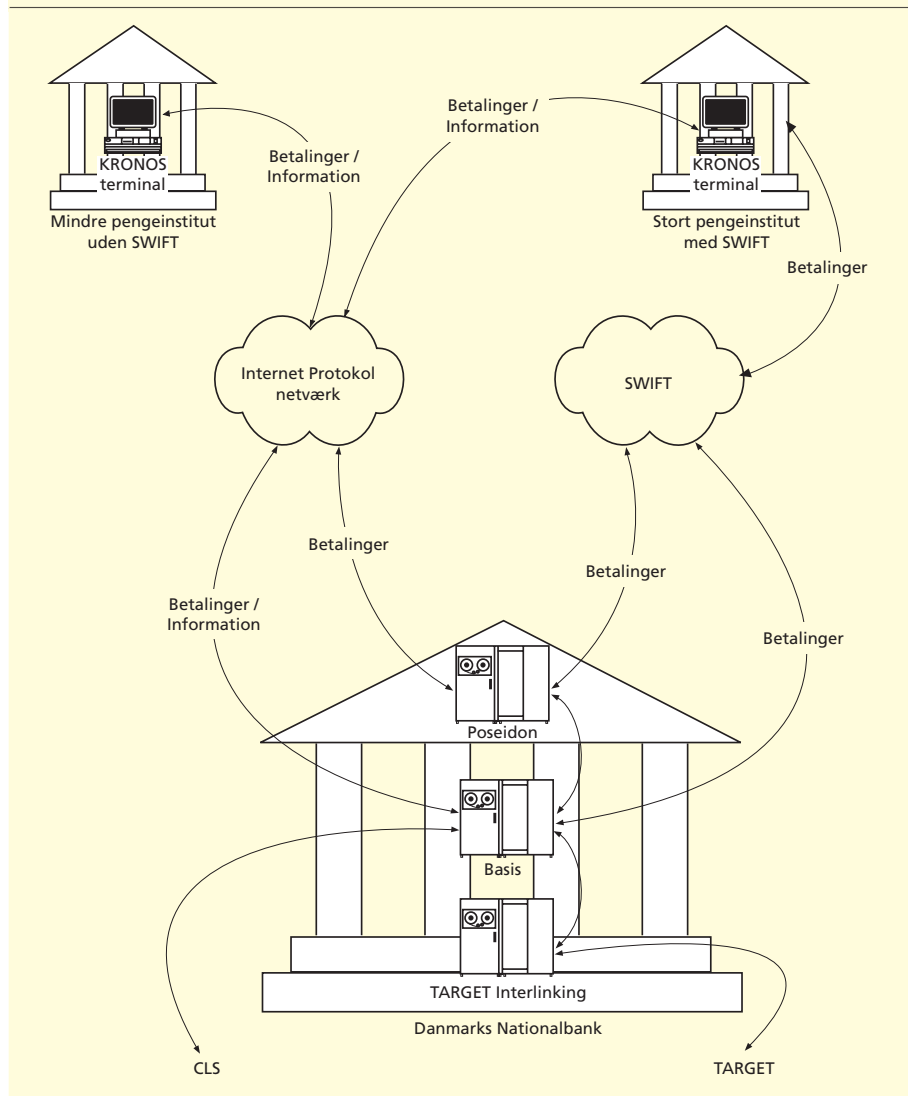
På det tekniske plan er Kronos modulært opbygget, således at de enkelte funktioner i princippet er afgrænset i enkelte moduler i programkoden. Denne opbygning gør det mere enkelt at videreudvikle systemet, fx tilslutte nye systemer og faciliteter.

Den modulære opbygning har samtidig gjort det muligt at lade kontohaverne vælge forretningsmæssige moduler efter behov. Alle foliokontohavere skal have et obligatorisk basismodul, som giver adgang til at sende betalinger i kroner enten via SWIFT eller via Kronos-terminalen. Foliokontohavere med SWIFT har, jf. nedenfor, mulighed for at vælge et modul (Poseidon), der understøtter fuldautomatisk betalingshåndtering. Endelig kan kontohavere med SWIFT vælge et modul (Target Interlinking), der giver adgang til at sende og modtage indenlandske og grænseoverskridende eurobetalinger i Target.

Kronos-terminalen

Foliokontohaverne har adgang til Kronos-terminalen, som er et program, der kører på en eller flere af kontohavernes pc'ere i en webbrowser. Terminalen har en grafisk, interaktiv brugergrænseflade baseret på de principper, der kendes fra standardprogrammer.

Fra Kronos-terminalen kan foliokontohaverne sende betalinger til andre foliokontohavere, overføre likviditet til deres afviklingskonti manu-



¹ I denne figur er Kronos illustreret med to foliokontohavere øverst, i midten de to kommunikationsnetværk internet Protokol netværket og SWIFT og nederst Nationalbanken omfattende de tre moduler. Det mindre pengeinstitut til venstre har ikke SWIFT. Dette pengeinstitut er alene tilmeldt basismodulet og anvender Kronos-terminalen til betalinger, køfaciliteter samt til at få information om posteringer, nyheder m.m. Det store pengeinstitut til højre har SWIFT og har tilmeldt sig alle moduler. Dette pengeinstitut bruger SWIFT til betalinger og terminalen til køfaciliteter og til information.

elt eller som stående ordre, se posteringsoversigterne, følge med i clearing- og afviklingsforløbet, benytte køfaciliteterne, modtage nyheder samt få historiske posteringsdata.

I Kronos-terminalen tildeler foliokontohaverne selv autorisationer til de enkelte brugere og konti m.m.

Standard IP netværk og SWIFT

I Kronos har foliokontohaverne mulighed for at indsende betalinger via to forskellige netværk. De kan indsende betalinger manuelt via Kronos-terminalen, hvilket typisk foretrækkes af mindre kontohavere, eller indsende betalinger via SWIFT, hvilket typisk foretrækkes af større kontohavere.

Kommunikationen mellem Danmarks Nationalbank og Kronos-terminalen hos den enkelte foliokontohaver sker via et nykonstrueret netværk, som er dedikeret til Kronos. Det nye netværk er baseret på den kommunikationsform, Internet Protokol, der benyttes på Internettet, og som er velegnet til at understøtte grafik og interaktivitet. Trafikken afvikles imidlertid ikke på Internettet, men på et lukket, krypteret netværk, som forbinder datacentralerne med Nationalbanken. Ved at vælge et lukket netværk undgås en række af de risici, der kan være forbundet med Internettet.

Kronos understøtter de mest brugte SWIFT-betalingsmeddelelser. SWIFT-betalinger kan både bruges til betalinger til andre foliokontohavere og til overførsler til afviklingskonti. I tillæg til betalingsmeddelelserne understøttes en række SWIFT-servicemeddelelser.

Fuldautomatisk betalingshåndtering understøttes

Kronos understøtter en høj grad af fuldautomatisk behandling af betalinger (STP) hos deltagerne. STP anvendes typisk af større kontohavere, som ønsker at afsende og modtage samtlige betalinger via SWIFT med henblik på fuldautomatisk betalingshåndtering. Kronos indeholder et modul, Poseidon, der "oversætter" mellem terminalbetalinger og SWIFT-betalinger. Det gør det muligt for kontohavere med SWIFT at sende alle betalinger via SWIFT, uanset om modtageren har SWIFT eller alene Kronos-terminalen, og at modtage alle betalinger via SWIFT, uanset om de er afsendt via SWIFT eller Kronos-terminalen. Kontohavere med SWIFT kan selv aktivere brugen af Poseidon fra et opsætningsbillede i Kronos-terminalen.

Brugerfinansiering af Kronos

Kronos er brugerfinansieret på linje med gældende international praksis. Foliokontohaverne betaler en tilslutningsafgift, en fast månedlig afgift samt for det faktiske forbrug af forskellige typer af transaktioner. De samlede udviklingsomkostninger for Kronos udgør ca. 18,5 mio.kr., og omkostningerne ved den samlede månedlige drift i 2002 udgør ca. 765.000 kr. Transaktionsprisen for eksempelvis en indenlandsk betaling er 1 krone. Yderligere materiale om priserne i Kronos kan findes på Nationalbankens webside www.nationalbanken.dk.

De tre moduler i Kronos (Basis, Poseidon og Target Interlinking) er prissat hver for sig. Omkostningerne for hvert modul fordeles mellem deltagerne i de enkelte moduler.

Tilslutningsafgiften samt den faste månedlige afgift fordeles mellem deltagerne efter en fordelingsnøgle baseret på korrigeret arbejdende kapital som et udtryk for den nytte, kontohaverne ventes at få af systemet. En tilsvarende fordelingsnøgle anvendes af Finansrådets medlemmer til fordeling af omkostningerne ved PBS.

DET VIDERE ARBEJDE MED KRONOS

Kronos vil løbende blive videreudviklet i samarbejde med kontohaverne. Det er en naturlig konsekvens af både den finansielle sektors fortsatte udvikling og den løbende udvikling inden for IT-verdenen. Samtidig vil foliokontohavernes forventninger til et moderne RTGS-system naturligt øges i takt med, at andre betalingssystemer fortsat videreudvikles og tilbyder nye funktioner.

Kapitalafkastbeskatningens betydning for kapitalmarkedet

Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen og Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Stort set alle former for skatter påvirker adfærden hos virksomheder og privatpersoner i form af ændret tilskyndelse til at spare op, investere eller arbejde. Disse adfærdspåvirkninger er i nogle tilfælde utilsigtede, mens de i andre tilfælde netop er formålet med skatten, fx miljø- og giftskatter. Ofte vil hensynene stride mod hinanden, og kompromisser vil derfor være nødvendige. Samtidig kan rammevilkårene ændre sig over tid, således at den skat, der engang forekom at være hensigtsmæssig, nu er uhensigtsmæssig, fx som følge af ændret opfattelse af ret og rimeligt, internationalisering og andet.

Denne artikel vil fokusere på kapitalafkastbeskatningen for privatpersoner, dvs. beskatning af renter og andet afkast af privatpersoners opsparing og investeringer. De vigtigste kapitalafkastskatter og det opkrævede provenu i 2001 er vist i tabel 1. Det samlede provenu var på ca. 43 mia.kr., når selskabsskatten regnes med, svarende til knap 7 pct. af de samlede indtægter fra skatter og afgifter. Der er samtidig tale om en skattekilde med mange uhensigtsmæssige sideeffekter, jf. bl.a. Det Økonomiske Råd (2001). Fokus vil i det følgende være kapitalskatternes forvridende virkning på kapitalmarkederne. Det er dog ikke alle skatteforhold vedrørende kapitalafkast, der behandles.

Det konkluderes, at det danske skattesystem, der har undergået store ændringer de seneste tyve år, er forbedret i forhold til tidligere, specielt hvad angår kapitalafkastbeskatningen. Ikke mindst de seneste ændringer i pensionsbeskatningen, hvor realrenteafgiften blev erstattet med en generel pensionsafkastbeskatning med en ensartet skattesats på alle typer afkast, har formindsket de forvridende effekter på kapitalmarkederne. Dette ændrer ikke ved, at der stadig er en del uhensigtsmæssigheder, bl.a. fordi beskatningen af kapitalindkomst er kendetegnet ved en høj grad af forskelligartethed, jf. tabellerne i appendiks 1. Dette øger mulighederne for skattetækning med henblik på at minimere skatte-

PROVENU FRA KAPITALAFKASTBESKATNINGEN		Tabel 1
Mia.kr.		2001
Personlig kapitalbeskatning		-10 ¹
Selskabs- og fondsskat		30,7
Ejendomsværdiskat		9,7
Pensionsafkastbeskatning		5,2 ²
Aktieindkomstbeskatning		5,0
Virksomhedsskat		2,1 ³
I alt		42,7

Kilde: Danmarks Statistik, Skatter og afgifter, oversigt 2001.

¹ Skøn.

² Beløbet var ekstraordinært lavt i 2001. For 2002 forventes et provenu på 16 mia.kr.

³ A conto skat på opsparing under virksomhedsskatteordningen.

betalingen samtidig med, at det mindsker overskueligheden af skattesystemet.

Gabet mellem skattesatsen på pensionsmidler og frie midler er stort. Det kan stadig betale sig at låne for at placere i en pensionsordning, om end fordelagtigheden er mindre end tidligere. Beskatningen af pensionsafkast sker efter lagerprincippet med en lav nominel sats uden progression, mens beskatningen af obligationsafkast er asymmetrisk og afhænger af, om skatteyderen har positiv eller negativ nettokapitalindkomst. Progressionen i beskatningen af obligationsafkast betyder, at for en del af skatteyderne giver placering i risikofrie aktiver en negativ real forrentning efter skat. En undtagelse er placering i indeksobligationer, hvor beskatningen er real og lavere end beskatning af nominelle obligationer.

Afkast af aktier uden for pensionsopsparing beskattes progressivt, men progressionen er i modsætning til situationen for obligationsafkast ikke afhængig af indkomsten generelt, men kun af størrelsen af aktieindkomsten. Beskatningen kompliceres af regler om ejertid, bundgrænser samt af, hvorvidt der er tale om noterede eller unoterede aktier.

For investeringsforeninger kompliceres beskatningen af ønsket om ækvivalens med beskatningen af de bagvedliggende aktiver (transparensprincippet). Skattereglerne virker hæmmende på produktudvikling og konkurrence udefra i denne sektor.

