



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
1. kvartal

N
O
O
W

D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 0 3



Det lille billede på forsiden viser et udsnit af Århus rådhusårn, der er valgt som motiv for den første temamønt i en serie af i alt 7-10 mønter, der vil udkomme over en år-række.

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 2003 planlægges offentliggjort 27. maj 2003.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter	19
Ny finansiel statistik	33
Tiltrædelseslandene og konvergenskriterierne	35
Niels Peter Hahneemann, Økonomisk Afdeling og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Internationalt Kontor	
10 lande optages i EU-samarbejdet pr. 1. maj 2004. Efter optagelse skal hvert af landene indføre euroen, når konvergenskriterierne er opfyldt. Der gøres foreløbig status over den økonomiske situation og opfyldelsen af konvergenskriterierne i de 10 lande.	
Ratings i 2002	49
Thomas Enevoldsen og Ole Bøgemark, Kapitalmarkedsafdelingen	
Mange udenlandske storbanker fik i 2002 nedjusteret deres ratings af kreditvurderingsbureauerne. Baggrunden er især den internationale konjunkturudvikling med lave vækstrater, der har ført til større risiko for tab på bankernes udlån.	
Tillidsindikatorer	57
Allan Bødskov Andersen og Lars Mayland Nielsen, Økonomisk Afdeling	
Artiklen vurderer virksomheds- og forbrugertillidsindikatorers værdi som mål for den aktuelle økonomiske situation. Tolket med forsigtighed rummer indikatorerne, som foreligger før den egentlige statistik, en vis information om aktiviteten. Nettotal på nul svarer til normalvækst, ikke stagnation.	
Risikopræmien på aktier	73
Niki Saabye, Handelsafdelingen	
Aktier giver i gennemsnit over lange perioder et højere afkast end obligationer. Beregninger viser, at den historiske risikopræmie svinger meget fra år til år. Mindre lyst til at tage risiko kan have medvirket til faldet i aktiekurserne efter 11. september 2001.	

Bodil Nyboe Andersens tale på Finansrådets årsmøde den 4. december 2002.....	87
Udgivne Working Papers	93
Pressemeddelelser	95
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra november 2002 til midten af februar 2003

UDVIKLINGEN PÅ DE INTERNATIONALE FINANSIELLE MARKEDER

Usikkerheden på markederne er fortsat stor. Udsigten til en vending i den internationale konjunktur er skudt længere ud i fremtiden og ventes nu tidligst i 2. halvår 2003. Samtidig har usikkerheden om, hvorvidt det kommer til krig mod Irak, bidraget til at øge usikkerheden hos investorer og forbrugere.

Fra midten af januar til midten af februar faldt kurserne på de amerikanske og større europæiske aktiemarkeder i størrelsesordenen 10 pct. Faldet fulgte efter en periode på nogle måneder, hvor kurserne havde bevæget sig uden nogen klar trend.

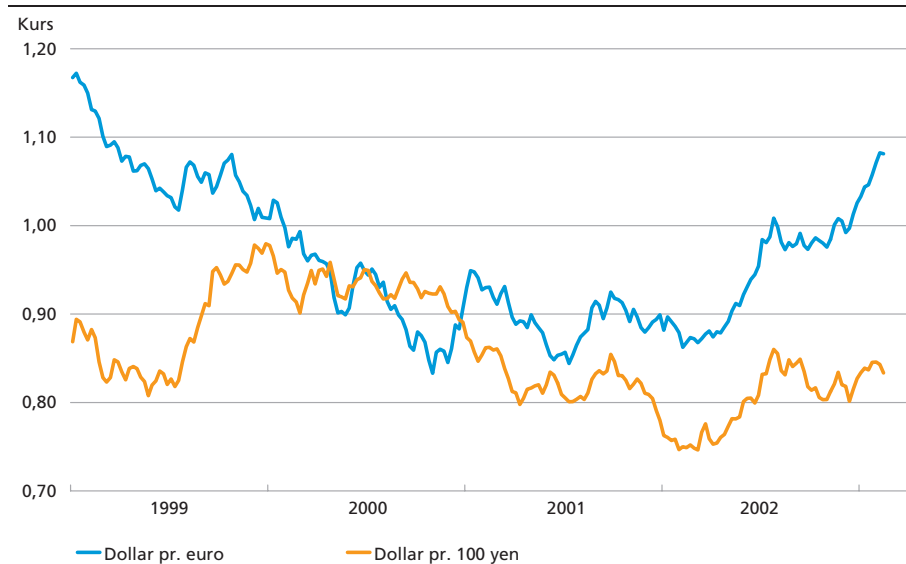
Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Den Europæiske Centralbank, ECB, nedsatte begge renten med 0,5 pct. i henholdsvis november og december. 3-måneders renterne er faldet tilsvarende til et niveau omkring 1,3 pct. og 2,6 pct. i henholdsvis USA og euroområdet midt i februar. Faldet i 3-måneders renten i euroområdet begyndte allerede før ECBs rentenedsættelse i december, og faldet har således været mere glidende end i USA.

Renten på en 10-årig tysk statsobligation var midt i februar 4,0 pct., et fald på ca. 0,6 pct. siden oktober. Den lange amerikanske rente er derimod omtrent uændret, men med betydelige udsving over perioden. Rentenedsættelsen i USA i november er således ikke slået igennem i den lange ende af løbetidsspekteret. Udviklingen har betydet, at det lange rentespread mellem Tyskland og USA stort set er elimineret.