KAPITALAFKASTBESKATNINGEN HISTORISK

Frem til skattereformen med virkning fra 1987 blev privatpersoners kapitalindkomst beskattet på linje med anden indkomst som fx arbejdsindkomst. Et system, der baserer sig på ens beskatning af alle typer indkomst, kaldes et globalt indkomstskattesystem. Det danske skattesystem var samtidig progressivt, hvilket betød, at fradragsretten for privatper-

soners renteudgifter havde vidt forskellig skattemæssig værdi afhængig af personens skattemæssige forhold i øvrigt. Kombinationen af høj inflation og den skattemæssige behandling af renteudgifter, der kunne have en skattemæssig fradragsværdi, der i en periode nåede op på 73 pct., betød, at realrenten efter skat for mange var negativ i lange perioder fra 1960'erne og frem til midten af 1980'erne. Den negative realrente efter skat tilskyndede til låntagning, store boliginvesteringer samt en meget lille privat opsparing.

Uanset den beskedne private opsparing fandt der betydelige placeringer sted i kapitalpensioner og i livsforsikrings- og pensionskasseregir, ofte for lånte midler. Grunden var, at pensionsopsparing var skattefri af alt afkast frem til 1983. Også beskattningen af kapitalpensioner var lempelig. Den høje skattemæssige værdi af rentefradraget var med til at gøre det særdeles fordelagtigt, især for højindkomstgrupperne, at låne og dermed få et fradrag og samtidigt placere i en helt eller delvis skattefri pensionsordning.

Der er næppe tvivl om, at en uhensigtsmæssig kapitalafkastbeskatning sammen med den høje inflation havde en væsentlig del af skylden for de balanceproblemer, der kendetegnede dansk økonomi op gennem 1970'erne og første del af 1980'erne. Privatøkonomisk var der til gengæld mange, der havde stor fordel af systemet, i hvert fald på kort sigt.

Gennem de seneste tyve år har det danske skattesystem undergået fundamentale ændringer. Hvor kapitalafkastbeskatningen tidligere var lagt an på, at danske investorer kun ejede danske aktier og obligationer, må systemet i dag tage højde for, at der placeres internationalt. Der er dog stadig reminiscenser af den tidligere tilgang i den danske skattelovgivning i dag.

Med skattereformen, der trådte i kraft i 1987, skete der en omlægning til et såkaldt dualt indkomstskattesystem, hvor kapitalindkomst og arbejds- og overførselsindkomst beskattes hver for sig. I 1994 kom en tredje kategori til i form af aktieindkomst. Skattesatsen for negativ nettokapitalindkomst, og dermed den skattemæssige værdi af rentefradraget, blev nedsat i flere omgange, så renteudgifter nu kun kan fratrækkes i kommuneskatten, dvs. en fradragsværdi på typisk 32,5 pct. i 2001. Tabel 2 viser skattesatsernes udvikling historisk. Samtidig er progressionen opretholdt for positiv nettokapitalindkomst, som aktuelt bliver beskattet med op til 58,5 pct. Negativ nettokapitalindkomst beskattes således efter et dualt princip, mens positiv nettokapitalindkomst tilnærmelsesvis beskattes efter et globalt. Også i beskattningen af aktieindkomst er der progression, men uafhængig af anden indkomst.

Især beskattningen af pensionsopsparing har undergået store ændringer gennem de seneste tyve år. Tilbage i begyndelsen af 1980'erne inve-

UDVIKLINGEN I UDVALGTE KAPITALINDKOMSTSKATTESATSER

Tabel 2

	Renteindtægt	Rentefradrag	Selskabsskattesats	Pensionsbeskatning ¹
1977	41,0 - 67,0	41,0 - 67,0	37,0	0
1987	51,0 - 57,0	51,0	50,0	56,0
1998	40,4 - 57,7	46,0	34,0	35,8
2002	37,5 - 58,5	32,5	30,0	15,0

Anm.: Ud over forskel i skattesatsen kan der over tid være betydelig forskel i fastlæggelsen af udskrivningsgrundlagene, fx i pensionsbeskatningen. Selv om skattesatsen her er faldet, er pensionsbeskatningen alt i alt blevet skærpet.

Kilde: Danmarks Statistik, Skatter og afgifter div. årgange.

¹ For årene 1987 og 1998 realrenteafgiftssatser, for 2002 satsen i pensionsafkastningsbeskatningen.

stereede pensionssektoren hovedsageligt i danske obligationer. Da afkastet af disse med realrenteafgiften blev beskattet fra 1984, blev investeringerne i stigende grad flyttet over i aktier og indeksobligationer. De senere år er udskrivningsgrundlaget blevet bredt ud til også at omfatte disse aktiver. Alt i alt er pensionsbeskatningen derfor blevet skærpet. Pensionsopsparing er dog stadig skattemæssigt subsidieret, jf. beregningerne i appendiks 2. Beskatningen er samtidig kommet til at ligne den øvrige kapitalindkomstbeskatning mere. Det ændrer ikke ved, at det også i dag ofte kan betale sig for privatpersoner at låne for at placere midlerne i en pensionsordning, men fordelene er generelt mindre end tidligere. Desuden er pensionsbeskatningen, specielt efter afskaffelsen af realrenteafgiften og indførelse af en generel pensionsafkastbeskatning, blevet skruet sammen på en sådan måde, at der er færre skadelige bivirkninger på kapitalmarkederne. Fx er aktier blevet inddraget under pensionsbeskatningen, hvor de under realrenteafgiften frem til 1998 ikke blev beskattet i pensionsregi.

Friholdelsen af aktier for realrenteafgift skete dels ud fra et ønske om at tilføre danske aktieselskaber billig kapital, dels fordi selskaberne i forvejen var underlagt selskabsbeskatning. Med frie kapitalbevægelser er det meget vanskeligt via skattereglerne at give danske aktier en favorisering på bekostning af aktier fra udenlandske selskaber.

Konkluderende kan det konstateres, at skattesystemet, hvad angår kapitalindkomstbeskatningen, i dag er mere hensigtsmæssigt end for tyve år siden. At der dog stadig er en del problemer vil fremgå af den mere detaljerede gennemgang i det følgende.

SKATTETEORI

Der er flere argumenter for at beskatte kapitalindkomst lempeligere end arbejdsindkomst. Jo højere skat på kapitalindkomst, jo mere fordelagtigt er det at stifte gæld og jo mindre fordelagtigt at spare op. Ulem-

perne forstærkes, hvis der samtidig er inflation. Kombinationen af et nominelt skattesystem og inflation betyder, at kapitalindkomst reelt vil blive beskattet hårdere end arbejdsindkomst ved anvendelse af satserne for beskatning af arbejdsindkomst. Det skyldes, at en del af renteindtægten blot er kompensation for prisstigningerne og dermed ikke nogen reel indkomst for investor. Endeligt gør den kendsgerning, at kapital er internationalt meget mobil, at en beskatning meget over udlandets ikke er holdbar eller kræver en meget stor kontrolindsats, da det vil medføre en stor tilskyndelse til at placere indtægter i udlandet, mens renteudgifter vil blive fradraget i Danmark. I EU-regi er der tiltag i gang for at forbedre skatteopkrævningen internationalt.

Der er argumenter både for og imod progression i kapitalindkomstbeskatningen. Imod taler, at asymmetri åbner op for skattemæssig arbitrage, dvs. dispositioner, der udføres for legalt at flytte højt beskattet indkomst til lavt beskattet. Imod taler også hensynet til, at borgerne kan opnå en positiv realrente af opsparing. Med de aktuelle rente- og skatteforhold er det reale afkast efter skat af fx en obligationsinvestering for en topskatteyder med positiv nettokapitalindkomst svagt negativ. Det økonomiske incitament til at spare op er således i mange tilfælde borte for dette segment af skatteydere.

For progression taler ud over et skatteevneprincip, at lav kapitalbeskatning åbner op for forsøg på skattemæssig transformering af arbejdsindkomst til kapitalindkomst, hvilket specielt kan være et problem i personligt ejede virksomheder. Reglerne for virksomhedsbeskatning søger at løse dette problem.

Alt i alt taler hensynet til at sikre en tilstrækkelig opsparing for at kapitalindkomst beskattes lempeligere end arbejds- og overførselsindkomst. Asymmetrien i beskatningen af negativ henholdsvis positiv nettokapitalindkomst vil dog ofte virke forvridende.

BESKATNING AF PENSIONSOPSPARING

I vurderingen af fordelagtigheden af pensionsopsparing er det ikke blot beskatningen af det løbende afkast, der har betydning, men også størrelsen af skatteværdien af fradraget ved indbetaling sammenholdt med beskatningen ved udbetaling. Denne sats kendes ikke med sikkerhed på indbetalingstidspunktet. Det må også inddrages i kalkulen, at visse offentlige ydelser aftrappes med indkomsten, hvilket kan påvirke den effektive beskatning af pensionsopsparing. Dette gælder særligt for ratepension og livrente.

Hvis der er fradrag for indbetalinger, hører en opsparingsordning under pensionsbeskatningen. Det gælder bl.a. kapital- og ratepensioner

samt livrenter, hvor der er et forsikringsselement indbygget. Anden opsparing er underlagt den almindelige indkomstbeskatning.

Fradrag for indbetalinger indebærer ikke i sig selv en skattemæssig begunstigelse. For forrentningen af pensionsopsparing er det i princippet ligegyldigt, om der er fradrag ved indbetaling og beskatning ved udbetaling eller fuld beskatning ved indbetaling mod skattefrihed ved udbetaling, så længe skattesatsen er ens på ind- og udbetalingstidspunktet. I Danmark beskattes pensionsopsparing primært, når pensionen udbetales. Dog betales der altid arbejdsmarkedsbidrag ved indbetaling mod fritagelse for arbejdsmarkedsbidrag ved udbetaling. Fradrag ved indbetalinger og beskatning ved udbetaling er ikke nødvendigvis til fordel for pensionsopsparene. Hvis marginals-katten stiger over tid, ville opsparene være bedre stillet uden fradrag på indbetalingstidspunktet og uden beskatning ved udbetaling.

Fordelagtigheden af en kapitalpension blev reduceret med pinsepakken. Tidligere kunne indbetalinger fratrækkes i indkomsten, dvs. med op til topskattesatsen, mens udbetalinger, som det fortsat er tilfældet, blev beskattet med 40 pct. Efter ændringen har indskud på kapitalpensioner en skattemæssig fradragsværdi på maksimalt 43,5 pct., mens ratepensioner bevarer deres fulde fradragsværdi. Hermed er fordelagtigheden af kapitalpensioner nedsat i forhold til ratepension og livrente. Udbetalingen fra en kapitalpension har dog generelt færre konsekvenser for eventuelle supplerende offentlige ydelser til pensionisterne end pensioner med løbende udbetalinger.

Rentabiliteten af en pensionsordning afhænger af de konkrete skattesatser, som opsparereren står over for, jf. tabel 3, der viser den isolerede effekt af forskelle i skattesats ved ind- og udbetaling. Det væsentligste budskab er, at forskellige opsparende er stillet vidt forskelligt afhængigt af deres skatteforhold. Dette forstærkes af, at satserne kan ændre sig over tid. Systemet har den ulempe, at den effektive forrentning af specielt ratepension og livrenteordninger er svært gennemskuelig. Den afhænger af opsparerens indkomstprofil over livsforløbet samt af den tidsmæssige udvikling i skattesatserne i indkomstskattesystemet.

Selv om det således er uklart, om det er til pensionsopsparenes fordel, at der er fradrag for indbetalinger til pensionsordninger, er det til gengæld klart, at det er vigtigt i et kapitalmarkedsperspektiv. Det danske system med fradrag på indbetalingstidspunktet og beskatning ved udbetaling medfører en større registreret pensionskapital, end hvis der ikke var fradrag. En del af den kapital, som administreres af pensionskasser og livsforsikrings-selskaber, er således blot udskudt skat. Omvendt er den registrerede statsgæld tilsvarende større.

FORSKEL I MARGINALSKAT VED IND- OG UDBETALING I PRIVATE
PENSIONSORDNINGER

Tabel 3

	Marginal skatteprocent ved indbetaling		
	Bundskat 37,5 pct.	Mellemskat 43,5 pct.	Topskat 58,5 pct.
Marginal skatteprocent ved udbetaling	Procentpoint		
Kapitalpension, 40 pct. ¹	-2,5	3,5	3,5
<i>Ratepension og livrente</i>			
Bundskat 37,5 pct.	0	6,0	21,0
Mellemskat 43,5 pct.	-6,0	0	15,0
Topskat 58,5 pct.	-21,0	-15,0	0

Anm.: Der er regnet med en gennemsnitlig kommuneskat på 32,5 pct. ekskl. kirkeskat. Tallene angiver forskel mellem den skattemæssige værdi af indbetaling på en privat pensionsordning og skatten ved udbetaling. Dette kan betragtes som en årlig afkastprocent under forudsætning af, at der kun er et år til pensionering.

¹ Dog 25 pct. på opsparing fra før 1980.

Beskatning på udbetalingstidspunktet kan også give tab for statskassen, hvis pensionisten flytter til udlandet. Herved kan der opnås fradrag ved indbetalinger, mens man undgår beskatning på udbetalingstidspunktet. I vurderingen for eller imod skattefradrag ved indbetaling hører det dog med, at der vil være særdeles store praktiske problemer forbundet med at gå fra det ene system til det andet.

Med vedtagelsen af pinsepakken i 1998 skete der omfattende ændringer i beskatningen af det løbende afkast i pensionsopsparingen i Danmark. Opgørelsen af afgiftsgrundlaget blev ændret markant. Realrenteafgiftens afgiftsgrundlag, der var baseret på et realisationsprincip med matematisk kursopskrivning, blev erstattet af opgørelse efter et lagerprincip, dvs. aktiverne opgøres til markedsværdi, og eventuelle kursgevinster beskattes, når de opstår, uanset om de er realiserede eller ej. For kurstab er der fradrag. Overgangen fra matematisk kursopskrivning til lagerprincip indføres over en 5-årig periode. Løbende beskatning af afkast opgjort til markedsværdi er med til at sikre et effektivt kapitalmarked, bl.a. ved at modvirke skattearbitrage og hindre indlåsnings effekter, dvs. situationer, hvor det af skattemæssige grunde ikke kan betale sig at sælge bestemte obligationer med forvridning af prisdannelsen til følge. Lagerprincippet kan dog også give anledning til forståelsesproblemer ved generel anvendelse, fx i forbindelse med kursgevinster på gæld samt beskatning af urealiserede kursgevinster, hvilket er en af grundene til, at det ikke anvendes systematisk i personbeskatningen.

Med den nye pensionsafkastbeskatning bredes skattebasen ud, således at også aktieafkast, nyudstedte indeksobligationer samt afkast af ejendomme generelt beskattes, hvor realrenteafgiften hovedsagelig faldt på

nominelle obligationer. Afgiftssatsen er med den seneste ændring gjort ens for alle aktiver med en fast sats på 15 pct.

Hvorvidt skatteomlægningen vil føre til, at pensionsopsparerne ønsker større eller mindre aktieandel, er det ikke umiddelbart muligt at sige noget om. Den hårdere beskatning sammenlignet med tidligere taler godt nok isoleret set for en mindre aktieandel, men dette skal holdes op imod, at staten nu bærer en større del af aktiekursrisikoen, hvilket taler for en højere aktieandel, jf. Møller, Parum og Sørensen (2001).

Set fra pensionsopsparernes synspunkt må de gældende regler for aktieinvesteringer i pensionsregi siges at være både gennemskuelige og symmetriske. Der gælder samme regler for udbytter og avancer uanset ejertid og ejerandel, og uanset om der er tale om noterede eller unoterede aktier. Tab kan fradrages inden for andet afkast i pensionsordningen. Dette står i skarp kontrast til den skattemæssige behandling af aktieinvesteringer for frie midler, jf. nedenfor.

For indeksobligationer gælder, at alle serier, der var lukket før den 1. januar 1999, er fritaget for pensionsafkastbeskatning. Det betyder, at prisdannelsen på indeksobligationer udstedt efter denne dato vil ske på lige fod med almindelige obligationer. Samtidig blev der vedtaget en finansieringsreform af det støttede byggeri, der traditionelt har været hovedudbyder af indeksobligationer, hvorved der åbnedes op for finansiering ved hjælp af almindelige nominelle realkreditobligationer.

Alt i alt vurderes ændringerne i pensionsbeskatningen at have en positiv effekt på kapitalmarkedets funktion. Med overgang til beskatning efter et lagerprincip undgås de indlåsnings effekter på obligationsmarkedet, der var en konsekvens af realrenteafgiften. I andre tilfælde var det modsatte tilfældet, dvs. skattebetingede salg. Udbredelsen af afgiftsgrundlaget til også at indeholde aktier og ejendomme samt den ens skattesats er med til at hindre rene skattebetingede omlægninger af pensionsporteføljen over mod u- eller lavtbeskattede aktiver.

I appendiks 2 er den effektive beskatning af en privat investors investeringsmuligheder belyst. Det fremgår, at pensionsopsparing er lavere beskattet end andre former for opsparing. Den skattemæssige favorisering af pensionsopsparing ligger i beskatningen af det løbende afkast snarere end i forskelle i skattesatser ved ind- og udbetaling.

Et yderligere fremskridt ved den nye pensionsbeskatning er, at den åbner op for, at pensionskasser og livsforsikringselskaber fremover kan anvende afledte produkter som futures og optioner mere aktivt. Disse såkaldte derivater beskattedes i forvejen efter et lagerprincip, således at der nu er overensstemmelse mellem beskatning af derivatet og det underliggende aktiv som fx en obligationsbeholdning.

FRI OPSPARING

Obligationer

Beskatningen af det løbende afkast (renter) af en obligationsinvestering afhænger af, om den skattepligtige har positiv eller negativ nettokapitalindkomst, jf. boks 1. Ved negativ nettokapitalindkomst beskattes afkastet med kommune- og amtsskatten dvs. ca. 32,5 pct., mens der ved positiv nettokapitalindkomst beskattes progressivt med op til 58,5 pct., jf. tabel 4. Dette betyder også, at den skattemæssige fradragsværdi af renteudgifter på et lån kan være op til 58,5 pct., så længe den samlede kapitalindkomst blot forbliver positiv. Antalsmæssigt har ca. 2,6 millioner skatteydere negativ nettokapitalindkomst, mens 1 million har positiv nettokapitalindkomst, heraf betaler 170.000 topskat.

For så vidt angår kursgevinster på obligationer, er privatpersoner fritaget for skat, hvis kursgevinstlovens mindsterentereregulering er opfyldt. Hvis fordringen på udstedelsestidspunktet har en pålydende rente, der mindst er lig med den gældende mindsterente, sker der ingen beskatning af en eventuel kursgevinst, og der er ikke fradragsret for tab. Dette gælder stort set alle danskudstedte kroneobligationer. Hvis den pålydende rente derimod er under mindsterenten, beskattes kursgevinster hos privatpersoner. Dog beskattes en eventuel kursgevinst på kontantlån ved ekstraordinær indfrielse altid, såfremt lånet er optaget den 1. januar 1996 eller senere. En realiseret gevinst på et kontantlån vil typisk fremkomme i forbindelse med en konvertering op til en højere rente og en lavere restgæld. Kursgevinstbeskatning af kontantlån sker ikke ved første indfrielse i forbindelse med ejerskifte.

Reglerne omkring mindsterenten, der blev indført i 1985, skal hindre udstedelse af obligationer, hvis afkast indeholder et væsentligt element af kursgevinst, som tidligere var skattefri for privatpersoner, fx kontantlån finansieret med obligationer udstedt til betydelig underkurs.

MARGINALSKATTESATSER VED POSITIV OG NEGATIV
NETTOKAPITALINDKOMST

Tabel 4

Skattepligtig indkomst ¹	Positiv nettokapitalindkomst	Negativ nettokapitalindkomst
Kroner	Pct.	
Under 177.900	37,5	32,5
177.900 – 276.900	43,5	32,5
Over 276.900	58,5	32,5

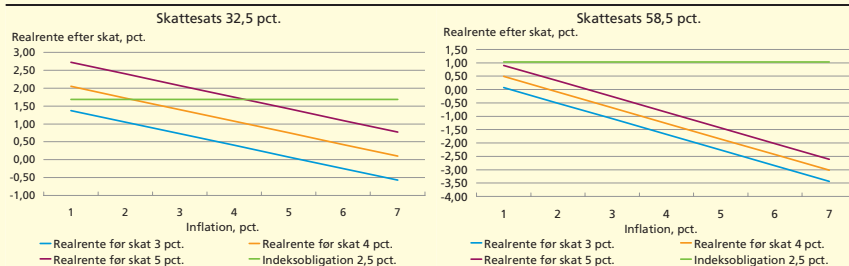
Anm.: Der er antaget en kommunalskatteprocent på 32,5 pct.

¹ 2001-beløbsgrænser.

Realrenten før skat beregnes tilnærmelsesvis som den nominelle rente fratrasket inflationen. Figur 1 viser, at for en given realrente før skat afhænger den reale forrentning efter skat på nominelle obligationer af niveauet for inflationen. Kapitalindkomst skattesystemet er således ikke neutralt over for inflationsniveauet for en given realrente før skat. I figurene er regnet med en kapitalindkomstskattesats på henholdsvis 32,5 pct. og 58,5 pct. og tre forskellige realrenter før skat; 3 pct., 4 pct. og 5 pct.

REALRENTE EFTER SKAT AF EN OBLIGATIONSINVESTERING

Figur 1



Ved investering i indeksobligationer er generelt sikret en positiv realrente efter skat. Afkastet af en indeksobligation består af en realrente plus en inflationskomponent. Kun realrenten beskattes, mens inflationsdelen er skattefri. Den kan til gengæld ikke trækkes fra ved opgørelse af kapitalindkomst for låntager. Dette betyder en lavere beskatning end for øvrige obligationer. For en nærmere diskussion kan henvises til Andersen og Gyntelberg (1999).

Som det fremgår af figurerne, medfører nominal beskatning af obligationer stigende beskatning reelt ved højere inflation. Beskatningen af indeksobligationer med skattefrihed for inflationskomponenten vil derimod altid give et positivt reelt afkast efter skat.

Ved højere marginalsattes kan realrenten efter skat blive negativ selv ved moderate inflationstakter. Betragtes fx en obligation med en direkte rente på 5 pct., en inflation på 2,5 pct. og med en kapitalindkomst skattesats på 58,5 pct. bliver realrenten efter skat $5 \cdot (1 - 0,585) = -2,5$ pct. Betragtes en indeksobligation med en direkte rente på 2,5 pct., bliver realrenten efter skat $2,5 \cdot (1 - 0,585) = 1,0375$ pct., da inflationsdelen som nævnt ikke beskattes.

Mindsterentereglen betyder, at kuponrenten ved udstedelse af realkreditobligationer altid ligger tæt på markedsrenten. En konsekvens af dette er meget betydelige låneomlægninger ved udsving i renteniveauet. Der kan konverteres ned til en lavere rente, når markedsrenten falder, eller op til en højere rente, men lavere restgæld, hvis markedsrenten stiger.

Mindsterentereglen gælder kun for mellemværender i danske kroner. For lån i fremmed valuta, fx euro, er alle kursgevinster skattepligtige og

alle kurstab fradragsberettigede. Dette gælder uanset, om låntager er person- eller selskabsbeskattet, og uanset lånetype og formål, herunder også ved ejerskifte. Skattereglerne for lån i fremmed valuta er således langt mere gennemskuelige og symmetriske end skattereglerne for lån i danske kroner, hvor der, som beskrevet, skelnes mellem personer og selskaber samt lånetype.

Aktier

Beskatningen af privatpersoners afkast af aktier er kompliceret i modsætning til de enkle regler for aktier i pensionsordninger. Det afkast, som aktionæren opnår, består dels af udbytte, dels af realiserede kursgevinster eller tab på aktien, her kaldet avancer. Tabel 5 viser hovedreglerne for beskatning af aktieudbytter og avancer, når der er tale om fri opsparring. Udbytter beskattes altid som aktieindkomst hos aktionæren, dvs. med 28 pct. af de første 38.500 kr. (2001-grænsen) og derefter med 43 pct. Beskatningen af avancer på aktier er afhængig af ejertid, aktietypen, dvs. om der er tale om en noteret eller unoteret aktie, samt af aktiebeholdningens størrelse (kaldet 100.000-kroners grænsen). Ved ejertid under 3 år beskattes avancer altid som kapitalindkomst og er dermed afhængig af aktionærens skatteforhold i øvrigt, jf. den tidligere gennemgang. Ved ejertid over 3 år beskattes avancer som aktieindkomst, dvs. der er fuld symmetri i beskatningen forstået på den måde, at det er ligegyldigt om afkastet kommer i form af kursgevinster eller udbytter. For porteføljer af noterede aktier under en vis værdi er avancer dog skattefrie ved ejertid over 3 år, jf. tabel 5.

Adgangen til fradrag for kurstab er komplicerede og afhænger bl.a. af, om der er tale om noterede eller unoterede aktier samt af, om der er en aktiegevinst at trække tabet fra i. Der er således ikke tale om symmetri mellem behandlingen af kursgevinster og kurstab. For en gennemgang se Møller og Plenborg (1997).

Ud over at være kompliceret og administrativt besværlig har aktiebeskatningen som konsekvens, at den reelle beskatning af aktionærer kan

AKTIEBESKATNING HOS PRIVATPERSONER

Tabel 5

Ejertid over 3 år		Ejertid under 3 år	
Noterede aktier		Unoterede aktier	Avancer beskattes som kapitalindkomst. Udbytte beskattes som aktieindkomst ²
Kursværdi under 121.400 kr. ¹	Kursværdi over 121.400 kr. ¹	Både avancer og udbytter beskattes som aktieindkomst ²	
Avancer er skattefri udbytte beskattes som aktieindkomst ²	Både avancer og udbytte beskattes som aktieindkomst ²		

¹ 2001-grænsen. Dette er den såkaldte "100.000-kroners grænse".

² Aktieindkomst beskattes med en skattesats på 28 pct. af de første 38.500 kr. (2001-grænse) og herefter med 43 pct.

variere meget fra den ene aktionær til den anden. Antages fx, at der er tale om en mindre aktieportefølje, samt at hele afkastet kommer i form af avance, dvs. selskabet ikke betaler udbytte, bliver beskattningen nul. I modsat ende vil en aktionær, som har positiv nettokapitalindkomst og er beskattet med topskattesatsen ved salg inden 3-års ejertid, kunne komme til at betale op til 58,5 pct. i skat på aktien, hvis det igen forudsættes, at hele overskuddet bliver i virksomheden. Den reelle beskatning vil dog kunne reduceres ved at beholde aktien, da der er tale om realisationsbeskatning. Sammenholdt med 3-års reglen og 100.000-kroners grænsen kan det skabe en i kapitalmarkedsammenhæng u hensigtsmæssig indlåsningseffekt.