Dollaren, der fra midten af 2002 lå omkring pari over for euroen, blev svækket mod slutningen af året til et niveau omkring 1,07 dollar pr. euro midt i februar, jf. figur 1. Siden begyndelsen af 2002 er der tale om en svækkelse på 20 pct., og dollarkursen er tilbage på niveauet fra sommeren 1999. Den effektive dollarkurs, der måler dollarens styrke over for en bred række af samhandelspartnere, ligger dog stort set uændret. Dollaren er også svækket over for den japanske yen, men

KURSUDVIKLING I DOLLAR , EURO OG YEN

Figur 1



mindre markant. Den japanske centralbank har i januar intervenseret med henblik på at modvirke styrkelsen af yen. Schweizerfrancen, der ofte fungerer som tilflugtsvaluta i perioder med stor usikkerhed, er styrket over for dollar de seneste måneder, men ligger stort set uændret over for euro.

Guldprisen opgjort i dollar er steget ca. 15 pct. i perioden fra midt i december til midt i februar i år.

Olieprisen (Brent) er siden midten af november steget fra 23 dollar pr. tønde til 33 dollar pr. tønde midt i februar. Baggrunden er bl.a. den uafklarede situation omkring Irak samt en længerevarende strejke i Venezuela, der har blokeret for næsten al olieeksport fra landet, der normalt er verdens 5. største olieeksportør. De olieeksporterende landes organisation, OPEC, besluttede midt i januar at øge produktionen med 1,5 mio. tønder pr. dag med henblik på at få olieprisen ned på et lavere niveau.

UDVIKLINGEN I DEN INTERNATIONALE KONJUNKTUR

USA

Den amerikanske økonomi voksede i 4. kvartal 2002 med 0,2 pct. i forhold til 3. kvartal i følge de foreløbige nationalregnskabstal. Den svage vækst blev trukket af det offentlige og private forbrug samt investeringerne. Væksten i privatforbruget, der de sidste par år har holdt amerikansk økonomi oppe, var med en stigning på kun 0,2 pct. lavere end i 3. kvartal, hovedsagelig på grund af bilsalget. Dette faldt noget tilbage i 4.

kvartal efter at være steget i 3. kvartal som følge af aggressive finansieringstilbud.

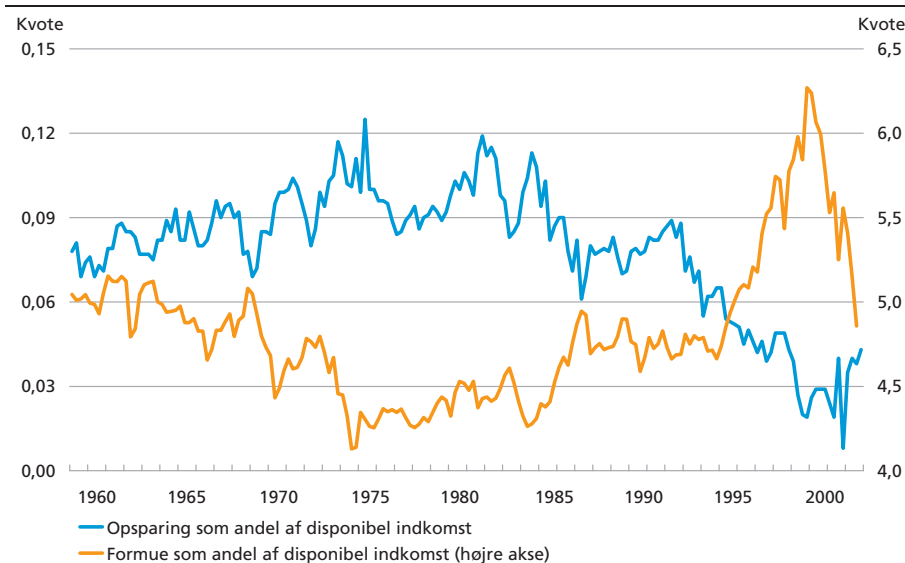
For 2002 under ét blev væksten 2,4 pct. Selv om investeringerne i 4. kvartal steg for første gang i lang tid, kan væksten ikke siges at have være bredt funderet, ligesom den er betydeligt under niveauet op gennem 1990'erne. Udviklingen må også ses i lyset af en massiv lempelse af både finans- og pengepolitikken. Den toneangivende pengepolitiske rente er nedsat med 5,25 pct. siden begyndelsen af 2001 til 1,25 pct. I indeværende år forventes en BNP-vækst i samme størrelsesorden som i 2002 (konsensuskøn).

Pris- og lønudviklingen i USA er afdæmpet. Forbrugerpriserne steg med 2,4 pct. i december. Der har været en vis forøgelse af prisstignings-takten gennem det seneste halve år, men den underliggende inflation har været faldende. Lønstigningstakten har ligeledes været faldende som følge af det svage arbejdsmarked til et niveau omkring 3 pct. p.a. Væksten i reallønnen er således blevet mindsket.

Balanceproblemerne i den amerikanske økonomi er fortsat betydelige, og mulighederne for et fald i det private forbrug udgør et usikkerhedsmoment i væksts-kønnene. Den amerikanske opsparingskvote, dvs. opsparing i pct. af husholdningernes indkomst efter skat, faldt i løbet af 1990'erne til et historisk lavt niveau. Samtidig steg husholdningernes formue markant, jf. figur 2, en indikation af en formueeffekt på privatforbruget. Dette behandles nærmere i boks 1.