En arbejdsgruppe under Skatteministeriet er kommet med forslag til en væsentlig forenkling af aktieavancebeskatningen, jf. Skatteministeriet (1999).

Investeringsforeninger

Akkumulerende investeringsforeningsafdelinger er fuldt skattepligtige efter selskabsskatteloven. Samtidig bliver ejerne af investeringsbeviserne beskattet efter aktieavanceloven, dvs. med 3-års regel, 100.000-kroners grænse osv. som tidligere beskrevet. Tab realiseret inden for 3-års ejertid kan fratrækkes i tilsvarende aktieavance, ellers ikke. Investering i disse foreninger, som hovedsagelig investerer i obligationer, kan derved medføre en anden beskatning end ved direkte ejerskab af obligationerne.

De udloddende investeringsforeningsafdelinger er i modsætning til de akkumulerende ikke selvstændigt skattepligtige, hvis de opfylder udlodningskravet. For at bevare skattefrihed skal alle de indtægter udloddes, som ville være beskattet, hvis ejeren af investeringsbeviset ejede en tilsvarende portefølje direkte. Dette sikrer, at udlodningen beskattes som de indkomstarter, der danner grundlag for udlodningen, dvs. kapitalindkomst som kapitalindkomst, aktieindkomst som aktieindkomst osv. Dette kaldes også transparensprincippet. De kontoførende investeringsforeninger beskattes efter samme princip.

Afkastet af et investeringsforeningsbevis består dels af løbende afkast som rente og udbytte og dels af kursværdistigninger eller -tab på beviserne. Den forskelligartede skattemæssige behandling af pensionskunder versus private kunder, der investerer frie midler, kan give en interessekonflikt for investeringsforeningen. Pensionskunden beskattes ens af løbende afkast og kursgevinst med 15 pct. De frie midler investeret i en akkumulerende investeringsforening beskattes til gengæld efter aktieavancebeskatningsloven, hvor der for små porteføljer er generel skattefrihed for kursgevinster efter 3-års ejerskab. Dette kan betyde en konflikt mellem de to typer investorer, da investeringsforeningen eventuelt

må vælge mellem højt udbytte til fordel for pensionskunden eller lægge vægt på at minimere skatten til fordel for de private kunder, der har investeret frie midler. Det vil ikke altid være i disses interesse at få et højt udbytte, hvis det samtidig udløser en ekstra skat. En investeringsforening, der handler ofte og indkasserer kursgevinster for at få et højt afkast, kan derfor være attraktiv for pensionskunder og mindre attraktiv for private kunder med frie midler. Udviklingen går derfor mod en skattebetinget opsplitning i afdelinger, så disse retter sig enten mod pensionskunderne eller mod privatpersoner. Dette må betegnes som en utilsigtet konsekvens af skattereglerne, og indebærer et stort behov for rådgivning af investorerne.

Beskatningsreglerne for investeringsforeningerne er meget detaljerede og dermed komplicerede, da disse regler forsøger at fastlægge beskatningsforholdene for den enkelte type af investeringsforeningsprodukt, som udbydes. De meget produktspecifikke beskatningsregler kan være med til at hæmme produktudviklingen på markedet. Reglerne er desuden med til at holde udenlandske udbydere ude fra det danske marked, og hæmmer dermed konkurrencen. Endelig er det som nævnt u hensigtsmæssigt, at det for mange investorer i investeringsbeviser er svært at gennemskue skattereglerne. Der synes således at være behov for en forenkling og mere produktneutral beskatning af investeringsforeninger. Dette var også konklusionen i år-2000-udvalgets rapport, jf. Økonomiministeriet (1999).

APPENDIKS 1

OBLIGATIONER – EJERFORM

Tabel 6

Direkte				Investeringsforening					
Nettokapitalindkomst				Type					
Positiv			Negativ	Akkumulerende			Udloddende		
				Indkomstart			Indkomstart		
Under 177.900	177.900 - 276.900	Over 276.900		Løbende indtjening	Udlodning	Salg	Løbende indtjening	Udlodning	Salg
38 pct.	44 pct.	59 pct.	33 pct.	Som selskab (30 pct.)	-	Som direkte ejet aktie	0 pct.	Som direkte ejet obligation	Som direkte ejet obligation

AKTIER – EJERFORM

Tabel 7

Direkte															
Ejertid over 3 år											Ejertid under 3 år				
Noterede aktier							Unoterede aktier				Noterede og unoterede aktier				
Kursværdi under kr. 121.400			Kursværdi over kr. 121.400				Avancer		Udbytter		Avancer			Udbytter	
Avancer	Udbytter		Avancer		Udbytter										
	Første 38.500	Ud over 38.500	Første 38.500	Ud over 38.500	Første 38.500	Ud over 38.500	Første 38.500	Ud over 38.500	Første 38.500	Ud over 38.500	Under 177.900	177.900 - 276.900	Over 276.900	Første 38.500	Ud over 38.500
0 pct.	28 pct.	43 pct.	28 pct.	43 pct.	28 pct.	43 pct.	28 pct.	43 pct.	28 pct.	43 pct.	38 pct.	44 pct.	59 pct.	28 pct.	43 pct.

INDEKS Obligationer

Tabel 8

Udstedt før 1. januar 1999				Udstedt efter 1. januar 1999			
Ejerform				Ejerform			
Direkte		Pension		Direkte		Pension	
Real komponent	Nominel komponent	Real komponent	Nominel komponent	Real komponent	Nominel komponent	Real komponent	Nominel komponent
Som direkte ejet obligation	0 pct.	0 pct.	0 pct.	Som direkte ejet obligation	0 pct.	15 pct.	0 pct.

Tabel 6 (fortsat)

Pension					
Fradrag ved indbetaling		Løbende udbetaling		Beskatning ved udbetaling	
Type		Type		Type	
Kapital-pension	Rate-pension	Kapital-pension	Rate-pension	Kapital-pension	Rate-pension
Personlig marginal indkomst-skattesats, dog max. 44 pct.	Personlig marginal indkomst-skattesats	15 pct.	15 pct.	40 pct.	Personlig marginal indkomst-skattesats

Tabel 7 (fortsat)

Investeringsforening						Pension					
Type											
Akkumulerende			Udloddende			Fradrag ved indbetaling		Løbende beskatning		Beskatning ved udbetaling	
Indkomstart			Indkomstart			Type		Type		Type	
Løbende ind-tjening	Ud-lodning	Salg	Løbende ind-tjening	Ud-lodning	Salg	Kapital-pension	Rate-pension	Kapital-pension	Rate-pension	Kapital-pension	Rate-pension
Som selskab (30 pct.)	-	Som direkte ejet aktie	0 pct.	Som direkte ejet aktie	Som direkte ejet aktie	Personlig marginal indkomst-skatte-sats, dog max. 45 pct.	Personlig marginal indkomst-skatte-sats	15 pct.	15 pct.	40 pct.	Personlig marginal indkomst-skatte-sats

Anm.: Der er anvendt en kommuneskatteprocent på 33.

APPENDIKS 2

For at få et indtryk af, i hvilket omfang skattesystemet er neutralt mellem opsparingsmulighederne for en privat investor, kan man sammenligne den effektive reale beskatning beregnet som forskellen mellem realafkastet før og efter skat sat i forhold til det reale afkast før skat, jf. tabel 9. Det antages, at det reale afkast efter skat på de internationale markeder er på 2 pct., uanset om der spares op i bolig, aktier, obligationer eller en pensionsordning.

Det ses, at pensionsopsparing er lavere beskattet end anden opsparing. Dette har der været en lang tradition for. Det er omstridt, hvorvidt dette resulterer i en større samlet opsparing eller blot flytter opsparing, som alligevel ville være foretaget. Også ejerboligen er lavere beskattet end fx en obligationsinvestering, i hvert fald på nederste trin i progressionen. Beskatningen af en obligationsinvestering er stærkt afhængig af investors skatteforhold som følge af den asymmetriske skattemæssige behandling af henholdsvis positiv og negativ nettokapitalindkomst.

De reale effektive afkastkrav før skat i tabel 9 er beregnet som følger:

R^{Bolig} (2 pct.) = Boligtjenesten - ejendomsværdiskat (1 pct.) - grundskyld (0,25*2,5 pct.)

Hvis det antages, at grundskylden nedvæltes i grundværdierne, ses der bort fra sidste led. Nedvæltning af grundskyld i grundværdierne betyder, at jordpriserne falder svarende til nutidsværdien af de fremtidige jordskatter.

R^{Aktie} (2 pct.) = Aktieafkast*(1 - 0,43) - 0,385*(0,43 - 0,28)

Der betragtes et afkast på 100.000 kr. Andelen under 38.500 kr., der beskattes med en aktieskat på 28 pct. er derved 0,385. Selskabsskatten betales af både indenlandske og udenlandske investorer. Forskelle i sel-

EFFEKTIV REAL BESKATNING AF FORSKELLIGE OPSPARINGSFORMER						Tabel 9
	Bolig		Aktier	Obligationer		Pensionsopsparing
	Fuld nedvæltning	Ingen nedvæltning		Negativ nettokapitalindkomst	Positiv nettokapitalindkomst ¹	
Realt afkast efter skat	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Realt afkast før skat	3,0	3,6	3,6	3,9	5,5	2,4
Effektiv real beskatning	33	45	44	49	64	15

Anm.: Se i teksten for beregningsforudsætninger.

¹ Det forudsættes, at der betales topskat.

skabsskattesats landene imellem kapitaliseres i aktiekursen, og har derfor ikke betydning for skatteberegningen.

$$R^{\text{Obligation}} (2 \text{ pct.}) = \text{Afkast} - \text{pålydende rente (6 pct.)} * 0,32$$

Obligationen antages udstedt tæt på pari.

$$R^{\text{Pension}} (2 \text{ pct.}) = \text{Afkast} * (1 - 0,15)$$

Der er forudsat, at skattesatsen ved indbetaling er lig satsen ved udbetaling af pensionsopsparingen. Der ses således kun på den løbende beskatning.

Tallene i tabel 9 er fremkommer ved at bestemme de afkastværdier, der sikrer, at lighedstegnet gælder.

Tallene er naturligvis følsomme over for de gjorte forudsætninger, men rangordningen mellem de forskellige opsparingsformer er rimelig robust.

LITTERATUR

Andersen, J. V. og J. Gyntelberg (1999), Indeksobligationer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt* 1. kvartal.

Skatte og afgifter (2001), *Danmarks Statistik*.

Det Økonomiske Råd (2001), *Dansk Økonomi*, forår.

Møller, M., C. Parum og T. Sørensen (2001), Den nye pensionsafkastbeskatningslov, *Finans/Invest* nr. 1.

Møller, U. G. og T. Plenborg (1997), Aktiebeskatning i Danmark, *Finans/Invest* nr. 7.

Skatteministeriet (1999), *Betænkning nr. 1392*, Aktieavancebeskatning.

Økonomiministeriet (1999), Risikovillig kapital, *Delrapport nr. 4* afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000 (år-2000-udvalget).

Markedsdynamik ved lave renter

Louise Mogensen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

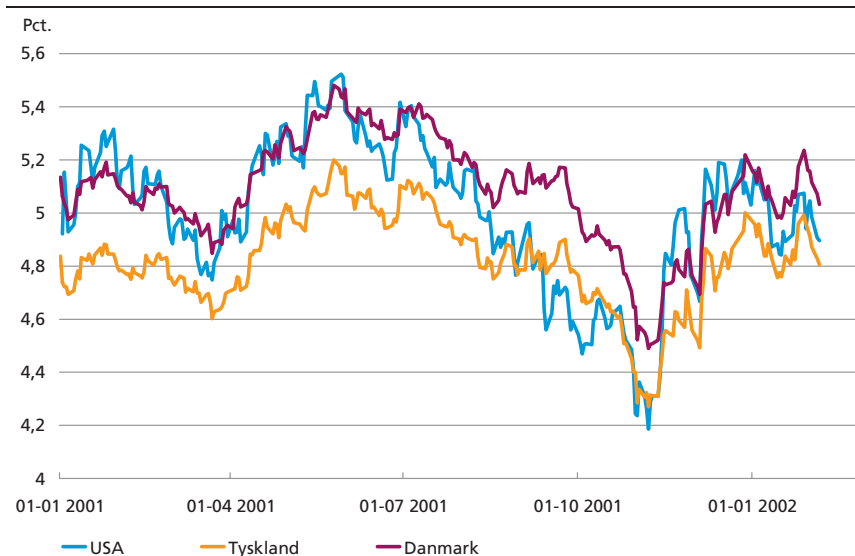
I perioder med lave obligationsrenter, fx i efteråret 2001, forekommer der selvforstærkende effekter i rentebevægelserne. Effekterne skyldes i et vist omfang indbyggede optioner i bl.a. realkreditobligationer og i rentegarantier i pensionssektoren. Effekterne har især været drevet af det betydelige marked for amerikanske realkreditobligationer, men også i Danmark har de indbyggede optioner påvirket renteudviklingen.

RENTEUDVIKLINGEN I 2001

I 2001 var udviklingen i de lange renter inden for året præget af voldsomme og hurtige op- og nedadgående bevægelser omkring et generelt lavt niveau. Specielt efteråret var kendetegnet ved disse hurtige skift, jf. figur 1.

10-ÅRIGE RENTER I USA, TYSKLAND OG DANMARK

Figur 1



Rentebevægelserne kan bl.a. forklares ved den makroøkonomiske udvikling, den generelle usikkerhed, som indtrådte efter 11. september, og ændringer i udstedelsespolitikken i USA. Hertil kommer imidlertid en række dynamiske effekter, der skyldes investorernes reaktion på indbyggede optioner i flere finansielle instrumenter. Ved lave renter vil et rentefald på grund af de indbyggede optioner kunne udløse et købspres, der yderligere vil få renten til at falde, og omvendt vil der, når renten stiger (fra et lavt niveau), kunne udløses et salgspres, der igen vil få renterne til at stige yderligere.

SELVFORSTÆRKENDE EFFEKTER OG OPTIONER

Mange finansielle produkter indeholder optionselementer. Dette bidrager til øget volatilitet i de lange renter ved bestemte lave renteniveauer. En del af rentebevægelserne kan således forklares ved selvforstærkende effekter, som optionerne har udløst.

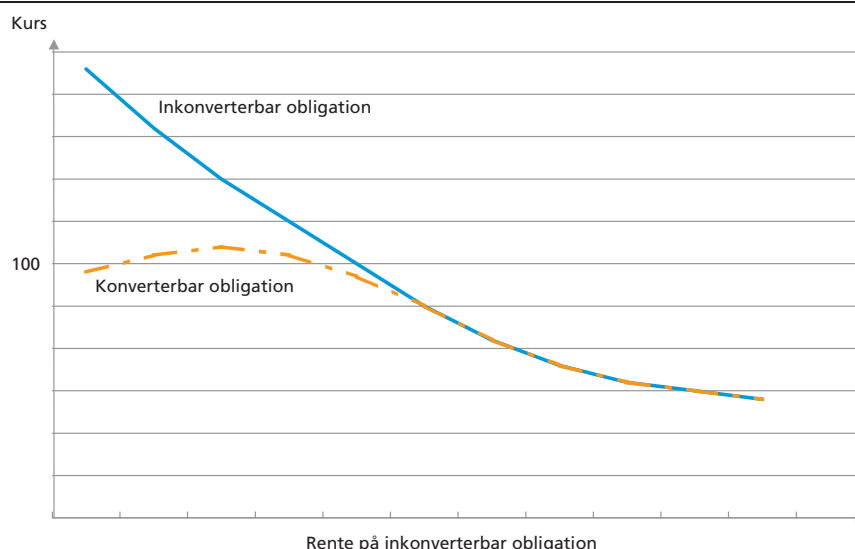
Der er hovedsageligt to former for optioner, som formodes at have bidraget til en øget volatilitet i de lange renter i efteråret 2001. Det er for det første optioner i form af retten til at førtidsindfri fastforrentede realkreditobligationer, der har haft betydning – især i USA, men i et vist omfang også i Danmark. For det andet har den danske pensionssektors rentegarantier bidraget til øget volatilitet i den danske rente.

Optioner i konverterbare obligationer

Konverterbare realkreditobligationer adskiller sig fra fx statsobligationer ved, at låntager har ret til at opsige sit lån til kurs 100. Det er præcis denne rettighed, der udnyttes, når låntager konverterer sit lån. Opsigelsesretten svarer til, at ejeren af realkreditobligationen har solgt en call option til låntageren¹.

Konsekvensen af konverteringsmuligheden er, at kurs-rente relationen for realkreditobligationer ikke svarer til inkonverterbare obligationer, jf. figur 2. For inkonverterbare obligationer stiger kursen, når det generelle renteniveau falder, mens kursen på konverterbare realkreditobligationer ophører med at stige omkring kurs 100. Dette skyldes låntagerens (boligejerens) ret til at førtidsindfri det bagvedliggende lån, og derfor er investor ikke villig til at betale meget mere end kurs 100 for obligationen.

¹ Ejeren af en call option har ret til at købe et givet aktiv til en given pris, mens en put option giver ret til at sælge et givet aktiv til en given pris.



Renterisikoen – forstået som obligationskursens følsomhed over for renteændringer – måles ved varigheden¹.

Ved høje renter er sammenhængen mellem kurs og rente for de to typer af obligationer tæt på at være ens, jf. figur 2. Falder renten derimod, ændres kursen på den konverterbare obligation ikke i nær samme grad, som ved de højere renter. Dermed er varigheden ændret, og det gælder, at varigheden på den konverterbare obligation går mod nul, når renten falder. Figur 3 viser forskellige obligationers varighed, når renten ændres.

Figuren viser, at den inkonverterbare statsobligation, 7 pct. 2024, sammenlignet med de konverterbare realkreditobligationer næsten ikke ændrer varighed uanset renteniveau. Det ses også, at realkreditobligationernes følsomhed over for renteændringer afhænger af deres pålydende rente. Dette er en følge af, at høj-kupon-obligationer bliver konverteringstruede for lav-kupon-obligationer, når renten falder.

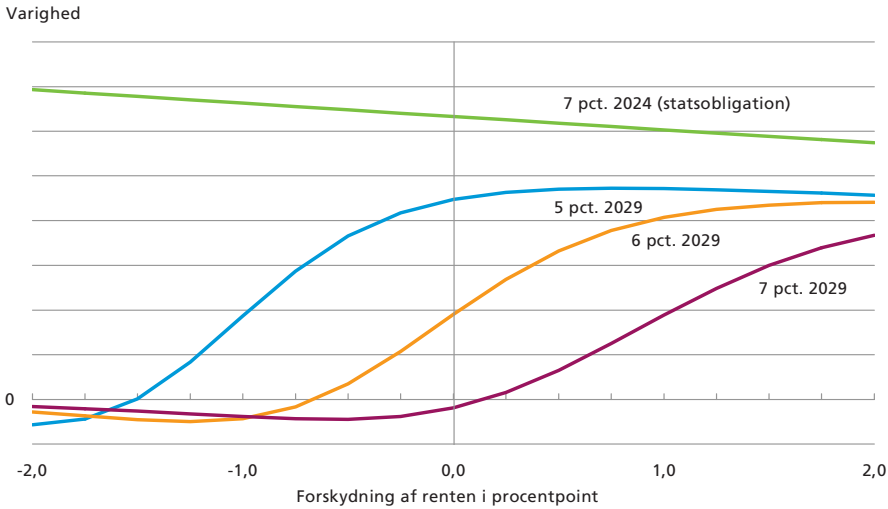
Ændringer i varighed som følge af renteændringer er et mål for obligationens konveksitet². Realkreditobligationerne har på grund af konverteringsmuligheden oftest negativ konveksitet, hvilket betyder,

¹ Varigheden er defineret som den (procentvise) ændring i prisen som følge af en renteændring på 1 pct. For konverterbare obligationer beregnes den optionsjusterede varighed, der tager højde for sandsynligheden for konvertering. Beregningen af den optionsjusterede varighed er modelafhængig, da der skal gøres antagelser om bl.a. den fremtidige renteprocess og låntagernes konverteringsadfærd.

² Konveksitet udtrykker forskellen mellem den korrekte procentvise prisændring og den prisændring, som varigheden angiver ved en ændring på 1 pct. i renten. Populært tolkes dette som et mål for, hvor krum pris-rente relationen er.

VARIGHED VED RENTEÆNDRINGER

Figur 3



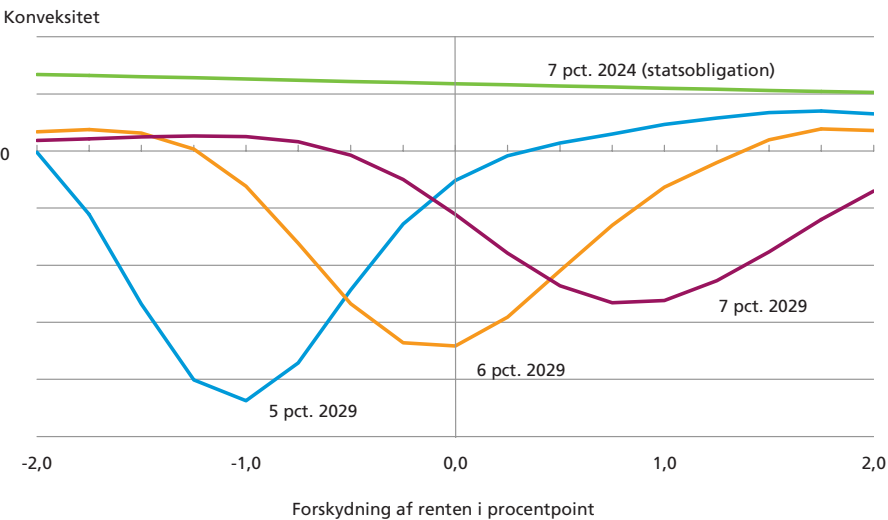
Anm.: For de tre realkreditobligationer vises den optionsjusterede varighed, mens der for den inkonverterbare statsobligation vises den almindelige varighed. Den optionsjusterede varighed er modelafhængig. Der tages udgangspunkt i renteniveauet ultimo januar 2002.

at varigheden falder, når renten falder (sandsynligheden for konvertering stiger).

Figur 4 viser en sammenligning af ændringen i varighed ved renteændringer for forskellige obligationer.

ÆNDRING I VARIGHED VED FORSKELLIGE RENTER (KONVEKSITET)

Figur 4



Anm.: Det er ændringen i den optionsjusterede varighed, der vises for de tre realkreditobligationer. Beregningen er modelafhængig. Der tages udgangspunkt i renteniveauet ultimo januar 2002.

Dynamisk effekt ved konverterbare realkreditobligationer

Den investor, der ejer realkreditobligationer, vil i mange tilfælde have et ønske om, at porteføljens følsomhed over for renteændringer ikke falder, når renten falder, og omvendt ikke stiger, hvis renten stiger. Det kan skyldes flere forhold, fx at investorens egen låntagning er fastforrentet, at investor ønsker at få gevinst ved yderligere rentefald eller omvendt ikke ønsker et større tab, hvis renten stiger.

Investorer, der styrer renterisikoen på deres investeringer, søger at tage højde for, at varigheden kan ændre sig ganske betydeligt, når renten ændrer sig. Varigheden på realkreditobligationer med en ellers lang løbetid kan således "forsvinde", når renten falder. For at bibeholde renterisikoen på et givet valgt niveau, må investorerne købe varighed ved hjælp af andre instrumenter. Det kan ske via inkonverterbare obligationer, fx statsobligationer, eller realkreditobligationer, der ikke er konverteringstruede, hvilket medfører et yderligere pres nedad på renteniveauet. Dermed er den dynamiske effekt igangsat.

Hvor meget ekstra varighed, investor skal købe ved et rentefald, afhænger af konveksiteten i porteføljen. Jo større numerisk konveksitet, jo mere varighed vil investor skulle købe, når renten falder. Konveksiteten afhænger stærkt af renteniveauet, jf. figur 4. Sker renteændringen ved et niveau, der er langt fra obligationens pålydende rente, betyder det ikke meget for varigheden, mens ændringen i varighed vokser markant, når renteændringen sker på et niveau tæt på obligationens pålydende rente.

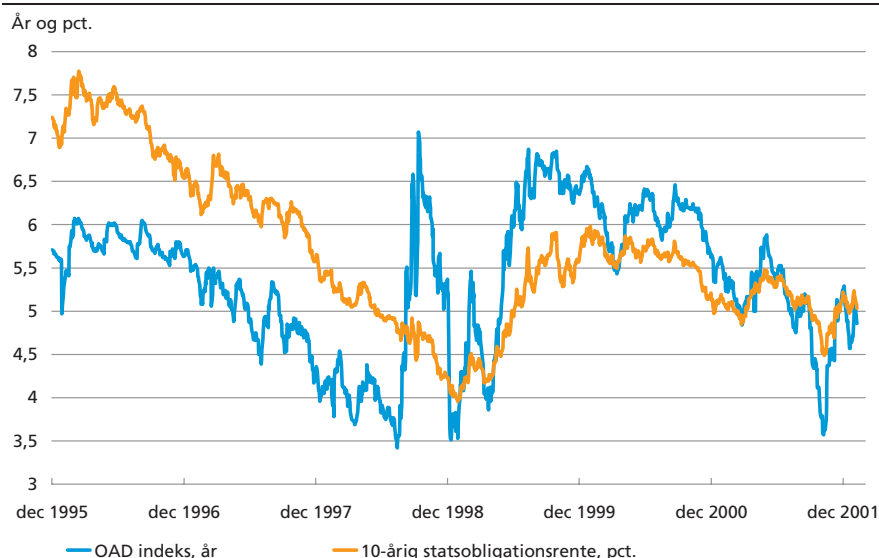
Udviklingen i varigheden for et indeks af danske konverterbare realkreditobligationer ses i figur 5. Til sammenligning er den 10-årige danske statsobligationsrente vist. Varigheden tager højde for sandsynligheden for konvertering, dvs. den indbyggede option, og det ses tydeligt, at varigheden falder i forbindelse med rentefald.