AMERIKANSK OPSPARINGS- OG FORMUEKVOTE

Figur 2



Kilde: EcoWin.

Ændringer i formuekvoten, dvs. husholdningernes formue i pct. af indkomst efter skat, påvirker typisk privatforbruget, men der er forskelle over tid, mellem lande og mellem forskellige formuekomponenter. Nedenfor opsummeres konklusionerne fra nogle af de seneste empiriske undersøgelser på området¹.

Kvalitativt er resultaterne af undersøgelserne rimeligt klare: Ændringer i formue påvirker forbruget, og følsomheden er blevet større over tid. Det skyldes hovedsageligt liberaliseringen af de finansielle markeder såvel internt i de enkelte lande, fx via nemmere adgang til tillægsbelåning af friværdis i fast ejendom, som eksternt i kraft af frie internationale kapitalbevægelser. Der kan dog være en vis tidsmæssig forskydning mellem tidspunktet for formuegevinsten og ændringen i forbruget.

I lande, hvor bolig- og virksomhedsfinansieringen i højere grad sker uden om bankerne og direkte på de finansielle markeder som fx i USA og UK er formueeffekterne større end i lande med bankbaserede finansielle systemer som fx Tyskland og Frankrig. Lande som Danmark, Sverige og Holland udgør en mellemgruppe. I USA og UK ejes bl.a. aktier i højere grad direkte af husholdningerne end i de bankbaserede lande, ligesom aktiemarkederne udgør en større andel af økonomien.

En del af undersøgelserne tyder på, at privatforbruget er mere følsomt over for boligformue end aktieformue. Dette skyldes bl.a., at boligformue er mere ligeligt fordelt på tværs af husholdninger end aktieformue, der i særlig grad ejes af de mest velhavende. I USA ejer de 5 pct. rigeste husholdninger ca. 80 pct. af aktierne i direkte ejerskab, dvs. ekskl. pensionsfonde og investeringsforeninger. Det spiller også ind, at aktiekurserne er meget mere volatile end boligpriserne. En aktiekursgevinst anses derfor nok som mindre permanent end en kapitalgevinst på ejerboligen og har dermed mindre effekt på forbruget.

¹ Se fx International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2002, kapitel 2.

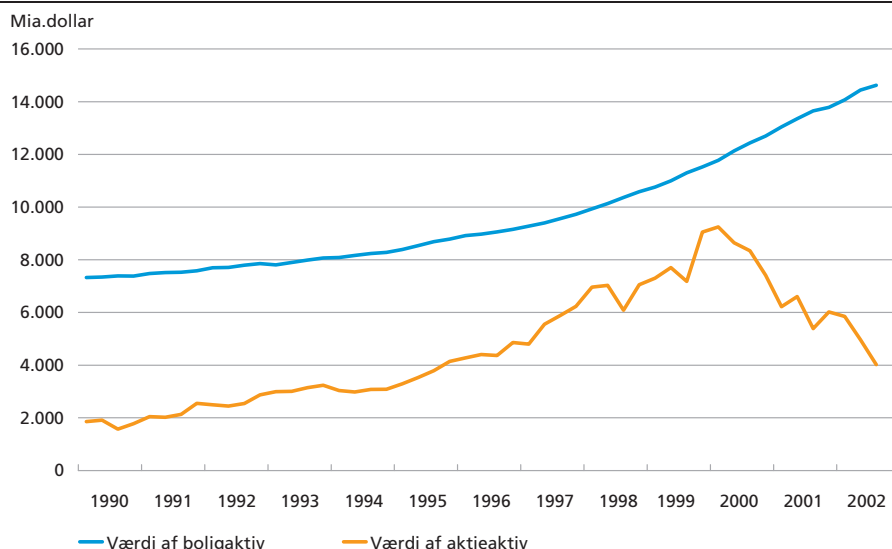
En stor del af formuestigningen frem til år 2000 skyldtes stigende aktiekurser. De seneste tre år er aktiekurserne og dermed aktieformuen faldet igen, til gengæld er boligpriserne og dermed boligformuen fortsat med at stige, jf. figur 3.

Konklusionen er, at en vis stigning i opsparingskvoten hos amerikanske husholdninger er sandsynlig, men så længe ejendomspriserne forbliver på det aktuelle niveau, vil den forventede korrektion være behersket. De lempelige finansielle forhold er en af årsagerne til de fortsat stigende boligpriser.

Samtidig med den lave private opsparing er underskuddet på de samlede offentlige finanser stigende, og det samme gælder underskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Det offentlige underskud forventes i 2002 at ende på 3 pct. af BNP, mens der i 2001 kun var et mindre underskud. Præsident Bush har fremlagt en vækst- og jobpakke til næsten 700 mia.dollar over ti år, heraf 100 mia.dollar i indeværende år svarende til knap én pct. af BNP. Det foreslås bl.a. at afskaffe skat på aktieudbytter med henblik på at støtte aktiemarkedet og undgå dobbeltbeskatning af selskabsindkomst,

AMERIKANSKE HUSHOLDNINGERS BOLIG- OG AKTIEFORMUE

Figur 3



Anm.: Værdi af aktier i direkte ejerskab hos husholdningerne.
Kilde: EcoWin.

der i dag beskattes både i virksomheden og hos aktionæren. Hertil kommer personskattelettelser til børnefamilier og ægtepar samt en forlængelse af dagpengeperioden. En del af forslaget er fremrykning af allerede vedtagne skatteinitiativer. Forslaget skal behandles i Kongressen og vil, hvis det gennemføres, yderligere forværre de offentlige budgetter.