I 1998, hvor det hidtil højeste antal danske konverteringer fandt sted (set over et år), steg varigheden betydeligt, efter konverteringerne var indtruffet. Dette skyldes, at låntagerne konverterede deres gamle lån til nyudstedte langtløbende fastforrentede obligationer med en kurs under 100, som derfor ikke var så konverteringstruede. I forbindelse med konverteringsbølgen i efteråret 2001 steg varigheden ikke på samme måde som i 1998, hvilket bl.a. kan forklares ved, at låntagerne i høj grad konverterede til de kortløbende rentetilpasningslån frem for langtløbende konverterbare lån.

Rentefaldet virker altså selvforstærkende på grund af de konverterbare obligationers ændrede varighed og investorernes ønske om netop at bibeholde varigheden på et vist niveau. Omvendt kan en rentestigning – især fra et niveau med lave renter – også føre til selvforstærkende effekter, da en pludselig stigning i varigheden for de konverterbare obligationer fører til frasalg af varighed (og dermed obligationer), hvilket yderligere presser renten op.

OPTIONSJUSTERET VARIGHED (OAD) FOR INDEKS AF REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 5



Anm.: Den optionsjusterede varighed er beregnet af Nordea for et vægtet indeks bestående af realkreditobligationer udstedt af Nykredit, RealkreditDanmark, BRF kredit, Unikredit, Danske kredit og Totalkredit alle med et udestående på minimum 1 mia.kr. og en restløbetid på mere end et år.

Kilde: EcoWin.

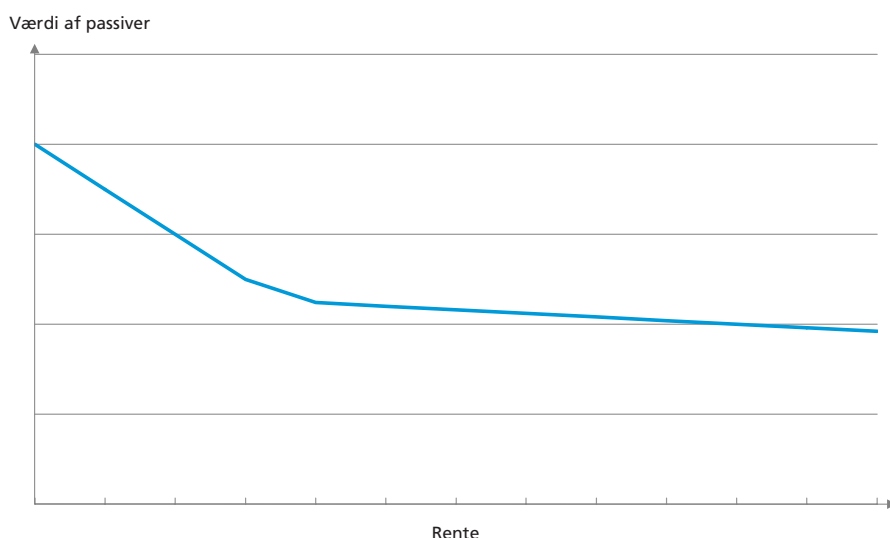
En del af de markante og hurtige op- og nedadgående bevægelser i renten i efteråret 2001 må derfor formodes at være forårsaget af dynamiske effekter afledt af optionen indeholdt i konverterbare obligationer. De konverterbare amerikanske obligationer har påvirket renteutviklingen internationalt. I Danmark kunne det konstateres, at rentespændet mellem de mindst konverteringstruede realkreditobligationer med lav pålydende rente og statsobligationer blev indsnævret.

Rentegarantier i pensionssektoren

Det forhold, at pensions- og livsforsikringsselskaber i Danmark har garanteret en minimumsydelse over for kunderne, er også en slags indbygget option. Optionen indebærer, at selskabernes forpligtelser, i takt med at renten falder, får en højere markedsværdi. For at undgå risikoen for insolvens, får selskaberne derfor behov for at eje obligationer – eller andre instrumenter – der stiger i værdi, når renten falder.

Med udgangspunkt i pensionsselskabernes balance kan effekten illustreres som vist i figur 6. Passivernes værdi er opgjort som nutidsværdien af selskabets pensions- og forsikringsforpligtelser.

Hvis renteniveauet er tæt på eller lavere end den udstedte rentegaranti, vil forpligtelserne på passivside i høj grad svare til en lang fast forrentet obligation med et afkastkrav svarende til rentegarantien (passivside får



en høj varighed). Omvendt for høje renteniveauer (over den udstedte rentegaranti) vil forpligtelserne svare til en kort obligation med lav varighed.

Asymmetrien på grund af rentegarantien medfører, at værdien af forpligtelserne stiger markant og ofte mere end aktiverne, hvis renten falder, med deraf følgende risiko for mismatch mellem aktiver og passiver og dermed indhug i selskabernes reserver. Hvis aktivsiden skal modsvare værdistigningen i passiverne, kræver det en høj varighed på aktivporteføljen for at opnå en tilsvarende kursgevinst ved faldende renter.

Dynamisk effekt ved lave renter

I perioder med rentefald vil pensionsselskaberne efterspørge varighed, dels af frygt for at blive insolvent (mismatch mellem forpligtelser på passivsiden og aktivsiden), dels som følge af at pensionsselskaber i stort omfang ejer realkreditobligationer og dermed rammes af de effekter, som er beskrevet i afsnittet om optioner i realkreditobligationer.

Efterspørgslen efter varighed til aktivsiden presser yderligere renten ned, og den dynamiske effekt er etableret.

KONKLUSION

I perioder med lave renter vil indbyggede optioner i finansielle instrumenter føre til selvforstærkende effekter, som øger volatiliteten i renterne. Optionerne kendes især fra konverterbare realkreditobligationer og rentegarantier i pensions- og livsforsikringsselskaber.

Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Finansrådets årsmøde den 5. december 2001

Den danske penge- og valutapolitik har været meget uddramatisk i 2001, som ellers verden over har været et år med usædvanlig stor fokus på pengepolitikken. Det gælder især i USA, hvor Den Amerikanske Forbundsbank har været meget aktiv og i årets løb foretaget hele 10 rentenedsættelser for at stimulere den økonomiske aktivitet. Den korte amerikanske rente er i løbet af i år nedsat fra 6½ pct. til 2 pct. altså en meget markant rentesækning.

Også i Europa har der været stor interesse for og diskussion om pengepolitikken. Det gælder især i euroområdet, hvor Den Europæiske Centralbanks rentepolitik er blevet kommenteret kraftigt af politikere, medier og økonomer.

I debatten om pengepolitikken overser man undertiden, at der er tale om væsentlige forskelle mellem pengepolitikkenes målsætning og indretning i de forskellige lande.

I USA har man en ret bred målsætning for pengepolitikken. Den forventes at bidrage til såvel maksimal beskæftigelse som stabile priser og et moderat niveau for de lange renter. Det har man i den nuværende konjunktursituation tolket sådan, at den vigende efterspørgsel i det sidste års tid har skullet imødegås med en ekspansiv pengepolitik.

De mange rentenedsættelser har ikke kunnet forhindre et konjunkturtilbageslag. Spørgsmålet er nu, om rentesænkningerne kan vende udviklingen til en snarlig fornyet fremgang. Det vil også vise sig, om det er muligt at gennemføre en så stor og hurtig pengepolitisk lempelse, uden at den slår ud i en stigende inflation og altså truer prisstabiliteten. Udviklingen i de lange renter i den kommende tid vil være en indikator for dette.

I Europa – og især i euroområdet – har man en mere klar arbejdsdeling mellem pengepolitikken og finanspolitikken, end man har i USA. Man har nemlig givet pengepolitikken ansvaret for prisstabiliteten.

Denne opgave må ses på den historiske baggrund. I 1970'erne og 1980'erne havde man høje inflationsrater og høje renter i de fleste europæiske lande. Det gav anledning til en række forvridninger i den økonomiske udvikling, fordi beslutningerne også præges af den forventede prisudvikling.

Kun Tyskland havde i den periode en bemærkelsesværdig prisstabilitet, som mange tilskrev Forbundsbankens uafhængighed og dens håndfaste pengepolitik. Og det særligt bemærkelsesværdige var, at Tyskland samtidig havde en stærk økonomisk udvikling og en god beskæftigelsesudvikling.

Ved udformningen af Maastricht-traktaten spillede den tyske model derfor en afgørende rolle. Prisstabilitet blev gjort til en eksplicit målsætning for Den Europæiske Centralbank, og ECB blev sikret politisk uafhængighed i sin tilrettelæggelse af pengepolitikken.

Denne klare målsætning om prisstabilitet betyder, at ECB kun kan foretage rentesænkninger for at fremme den økonomiske aktivitet, hvis det kan ske uden at true prisstabiliteten. Dette er en del af forklaringen på, at ECB nok har sænket renten i 2001, men i et langt mere forsigtigt tempo end i USA. Et andet – og ofte overset – forhold er, at den europæiske rente var en del lavere end den amerikanske ved årsskiftet.

Det er imidlertid ikke kun Den Europæiske Centralbank, der har fået en klar målsætning om at sikre prisstabilitet. En række andre centralbanker har i 1990'erne fået en tilsvarende målsætning og har tilrettelagt pengepolitikken efter en såkaldt inflationsstyringsmodel. I Europa gælder det fx UK og Sverige, som har haft et sådant system i knap ti år, og Norge, som i foråret omlagde sin pengepolitik til dette system.

Den institutionelle indretning varierer noget fra land til land, men hovedindholdet er, at centralbanken gennem sin rentefastsættelse søger at holde inflationen på mellemlangt sigt – typisk ca. 2 år – inden for et nærmere specificeret interval. For ECBs vedkommende er målet en inflation under 2 pct., for UK tæt på 2½ pct.

Den stærke vægt på brug af pengepolitikken til at sikre prisstabilitet har været succesrig, og generelt er inflationen lav i Europa i disse år.

I dag kan vi næsten være tilbøjelige til at anse lav inflation for en selvfølge. Det er måske forklaringen på, at der undertiden kommer pres på centralbankerne for at bruge pengepolitikken til at opnå andre mål. Det kan fx være øget beskæftigelse, eller det kan være påvirkning af valutakursen i den ene eller anden retning.

Men hvis den pengepolitiske rente skal sikre en bestemt fremtidig prisudvikling, så er dens højde bestemt af det. Så kan man ikke samtidig have andre mål, der kræver en højere eller lavere rente. For de pengepolitiske myndigheder har kun et instrument, den korte rente, og den skal i Europa bruges til at sikre prisstabilitet.

Dansk pengepolitik er som bekendt indrettet anderledes: Det overordnede mål er som for de andre europæiske centralbanker prisstabilitet. Men dette opnås mere indirekte ved at holde kronen meget stabil i forhold til euroen.

For at dette skal lykkes, må finanspolitikken indrettes på at sikre en prisudvikling på mellemlangt sigt, der ikke afviger væsentligt fra euroområdet målsætning. Kun med en god konkurrenceevne bliver fastkurspolitikken troværdig.

Den mere kortsigtede stabilisering af valutakursen påhviler pengepolitikken, der i rolige tider så at sige skal "skygge" pengepolitikken i euroområdet. Det sker ved at holde Nationalbankens udlånsrente tæt på Den Europæiske Centralbanks udlånsrente samt følge ændringer i den, bortset fra helt små udsving på nogle få basispoint.

I perioder med valutauro eller frygt for uro udvider Nationalbanken spændet for hermed at gøre det mere attraktivt at holde kroner.

Dette pengepolitiske reaktionsmønster er velkendt for deltagerne på valuta- og pengemarkedet. Og lang tids efterleven af fastkurspolitikens spilleregler har skabt stor troværdighed for denne politik. Markedsdeltagerne følger nøje kursens bevægelser, og ved tendenser til svækkelse vil renterne hurtigt stige på pengemarkedet og hermed gøre kronebeholdninger mere attraktive.

På samme måde bidrager pengeinstitutternes råd til kunder om, hvornår de skal købe og sælge fremtidige valutapositioner, til at stabilisere markedet.

Vi er altså i disse år i Danmark i en situation, hvor det ikke alene er Nationalbankens interventioner på valutamarkedet og Nationalbankens renteændringer, der stabiliserer kronen. Det er først og fremmest markedsdeltagernes adfærd, der gør det.

Man kan også udtrykke det sådan, at valutamarkedet spekulerer i en stabil krone/eurokurs, og derfor er markedsspekulationen stabiliserende.

Spekulation er et følelsesladet ord. Når man taler om valutaspekulation, tænker man i reglen på en situation, hvor markedet spekulerer i, at myndighederne ikke kan opretholde den faste kurs.

Men markedet kan som nævnt også spekulere i, at myndighederne – trods udsving i udbud og efterspørgsel af valuta – netop opretholder kursen. Og så tager markedsdeltagerne positioner i forventning om det og bidrager selv netop til denne stabilisering. Denne adfærd er faktisk også en "spekulation", selv om vi ikke plejer at kalde den det. Når markedet er enig med den officielle politik, plejer man fra myndighedernes side i stedet at betegne det som "en fornuftig adfærd".

Dette her kunne jo lyde som rent ordkløveri. Men pointen er, at valutahandel udøver en meget nyttig samfunksfunktion i de allerfleste situationer. Markedets bidrag til den danske kronens stabilisering indebærer løbende et meget stort antal valutahandler, som sikrer en konstant udligning af udbud og efterspørgsel på valutamarkedet.

Hertil kommer naturligvis, at valutamarkedet har en særdeles væsentlig samfundsmæssig funktion ved finansiering af udenrigshandelen og andre internationale transaktioner. Hvis en dansk eksportør til Mexico får mexicanske peso som betaling, skal han have dem vekslet til danske kroner. Det sker gennem en kæde af transaktioner på valutamarkedet, der fx kan bestå i, at mexicanske peso veksles til dollar, der veksles til euro, der sluttelig veksles til danske kroner. Hele denne række af transaktioner er med til at smidiggøre og dermed billiggøre den internationale handel.

En skat på alle valutahandler, den såkaldte Tobin-skat vil ramme sådanne samfundsgavnige valutahandler til stabilisering af valutakursen og til billiggørelse af international handel. Og sådanne transaktioner udgør den altovervejende del af valutaomsætningen. Specielt et lille land med en selvstændig valuta er voldsomt afhængig af et velfungerende valutamarked.

Tilhængerne af en Tobin-skat argumenterer i denne forbindelse kun ud fra de skadevoldende spekulative transaktioner, som trods alt er ret sjældne. Men når de finder sted, er de dramatiske og fremkalder de store avisoverskrifter, ligesom de kan få store konsekvenser for den valuta, der rammes. Men at forsøge at bekæmpe dem ved at beskatte alle valutatransaktioner er proportionsforvrængning.

Tilmed er de dramatiske spekulationer som oftest – men ikke altid – begrundet med fundamentale ubalancer i det pågældende land. Sådanne spekulationer er derfor motiveret af så store profitforventninger, at en skat på 1 promille overhovedet ikke vil ramme den slags transaktioner. Men en skat på det niveau vil være ødelæggende for et velfungerende valutamarked.

Derfor finder vi i Nationalbanken, at man bør standse diskussionen om en Tobin-skat. Skatten vil ikke kunne forhindre skadevoldende spekulation, og den vil være skadelig for de ganske almindelige valutatransaktioner.

Når historien om 2001 engang skal skrives, er det dog næppe den mere eller mindre aggressive pengepolitik i forskellige lande eller diskussionen om Tobin-skatten, der bliver hovedoverskriften. Det bliver de meningsløse og tragiske terrorangreb på New York og Washington.

På trods af de omfattende skader kan man konstatere, at begivenhederne den 11. september ikke i sig selv blev en trussel mod den finansielle stabilitet.

Centralbankerne verden over stillede straks ekstra likviditet til rådighed for hermed at afbøde virkningerne af de forsinkelser, der opstod på de finansielle markeder. Det er en naturlig centralbankopgave. En meget positiv ting var, at der i den vanskelige situation blev udvist en ene-

stående solidaritet og hjælpsomhed mellem de finansielle institutioner verden over. Virksomheder, der til daglig konkurrerer benhårdt, hjalp i stedet hinanden og forsøgte ikke at profitere af andres problemer.

Markederne er atter vendt tilbage til normale tilstande, og konkurrencen fungerer som før.

Den økonomiske afmatning, som kan konstateres verden over, vil ikke alene få betydning for kursudviklingen på værdipapirer, den vil også præge de finansielle institutioner efter mange gode år med højkonjunktur.

I Danmark er det Finanstilsynet og ikke Nationalbanken, der har ansvaret for at overvåge udviklingen i de enkelte finansielle institutter. Finanstilsynet har regler og procedurer, som de skal holde sig til. Og det må man forvente, at de også gør, hvis vi får nedgangstider. Reglerne er jo bl.a. til for at sikre, at en truende udvikling i en finansiell institution ikke går for langt, inden der gribes ind. Det vil være forkert at forvente, at Tilsynet bare sænker kravene, hvis der er tale om en negativ udvikling.

Tilsynet med kreditinstitutter er i mange lande placeret i centralbanken, og der foregår på europæisk plan en livlig debat om den fremtidige tilsynsstruktur.

I Danmark er der ingen ønsker om at ændre på den struktur, vi har. Nationalbanken har et udmærket samarbejde med Finanstilsynet, og vi har en klar arbejdsdeling. Det indebærer bl.a., at Nationalbanken interesserer sig for emnet "finansiell stabilitet", som i de senere år er blevet en specifik centralbankopgave, uanset om den pågældende centralbank har ansvar for tilsynsområdet eller ej. Finansiell stabilitet vedrører forholdene for sektorerne som helhed, ikke de enkelte institutioners mere detaljerede forhold, som hører under Tilsynet.

Nationalbanken har i et par år publiceret artikler om finansiell stabilitet, og fra 2002 vil vi udgive en selvstændig årlig publikation om dette emne. Vi har i forbindelse med dette arbejde stor glæde af samarbejdet med den finansielle sektor.

For 2001 er der desuden grund til at fremhæve et andet stort projekt i samarbejde med sektoren, nemlig betalingssystemet Kronos, som blev sat i drift 19. november. Der er tale om et meget avanceret system med mange tilknyttede faciliteter. Det er opbygget således, at pengeinstitutterne kan vælge mellem forskellige løsninger alt efter deres behov.

På disse områder og på de øvrige samarbejdsområder – som handelsaktiviteter, kontanthåndtering, statistik, udvalgsarbejde og meget andet – har vi i Nationalbanken haft et udmærket samarbejde med Finansrådet og dets medlemsvirksomheder. Det vil jeg gerne på Nationalbankens vegne sige mange tak for.

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 MFI-sektorens konsoliderede balance samt pengemængden	4
Pengeinstitutternes udlån	5
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance	6
Betalinger fra og til udlandet (nettobetalingen fra udlandet)	7
Nationalregnskabs forsyningsbalance	8
Betalingsbalancens hovedposter (nettoindtægter)	9
Udviklingen i forbruger- og nettopriserne.....	10
Valutakurser.....	11
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer	12
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer	13
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 18. februar 2002.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1 til 7, dog er Københavns Fondsbørs kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 8 til 13 bortset fra valutakursserierne i tabel 11, hvor Danmarks Nationalbank er kilde. Beregningerne i tabel 10 er foretaget af Danmarks Nationalbank.

RENTER OG AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente (refi- renten)		Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks KFX
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100
1997	3,50	3,75	...	1997	3,93	5,63	7,28	210,55
1998	3,50	3,95	...	1998	4,05	4,35	7,10	219,34
1999	3,00	3,30	3,00	1999	3,57	5,64	7,45	255,69
2000	4,75	5,40	4,75	2000	5,33	5,20	7,30	313,90
2001	3,25	3,60	3,25	2001	3,54	5,15	6,55	272,45
2001 18. sep....	3,75	4,15	3,75	2001 jan	5,27	5,15	7,25	347,56
5. okt	3,75	4,10	3,75	aug	4,57	5,06	6,49	286,36
9. nov ...	3,25	3,60	3,25	sep	4,02	5,01	6,44	255,45
2002 1. feb. ...	3,25	3,55	3,25	okt	3,80	4,65	6,31	262,05
				nov	3,54	4,76	6,39	270,72
				dec	3,54	5,15	6,55	272,45
18. feb	3,25	3,55	3,25	2002 jan	3,59	5,16	6,53	263,06

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Indskuds- beviser	Indlån (folio)	Udlån	Netto- stilling i alt
Ultimo	Mia.kr.						
1996	85,2	36,6	35,0	30,8	15,5	33,8	12,5
1997	129,7	38,7	34,0	52,7	18,4	19,9	51,2
1998	101,4	41,0	37,1	34,7	12,6	29,8	17,5
1999	165,3	46,4	39,7	99,8	6,5	33,1	73,2
2000	117,5	44,8	37,7	51,8	8,1	25,3	34,6
2001 jan	115,2	42,8	45,1	67,5	4,3	48,4	23,3
aug	122,5	44,6	68,7	62,1	2,9	58,4	6,5
sep	143,4	44,4	83,6	73,1	2,7	63,1	12,7
okt	146,1	44,4	82,1	63,0	11,8	58,3	16,5
nov	147,8	44,8	61,1	71,5	3,5	37,8	37,2
dec	145,0	47,3	40,2	113,5	3,7	63,5	53,7
2002 jan	163,6	45,2	55,4	97,7	8,2	52,2	53,7

Tabel 3

[illegible]

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE
SAMT PENGEMÆNGDEN

Tabel 4

Ultimo	Balancesum	heraf:					
		Indenlandske udlån			Beholdning af inden-landske gælds-instrumenter	Uden-landske aktiver, netto ¹	Penge-mængden (M3)
		I alt	heraf:				
			Hushold-ninger	Ikke-finansielle selskaber			
1997	2.140,0	1.362,4	843,5	383,8	138,3	159,0	504,5
1998	2.407,2	1.491,0	929,6	408,2	153,3	154,6	523,2
1999	2.612,8	1.578,2	994,0	420,0	125,8	163,7	523,2
2000	2.806,0	1.757,8	1.066,7	499,1	114,0	49,6	506,4
2001	2.933,2	1.925,6	1.157,4	573,3	132,8	-45,1	542,9
2000 dec	2.806,0	1.757,8	1.066,7	499,1	114,0	49,6	506,4
2001 jul	2.919,2	1.847,0	1.102,8	547,2	136,7	-9,4	566,7
aug	2.937,7	1.847,3	1.112,7	544,3	138,3	-16,2	578,7
sep	3.018,9	1.878,0	1.120,7	559,6	141,5	-2,4	577,3
okt	2.956,1	1.883,9	1.125,9	564,1	143,1	-23,9	587,2
nov	3.008,3	1.906,7	1.136,2	571,5	129,7	-50,4	578,5
dec	2.933,2	1.925,6	1.157,4	573,3	132,8	-45,1	542,9
Ændring i forhold til året før, pct.							
1997	10,8	7,6	9,1	3,7	-7,3	-7,9	8,0
1998	12,5	9,4	10,2	6,4	10,8	-2,8	3,7
1999	8,5	5,8	6,9	2,9	-17,9	5,8	0,0
2000	7,4	11,4	7,3	18,8	-9,4	-69,7	-3,2
2001	4,5	9,5	8,5	14,9	16,5	-190,9	7,2
2000 dec	7,4	11,4	7,3	18,8	-9,4	-69,7	-3,2
2001 jul	4,2	7,6	7,1	10,0	21,1	-107,4	7,5
aug	2,7	7,8	7,8	10,1	25,0	-112,9	7,0
sep	3,4	8,3	6,8	11,8	26,7	-102,1	9,2
okt	0,1	8,3	7,1	13,3	26,9	-124,7	9,1
nov	4,5	9,2	7,6	14,3	11,0	-199,0	11,4
dec	4,5	9,5	8,5	14,9	16,5	-190,9	7,2

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske Monetære Finansielle Institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutioner, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

¹ MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differencen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

PENGESTITUTTERNES UDLÅN

Tabel 5

Ultimo	Fra pengeinstitutter i Danmark				Fra danskejede pengeinstitutter i udlandet			Samlet udlån
	Til danske residen-ter, i alt	heraf:		Til udlæn-dinge	I alt	heraf:		
		Hushold-ninger	Ikke-finansielle selskaber			Til danske residen-ter	Til udlæn-dinge	
	Mia.kr.							
1997	334,1	178,3	96,4	113,7	220,0	84,6	135,4	667,7
1998	379,0	194,7	112,5	74,8	248,1	96,4	151,7	701,8
1999	399,8	203,2	117,2	105,0	345,4	123,2	222,1	850,2
2000	525,4	235,9	186,3	104,7	312,5	66,2	246,3	942,6
2001	587,8	249,6	228,9	112,7	293,5	34,6	259,0	994,0
2000 dec	525,4	235,9	186,3	104,7	312,5	66,2	246,3	942,6
2001 jul	561,3	238,9	214,8	118,5	...	...	...	...
aug	553,4	240,8	211,2	117,5	...	...	...	...
sep	578,1	244,3	221,5	121,2	308,0	47,3	260,7	1.007,2
okt	573,1	241,0	222,6	109,6	...	...	...	...
nov.....	580,9	239,1	228,1	123,2	...	...	...	...
dec	587,8	249,6	228,9	112,7	293,5	34,6	259,0	994,0
Ændring i forhold til året før, pct.								
1997	9,2	6,7	11,9	31,8	28,2	14,4	38,7	18,5
1998	13,4	9,2	16,7	-34,2	12,8	13,9	12,0	5,1
1999	5,5	4,4	4,2	40,4	39,2	27,9	46,4	21,1
2000	31,4	16,1	59,0	-0,2	-9,5	-46,3	10,9	10,9
2001	11,9	5,8	22,8	7,6	-6,1	-47,8	5,1	5,5
2000 dec	31,4	16,1	59,0	-0,2	-9,5	-46,3	10,9	10,9
2001 jul	9,3	10,6	12,8	21,2	...	...	...	...
aug	9,5	12,8	13,9	8,3	...	...	...	...
sep	11,2	7,6	16,4	2,6	-8,8	-33,2	-2,4	3,2
okt	10,9	7,1	20,7	-5,7	...	...	...	...
nov.....	12,4	5,9	23,7	15,0	...	...	...	...
dec	11,9	5,8	22,8	7,6	-6,1	-47,8	5,1	5,5