Japan

Væksten i Japan overraskede positivt i 2. halvår 2002, men udsigterne for den nærmeste fremtid er ikke desto mindre dystre. Arbejdsløsheden er med 5,5 pct. historisk høj, og priser og lønninger falder fortsat. Problemerne i banksektoren med dårlige lån er uløste. Det finanspolitiske råderum er begrænset af en stor offentlig gæld på nu 140 pct. af BNP, og pengepolitikens muligheder er næsten opbrugt, da den nominelle korte rente er tæt på nul. Som tidligere annonceret, er centralbanken nu begyndt at købe aktier med henblik på at stimulere økonomien. Der er dog ikke umiddelbart udsigt til, at Japan er på vej ud af 10 års lavkonjunktur.

Euroområdet

Væksten i euroområdet var i de første tre kvartaler af 2002 mat, og der er kun få og usikre tegn på forbedring i nær fremtid. I 3. kvartal voksede BNP kun 0,3 pct. i forhold til 2. kvartal, svarende til 0,8 pct. år-over-år. Den svage vækst forventes at være fortsat i 4. kvartal og ind i indeværende år. Vækstskønnene (konsensuskøn) for 2003 er løbende blevet

nedjusteret gennem det seneste halve år. Der forventes nu en vækst på under 1,0 pct. i år.

Euroområdet har ikke så omfattende balanceproblemer som USA. Den private opsparingskvote er fx betydeligt højere end i USA. Det synes at være strukturelle problemer på især arbejdsmarkederne, der holder væksten tilbage, og som gør, at øget vækst hurtigt slår ud i højere lønstigninger.

Særligt i Tyskland har udviklingen været skuffende. BNP er vokset mindre end 1 pct. over de seneste to år med stagnation i privatforbruget og faldende investeringer. Økonomien blev sidste år holdt oppe af eksporten, men med en styrket euro og udsigt til lavvækst i verdensøkonomien i den nærmeste fremtid er det usikkert, om dette kan fortsætte. De umiddelbare udsigter for tysk økonomi er således dystre. Arbejdsmarkedet er svagt, og der var ved udgangen af januar 4,3 millioner arbejdsløse svarende til 10,3 pct. af arbejdsstyrken. Forbrugertilliden er lav, hvilket bl.a. har givet sig udslag i et faldende detailsalg. Med et stort budgetunderskud er der intet finanspolitiske råderum. Pengepolitikken, der indretter sig efter forholdene for euroområdet under ét, er mindre ekspansiv end udviklingen i den tyske økonomi isoleret set tilsiger.

Tyskland havde i 2002 et budgetunderskud på 3,75 pct. af BNP og overskred dermed 3 pct. grænsen i stabilitets- og vækstpakten. På forslag fra Kommissionen har Rådet af Økonomi- og Finansministre, Ecofin, påbegyndt proceduren vedrørende uforholdsmæssigt stort budgetunderskud over for Tyskland, ligesom det i september sidste år skete over for Portugal. Desuden modtog Frankrig i januar en tidlig advarsel om risikoen for overskridelse af 3 pct. grænsen i år.

I den seneste prognose fra den tyske regering fra januar blev skønnet på væksten i år igen nedjusteret til nu 1,0 pct. Skønnet på budgetunderskuddet er uændret 2,75 pct. af BNP. EU-Kommissionen vurderer, at der er stor risiko for, at 3 pct. grænsen overskrides også i år, ligesom den stiller sig skeptisk over for fremskrivningerne i stabilitetsprogrammet fra december om budgetbalance i 2006. Resultatet af overenskomstforhandlinger på det offentlige område, der i januar endte med lønstigninger på godt 2 pct., vil yderligere vanskeliggøre målsætningen om budgetbalance.

I erkendelse af den faktiske udvikling besluttede Ecofin i efteråret at udskyde målet om balance på de offentlige budgetter til 2006 i stedet for 2004. Udskydelsen skete mod en fast forpligtelse til, at lande, der ikke har nået målet, skal reducere de strukturelle underskud¹ med

¹ Jf. Allan Bødskov Andersen, *Cyklisk korrigerede offentlige budgetbalancer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

mindst 0,5 pct. af BNP om året. Frankrig har taget forbehold over for denne målsætning. EU-Kommissionen fremlagde i november et forslag til en yderligere styrkelse af den finanspolitiske koordinering i EU. Forslaget indeholder en mere fleksibel fortolkning af stabilitets- og vækstpagten uden dog at rokke ved, at budgetdisciplin stadig skal være et centralt element i den økonomiske politik.

Prisstigningstakten i euroområdet var i januar 2,1 pct., men kun 1,0 pct. i Tyskland. I Irland var prisstigningstakten 4,6 pct. i december. Variationen inden for euroområdet er således betragtelig.

ECB vurderede på sit møde den 5. december, at der er tegn på, at inflationspresset på mellemlangt sigt er aftaget. Sammenholdt med en svag og usikker konjunktursituation fik det ECB til at nedsætte sine toneangivende renter med 0,5 pct., den første rentenedsættelse siden november 2001. Minimumsbudrenten kom hermed ned på 2,75 pct. Rentenedsættelsen var forventet af markedet, der, vurderet ud fra forward-renterne, forventer en yderligere rentenedsættelse på 0,25 pct. i løbet af foråret. På mødet i december blev det desuden besluttet af holde referenceværdien for væksten i pengemængden, M3, uændret på 4½ pct.

ECB har meddelt, at man i løbet af foråret vil underkaste den pengepolitiske strategi et eftersyn.

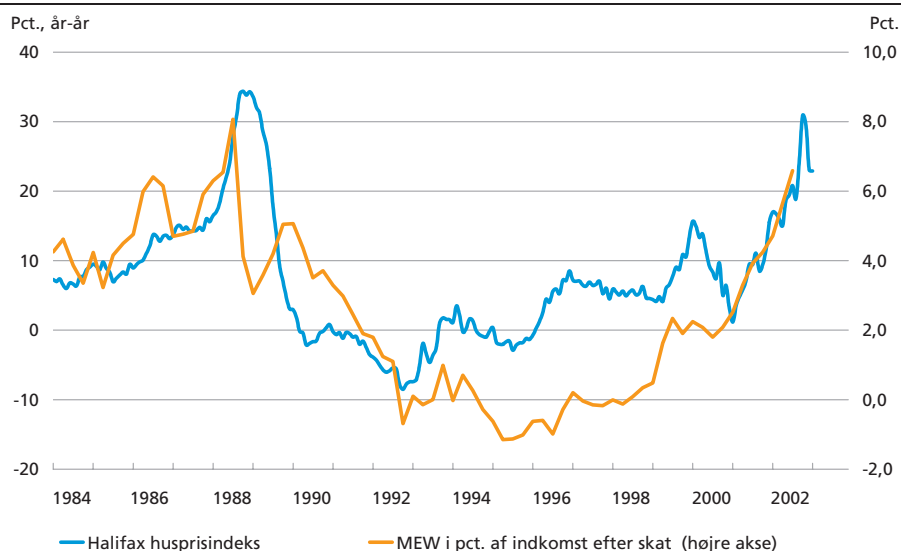
UK

Tvedelingen af den engelske økonomi har været udtalt i en årrække. Fremstillingssektoren stagnerer, bl.a. under indtryk af et stærkt pund, mens serviceerhvervene ekspanderer kraftigt. Privatforbruget har udvist pæn vækst understøttet af stærke stigninger i boligpriserne, der er steget omkring 30 pct. det seneste år, jf. figur 4. En sådan prisstigningstakt er klart uholdbar, og der er betydelig risiko for en fremtidig korrektion i boligpriserne med negative konsekvenser for privatforbruget, som det skete i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Væksten i privatforbruget har i væsentlig grad været lånefinansieret bl.a. ved belåning af de stigende friværdier, der følger af stigende boligpriser.

Prisstigningerne på boliger var via stigende huslejer sammen med stigende oliepriser en medvirkende årsag til, at stigningstakten i det centrale prisindeks for pengepolitikken, RPIX, sidst på året kom op over inflationsmålsætningen på 2,5 pct. Inflationen ventes på to års sigt af falde tilbage under 2,5 pct. igen. Den engelske centralbank, Bank of England, nedsatte sin toneangivende rente med 0,25 pct. i februar til 3,75 pct., den første ændring siden november 2001. Den lange engelske rente var midt i februar 4,2 pct. med et rentespænd over for euroområdet på ca. 20 basispoint.

LÅNTAGNING OG VÆKST I HUSPRISER I ENGLAND

Figur 4



Anm.: MEW er "mortgage equity withdrawal", dvs. den del af låntagning med sikkerhed i fast ejendom, der ikke anvendes til investeringer i boligen.

Kilde: Bank of England og EcoWin.

Sverige

Sverige er hidtil ikke blevet særlig hårdt ramt af den internationale afmatning. Efter et år med relativ lav vækst voksede BNP i 2. og 3. kvartal 2002 med godt 2 pct. i forhold til samme periode året før trukket af vækst i især det offentlige forbrug, men der var også pæn fremgang i privatforbruget bl.a. som følge af lettelser i personbeskatningen. Prisstigningstakten ligger inden for målzonen på 1,0-3,0 pct., og dette forventes i følge den seneste inflationsrapport at fortsætte de næste to år. Riksbanken nedsatte på den baggrund samt i lyset af de svage udenlandske konjunkturer reporenten i november og december med 0,25 pct. pr. gang til 3,75 pct. Den svenske krone er svækket en anelse de seneste måneder og lå midt i februar omkring 0,82 dansk krone pr. svensk krone.

Den svenske regering har besluttet, at svenskerne 14. september i år ved en folkeafstemning skal tage stilling til, om Sverige skal gå med i euroen. I tilfælde af et ja ventes Sverige overgangsvis at indtræde i ERM2, så landet kan opfylde traktatens krav om valutastabilitet. Sverige opfylder de øvrige betingelser for euromedlemskab, idet der dog kræves en justering af lovgrundlaget for Riksbankens virke. Den svenske regering har bebudet, at landet i tilfælde af et ja vil stile mod at indtræde i euroen pr. 1. januar 2006 og ved samme lejlighed indføre sedler og mønter. De finansielle markeder forventer, at den svenske krones kurs,

over for euroen (centralkursen), bliver stærkere end niveauet midt i februar på godt 9 svenske kroner pr. euro.