Anm.: Udlån til husholdninger omfatter også udlån til selvstændige erhvervsdrivende.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balancesum	heraf:				
		Indenlandske udlån ¹				Udstedte gælds-instrumenter
		I alt	heraf til hushold-ninger ²	heraf rente-til-pasningslån	heraf i valuta	
Ultimo	Mia.kr.					
1997	1.054,8	909,9	661,9	...	...	1.038,5
1998	1.172,2	987,8	731,0	...	1,4	1.122,4
1999	1.222,9	1.050,9	785,8	59,7	9,6	1.116,2
2000	1.341,1	1.095,9	823,5	99,8	15,5	1.212,9
2001	1.581,2	1.191,8	900,5	239,0	54,5	1.421,3
2000 dec	1.341,1	1.095,9	823,5	99,8	15,5	1.212,9
2001 jul	1.265,5	1.139,5	856,5	149,8	28,7	1.175,3
aug	1.291,0	1.148,9	864,5	162,6	31,1	1.194,9
sep	1.321,8	1.153,3	868,9	172,6	34,2	1.223,0
okt	1.332,0	1.164,1	877,6	187,7	39,1	1.251,1
nov	1.402,2	1.179,0	889,8	206,4	44,4	1.300,0
dec	1.581,2	1.191,8	900,5	239,0	54,5	1.421,3
Ændring i forhold til året før, pct.						
1997	8,7	7,5	9,9	...	...	9,8
1998	11,1	8,6	10,4	...	...	8,1
1999	4,3	6,4	7,5	...	...	-0,6
2000	9,7	4,3	4,8	67,3	61,2	8,7
2001	17,9	8,8	9,4	139,4	252,2	17,2
2000 dec	9,7	4,3	4,8	67,3	61,2	8,7
2001 jul	4,6	6,0	5,8	61,4	132,6	7,5
aug	5,7	6,3	6,3	72,9	145,8	8,1
sep	7,1	6,5	6,7	81,8	159,8	10,0
okt	8,7	6,9	7,2	95,1	188,2	12,1
nov	13,4	7,7	8,1	110,9	211,8	15,1
dec	17,9	8,8	9,4	139,4	252,2	17,2

¹ I specifikationen af udlån til husholdninger, rentetilpasningslån og udlån i valuta kan der være sammenfald. Derfor er nogle udlån medtaget i mere end én af førnævnte grupperinger.

² Udlån til husholdninger omfatter også udlån til selvstændige erhvervdrivende.

BETALINGER FRA OG TIL UDLANDET (NETTOBETALINGER FRA UDLANDET)

Tabel 7

	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.								
1997	9,7	0,7	52,7	18,5	-27,8	44,8	-20,1	43,0
1998	-8,7	0,3	-18,7	52,0	-30,0	0,1	-2,1	-29,2
1999	9,9	0,9	63,7	111,0	-112,7	14,6	-10,2	64,2
2000	25,5	-0,1	-23,7	261,0	-196,9	-21,2	-44,7	-43,0
2001	43,8	-0,1	-38,6	55,6	-72,9	-17,9	22,4	27,5
jan 00 - dec 00....	25,5	-0,1	-23,7	261,0	-196,9	-21,2	-44,7	-43,0
jan 01 - dec 01....	43,8	-0,1	-38,6	55,6	-72,9	-17,9	22,4	27,5
2000 dec	1,3	0,0	10,8	5,0	-7,6	-10,7	-13,4	-1,3
2001 jul.....	4,1	-0,1	-3,0	-0,1	-3,3	-5,3	-1,2	-0,1
aug	5,1	0,0	-8,8	1,4	-3,8	-2,2	6,8	3,0
sep	1,9	0,0	21,5	4,5	-2,9	3,3	-2,5	20,9
okt	3,9	0,0	-9,0	0,9	-2,3	-5,7	7,8	2,7
nov.....	2,1	0,0	1,3	2,0	1,3	-8,0	-1,7	1,7
dec	-1,9	-0,1	1,3	6,7	-4,3	5,3	-2,0	-2,8

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 8

	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		
1996	1.060,9	533,2	274,6	198,4	2,5	1.008,7	379,4	327,2
1997	1.116,3	560,9	284,5	220,5	11,2	1.077,1	406,9	367,7
1998	1.155,4	581,3	300,5	240,3	10,1	1.132,1	413,4	390,1
1999	1.213,6	597,5	313,9	248,1	-3,2	1.156,3	459,6	402,3
2000	1.296,1	613,3	325,8	283,0	-1,8	1.220,2	567,4	491,4
2000 3. kvt	320,8	150,8	82,0	70,6	-6,9	296,5	149,5	125,3
4. kvt	344,2	159,8	82,3	70,8	4,4	317,4	162,6	135,7
2001 1. kvt	327,6	155,1	83,0	67,1	0,4	305,6	150,4	128,4
2. kvt	337,9	158,4	85,6	71,0	1,2	316,1	152,5	130,7
3. kvt	334,6	155,5	86,9	67,7	-1,6	308,4	152,1	125,9
Realvækst i forhold til året før, pct.								
1996	2,5	2,5	3,4	4,0	...	2,2	4,3	3,5
1997	3,0	2,9	0,8	10,9	...	4,9	4,1	10,0
1998	2,5	2,3	3,1	10,1	...	4,0	4,3	8,9
1999	2,3	0,2	1,8	1,0	...	-0,5	10,8	3,3
2000	3,0	-0,3	0,6	10,7	...	2,6	11,5	11,2
2000 3. kvt	3,1	-0,3	0,0	14,4	...	1,2	16,2	12,8
4. kvt	2,7	-1,5	0,2	7,9	...	1,8	12,7	11,7
2001 1. kvt	2,0	0,8	0,6	-3,9	...	-0,2	12,8	7,5
2. kvt	0,9	1,0	1,2	-1,6	...	0,6	4,7	4,2
3. kvt	1,2	0,8	1,7	-4,6	...	1,3	-0,9	-0,9
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
2000 3. kvt	0,3	0,2	-0,1	1,7	...	-0,8	5,7	2,8
4. kvt	0,8	-0,5	0,3	-2,8	...	0,8	1,2	1,4
2001 1. kvt	-0,5	1,4	0,5	-2,6	...	-0,5	-1,1	-0,3
2. kvt	0,4	0,1	0,5	1,7	...	0,9	-0,8	0,0
3. kvt	0,5	-0,2	0,4	-0,8	...	0,1	-0,3	-1,9

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 9

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
1997	38,4	0,8	39,2	-22,5	-12,3	4,4
1998	25,3	-2,0	23,3	-18,4	-15,2	-10,2
1999	44,9	12,5	57,3	-16,6	-20,6	20,2
2000	55,1	20,9	76,0	-29,1	-26,3	20,6
2001	57,2	31,9	89,1	-29,8	-25,6	33,7
jan 00 - dec 00.....	55,1	20,9	76,0	-29,1	-26,3	20,6
jan 01 - dec 01.....	57,2	31,9	89,1	-29,8	-25,6	33,7
2000 dec	7,2	3,6	10,8	-3,9	-3,4	3,5
2001 jul.....	3,6	3,4	7,0	-2,1	-2,6	2,2
aug	6,1	3,6	9,7	-1,8	-1,8	6,0
sep	6,1	1,9	8,0	-1,1	-3,3	3,6
okt	6,8	2,9	9,7	-4,9	-2,4	2,4
nov.....	6,2	1,6	7,9	-4,9	-2,4	0,6
dec	2,1	3,5	5,6	-3,0	-4,1	-1,5

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE

Tabel 10

	Forbrugerpris- indeks		Netto- pris- indeks	Energi	Import	Indenlandske priser							
						I alt	Føde- varer	Husleje	Offent- lige ydelser	IMI			
	Vægte												
	1,000	0,088	0,149	0,763	0,140						0,235	0,037	0,351
	Vækst i forhold til året før, pct.												
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	1,8	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	2,9			
2000	2,7	2,9	3,1	19,5	4,3	1,7	2,4	3,1	3,7	0,1			
2001	2,3	2,4	2,4	-0,9	2,4	2,7	3,4	3,0	3,3	2,1			
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			
2000 1. kv.	2,8	3,1	3,3	24,1	2,1	2,1	2,3	3,1	3,5	1,0			
2000 2. kv.	2,9	3,2	3,4	21,6	4,1	2,0	3,2	3,4	3,7	0,3			
2000 3. kv.	2,6	2,7	2,9	18,3	5,1	1,4	2,2	3,0	4,2	-0,5			
2000 4. kv.	2,6	2,6	2,8	14,9	5,9	1,3	1,8	2,8	3,6	-0,3			
2001 1. kv.	2,3	2,4	2,5	2,2	4,6	2,2	2,8	2,9	3,3	1,2			
2001 2. kv.	2,5	2,6	2,7	2,4	2,8	2,8	4,0	3,0	2,4	2,1			
2001 3. kv.	2,3	2,4	2,4	-1,3	1,9	2,9	3,7	3,0	3,5	2,2			
2001 4. kv.	2,0	2,1	2,0	-6,5	0,6	3,1	3,1	3,0	3,8	2,9			
2002 januar	2,5	2,5	2,7	-0,5	-0,1	3,4	3,4	3,0	3,9	3,7			

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2000.

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

IMI er et udtryk for den indenlandske, markedsbestemte inflation. IMI stiger normalt hurtigere end nettoprisindekset som følge af et større indhold af tjenesteydelser, der typisk har en kraftigere prisudvikling end i andre sektorer.

HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

VALUTAKURSER

Tabel 11

	EUR ¹	USD	GBP	SEK	Effektiv kronekurs	Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser
	Kroner pr. 100 enheder				1980=100	
	Gennemsnit					
1997	745,10	660,86	1.082,32	86,54	100,0	103,1
1998	744,87	669,70	1.109,36	84,23	101,3	104,6
1999	743,56	698,34	1.129,49	84,46	99,6	104,3
2000	745,37	809,03	1.223,32	88,26	95,6	100,6
2001	745,21	831,88	1.197,73	80,58	96,8	101,8
2001 jan.....	746,44	795,06	1.175,57	83,88	97,1	101,7
aug	744,52	826,77	1.187,89	80,00	97,2	101,9
sep	744,14	817,05	1.194,54	76,93	97,6	102,5
okt	743,67	820,79	1.191,44	77,65	97,6	102,8
nov.....	744,53	838,10	1.203,92	79,12	96,8	102,1
dec	744,33	833,06	1.199,59	78,97	97,2	102,7
2002 jan.....	743,29	841,68	1.205,53	80,55	97,2	...

¹ I 1997 og 1998 er eurokursen beregnet på grundlag af den pr. 31. december 1998 fastlåste omregningskurs mellem DEM og EUR.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 12

	Arbejds- løshed Pct. af arbejds- styrken	Mængdeindeks for omsætningen inden for		Tvangs- auktio- ner	Konkur- ser	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for	
		Råstof- udvin- ding og fremstil- lingsvirk- somhed 1995=100	Detail- handel 1990=100					Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed
				Stk.		Nettotal			
1997	7,9	107	111,8	2.824	1.759	152.869	9	2	8
1998	6,6	109	114,3	2.426	1.652	162.708	2	-3	-2
1999	5,7	111	115,6	2.397	1.636	144.256	-2	-11	-8
2000	5,4	118	116,6	2.584	1.771	113.620	2	5	-1
2001	5,2	120	117,2	2.682	2.329	96.017	0	-3	-11
Sæsonkorrigeret									
2001 jan	5,3	119	116,8	236	193	7.476	4	6	-4
aug	5,1	123	118,1	214	183	8.434	-2	-6	-13
sep	5,1	119	119,5	213	221	7.891	-1	-9	-15
okt	5,0	119	117,4	225	206	8.060	-3	-10	-14
nov	5,0	121	119,0	244	289	8.042	0	-9	-14
dec	5,0	117	118,3	263	200	7.690	3	-9	-12
2002 jan	...	...	...	260	197	8.445	4	-2	-9

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 13

	Beskæftigelse		Lønindeks i fremstillingsvirksomhed Februar 1996=100	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger 1980=100	Ejendomspriser (enfamiliehuse) I pct. af ejendomsværdi 1995
	I alt	Privat			
	1.000 personer				
1996	2.573	1.792	101,4	102,2	110,9
1997	2.607	1.813	105,2	100,1	123,5
1998	2.652	1.839	109,8	103,1	134,4
1999	2.685	1.864	114,4	102,5	143,7
2000	2.706	1.883	118,4	98,5	153,0
Sæsonkorrigeret					
2000 3. kv.	2.705	1.884	118,9	97,9	155,5
4. kv.	2.707	1.885	120,0	98,0	156,9
2001 1. kv.	2.715	1.889	121,4	100,7	159,7
2. kv.	2.721	1.892	123,2	...	161,9
3. kv.	2.723	1.890	124,2	...	163,2
Vækst i forhold til året før, pct.					
1996	1,3	1,3	3,8	-0,9	...
1997	1,3	1,1	3,8	-2,0	11,4
1998	1,7	1,5	4,4	2,9	8,8
1999	1,3	1,3	4,1	-0,5	6,9
2000	0,8	1,0	3,5	-4,0	6,5
2000 3. kv.	-0,1	0,1	3,8	-3,8	6,8
4. kv.	0,3	0,5	3,5	-3,1	7,5
2001 1. kv.	0,3	0,4	3,6	0,9	8,0
2. kv.	0,7	0,7	4,8	...	6,5
3. kv.	0,7	0,3	4,5	...	5,0

Nationalbankens statistiske publikationer

Nyt

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

Månedsoversigten

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

Særlige opgørelser

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

Internet

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

Pris

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

Tilmelding

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