Der er i meningsmålingerne dødt løb mellem modstandere og tilhænger af euromedlemskab. Den lange svenske rente er endnu ikke begyndt at konvergere mod niveauet i euroområdet. Rentespændet var midt i februar 0,5 pct.

Norge

Norges Bank nedsatte sin foliorente to gange med 0,50 pct. i henholdsvis december og januar til 6,0 pct. Norges Bank har ført en stram pengepolitik på grund af stærke lønstigninger og en lempelig finanspolitik som følge af et politisk ønske om, at en større del af olieindtægterne indføres i økonomien. Det har lagt et opadrettet pres på inflationen, der er bestemmende for den norske pengepolitik. På kort sigt modvirkes dette pres af en apprecierende norsk krone, som i løbet af 2002 er steget 10 pct. over for euroen. Siden årsskiftet er den norske krone dog igen svækket noget over for euro. Der har i den norske debat været en del kritik af den førte pengepolitik, hvor bl.a. arbejdsmarkedets parter samt dele af den akademiske verden har ønsket en lavere pengepolitisk rente med henblik på at få kronekursen ned.

Øvrige lande

På Det Europæiske Råds møde i København 12. og 13. december blev forhandlingerne om optagelse af op til 10 nye tiltrædelseslande^{1,2} i EU pr. 1. maj 2004 afsluttet. Der er planlagt afholdelse af folkeafstemninger i løbet af 2003 om EU-optagelsen i alle tiltrædelseslandene undtagen Cypern.

Den ungarske centralbank har siden 2001 haft både en inflations- og en valutakursmålsætning. Inflationsmålsætningen består af et på forhånd annonceret mål for inflationen på p.t. 3,5 pct. omgivet af et bånd på +/- 1 pct. Valutakursmålsætningen består af en centralkurs på 276,1 forint pr. euro omgivet af et bånd på +/- 15 pct. Prisstigningstakten har været faldende de seneste år bl.a. som følge af en styrkelse af valutakursen. Inflationen er nu nede på ca. 5 pct. Et sådant system rummer risiko for, at valutakursmålsætningen og inflationsmålsætningen kommer i konflikt med hinanden. Konflikten blev tydelig i løbet af januar.

Tilstrømning af kapital har i nogen tid medført en styrkelse af forinten, som i januar ramte det øvre udsvingsbånd. Dette affødte interven-

¹ De 10 lande er: Polen, Ungarn, Tjekkiet, Slovakiet, Slovenien, Estland, Letland, Litauen, Malta og Cypern.

² Jf. Niels Peter Hahne og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Tiltrædelseslandene og konvergenskriterierne, denne kvartalsoversigt, side 35ff.

tion og rentenedsættelser fra den ungarske centralbanks side. Styrerenten blev nedsat to dage i træk midt i januar med 2 pct. i alt til 6,5 pct. Renten var allerede nedsat af flere omgange sidst i 2002. Tiltagene medførte en svækkelse af forint, så den midt i februar lå inden for båndet. Uroen på det ungarske valutamarked smittede af på markederne i både Polen og Tjekkiet.

DANSK ØKONOMI

De seneste tal for dansk økonomi viser en afdæmpning af væksten, men giver et i øvrigt robust billede. Økonomien er med overskud på såvel betalingsbalance som offentlig saldo og lav arbejdsløshed uden større balanceproblemer, og Danmark står bedre rustet end de fleste andre lande til at modstå en international afmatning.

Bruttonationalproduktet i faste priser og sæsonkorrigeret faldt med 0,7 pct. fra 2. til 3. kvartal 2002. For årets første tre kvartaler var væksten på 1,8 pct. i forhold til samme periode året før. Faldet i 3. kvartal skyldes hovedsagelig udenrigshandelen samt lagerinvesteringer.

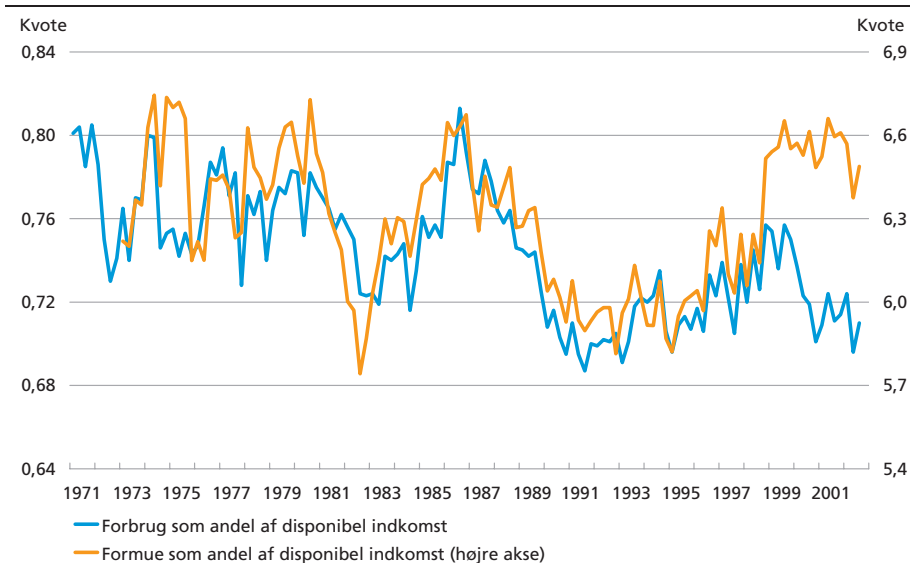
Privatforbruget voksede med 0,8 pct. i 3. kvartal. Privatforbruget er i følge de seneste nationalregnskabstal accelereret det seneste år efter at være faldet i kølvandet på gennemførelsen af pinsepakken i 1998. Besparelser i forbindelse med konverteringer af realkreditlån er en medvirkende årsag til stigningen i forbruget. Forbrugskvoten, målt som det private forbrug i forhold til den private sektors indkomst efter skat, ligger på et lavt niveau historisk set, jf. figur 5. Samtidig er formuekvoten høj, bl.a. som følge af høje huspriser. De to kvoter har tidligere fulgt hinanden tæt, men siden 1998 har der været en afkobling. Den private sektors disponible realindkomster er de seneste år vokset knap 3 pct. pr. år, og væksten ser ud til at fortsætte i indværende år. Sammen med et lavt renteniveau, der bl.a. giver sig udslag i konverteringsgevinster, og den høje formuekvote er dette med til at understøtte privatforbruget i et fremadrettet perspektiv, også selv om ejendomspriserne aktuelt ser ud til at stagnere.

Investeringer ekskl. lagerinvesteringer steg 1,0 pct. fra 2. til 3. kvartal trukket af en stigning i boligbyggeriet, mens erhvervsbyggeriet gik tilbage. Også investeringerne i maskiner og inventar steg, ligesom det var tilfældet med softwareinvesteringerne.

Eksporten har klaret sig godt igennem 2002 i lyset af afmatningen på nogle af de større eksportmarkeder og en stigende effektiv kronekurs, såvel nominelt som realt. Industrieksporten, der var stigende gennem første del af året, fladede noget ud i andet halvår på et højt niveau. Danmark har vundet markedsandele på eksportmarkederne i 2002.

DANSK FORBRUGS- OG FORMUEKVOTE

Figur 5



Anm.: I formuebegrebet er ikke medtaget formue i pensionsordninger.
Kilde: Monabanken.

Værdien af landbrugseksporten er til gengæld faldet bl.a. som følge af faldende priser på svinekød. Fremadrettet kan udviklingen i eksporten næppe undgå at blive ramt af specielt de dårlige tyske konjunkturer, da en stor del af den danske eksport går til Tyskland. Hertil kommer, at den effektive kronekurs er steget et par pct. det seneste år hovedsagelig som følge af svækkelsen af dollaren.

Danmark har siden 1998 været nettoeksportør af energi. Sammen med energibesparelser gør det dansk økonomi mindre sårbar over for olieprisstigninger. Det gælder både for betalingsbalancen, hvor en olieprisstigning nu øger overskuddet, samt med hensyn til balancen på de offentlige budgetter. Oliepriserne er dog stadig vigtige for inflationen og husholdningernes økonomi.

Importen af forbrugsvarer har ligget fladt i 2002 trods stigning i detailsalget, mens import til erhverv er steget. Importtallene tyder ikke på nogen stærk afmatning i de indenlandske konjunkturer mod årets afslutning. Handelsbalanceoverskuddet har de sidste par år været godt 4 mia.kr. pr. måned.

Betalingsbalancens løbende poster målt som 12-måneders sum har gennem hovedparten af 2002 været godt 30 mia.kr. svarende til godt 2 pct. af BNP. Dette er noget lavere end i 2001 hovedsagelig som følge af fald i tjenesteeksporten.

OECD skønnede i 2000 en vækst i Danmark på 2,5 pct. i 2002. Det var dengang blandt de laveste skønnede vækstrater for landene i OECD. I

den seneste rapport skønnes væksten i 2002 i Danmark til 1,5 pct., hvilket er på gennemsnittet for OECD-området, men højere end gennemsnittet for EU. Nedjusteringen af væksts-kønnene for Danmark har således været mindre end for de fleste andre lande. Det er især udviklingen i investeringerne, der forklarer den bedre udvikling herhjemme end i mange andre lande, hvor der mange steder har været et direkte fald i investeringerne i 2002. Desuden er privatforbruget blevet markant lavere end ventet i store økonomier som Tyskland og Japan.

Ledigheden sæsonkorrigeret er siden sommeren steget med godt 8.000 personer svarende til en arbejdsløshedsprocent i december på 5,4. Bortset fra et hop fra august til september har stigningen været jævn med et lille fald i december. Der er således ikke tale om nogen underliggende acceleration. Stigningen i arbejdsløsheden har været bredt fordelt på brancher.

Beskæftigelsen ser også ud til at være faldet i 2002. Dette indebærer en nedgang i arbejdsstyrken. Hvis faldet viser sig at være permanent bl.a. som følge af fortsat tilgang til efterlønsordningen, skærper det kravene til den økonomiske politik.

De meget lave renter indebærer, at de finansielle forhold er meget ekspansive og dermed giver en betydelig stimulans til forbrug og investering i den kommende tid. Såvel skatter og afgifter som indkomstoverskørsler afhænger meget af den økonomiske vækst, og der er plads til at lade disse automatiske stabilisatorer virke, hvis konjunkturbilledet svækkes. Situationen giver derfor ikke grund til at fravige den mellemfristede finanspolitiske linje, som sigter mod, at den offentlige gæld nedbringes betragteligt, inden andelen af pensionister og gamle for alvor begynder at vokse.

Stigningstakten i kontantpriserne på ejerboliger har været faldende det seneste år, men med store variationer geografisk og mellem boligtyper. I følge Realkreditrådet steg boligpriserne sæsonkorrigeret i gennemsnit med 0,6 pct. i 4. kvartal 2002. Årsstigningstakten var 2,4 pct., hvilket for første gang i flere år er mindre end stigningen i forbrugerpriserne over samme periode. Prisstigningen i 4. kvartal dækker over direkte prisfald i nogle områder. Det seneste fald i renteniveauet er ikke slået fuldt igennem på huspriserne, som måske har reageret på det lidt svagere arbejdsmarked samt den kendsgerning, at prisniveauet efterhånden er kommet ganske højt op.

Hidtil har det været et krav i realkreditloven, at realkreditlån i ejerboliger ikke må afdrages langsommere end svarende til et annuitetslån. Regeringen planlægger nu at tillade lån med afdragsfrihed i op til 10 år. Teoretisk skulle boligpriserne ikke blive påvirket af dette, da de reelle omkostninger ved at bebo et hus ikke ændres ved at ændre på lånets

afdragsprofil. Afdrag er opsparing og ikke en boligudgift. Det er dog usikkert om den nye type lån, såfremt de bliver udbredte, på længere sigt vil virke stimulerende på boligpriserne, der traditionelt fastsættes med udgangspunkt i nettoydelsen på huset, og heri indgår afdraget. Sker dette, vil den nye type lån hovedsageligt komme de eksisterende boligejere til gode. Lån med afdragsfrihed øger kravene til rådgivning i forbindelse med lånoptagelse.

MONETÆRE OG FINANSIELLE FORHOLD I DANMARK

Kursen på danske kroner over for euro har været stabil og var midt i februar i år 7,43 kroner pr. euro. Kronen har i nogen tid været stærkere end centralkursen i ERM2 på 7,46038 kroner pr. euro. Der er kun blevet inter文neret enkelte gange og for mindre beløb de seneste måneder. Der blev bl.a. inter文neret omkring nytår, hvor omsætningen på markederne traditionelt er lav. Valutareserven var ved udgangen af januar 195,3 mia.kr.

Nationalbanken fulgte ECBs rentenedsættelse den 5. december 2002. Udlånsrenten blev nedsat med 0,5 pct. til 2,95 pct. Diskontoen og foliorenten blev ligeledes nedsat med 0,5 pct. til 2,75 pct. Renteændringen var ventet af markedet. I boks 2 beskrives sammenhængen mellem ECBs skæringsrente og Nationalbankens udlånsrente.

3-måneders pengemarkedsrenten er fra midten af oktober faldet svarende til nedsættelsen af de officielle renter og var i midten af februar knap 2,8 pct. med et rentespænd over for euroområdet på ca. 15 basispoint. Stramningen af likviditeten på det korte pengemarked i euroområdet midt i december, jf. boks 2, forplantede sig helt ud til 3-måneders renterne, så rentespændet mellem den danske rente og eurorenten indsnævredes kortvarigt.

Den 10-årige danske statsobligationsrente har fulgt faldet i den tilsvarende tyske rente og lå midt i februar på 4,3 pct., ca. 0,6 pct. under niveauet midt i oktober. Spændet til den 10-årige tyske statsobligation er omkring 25 basispoint.

Renten på realkreditobligationer er også faldet, og kursen på lange realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. kom i december op over pari. Der kan derfor ikke længere udstedes i disse serier. Til gengæld er realkreditinstitutterne begyndt at udstede lange obligationer med en kupon på 4 pct. Mindsterenten forblev ved den ordinære fastsættelse i december på 3 pct. Mindsterenten er for private skattepligtige personer den laveste tilladte kuponrente, som obligationer må have på udstedelsestidspunktet, uden at obligationsejeren beskattes af en eventuel kursgevinst.

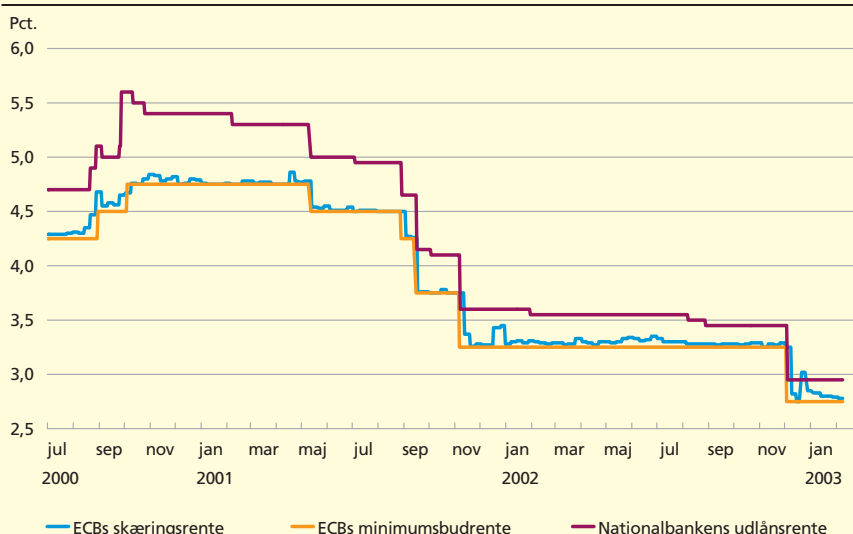
Ved ECBs primære markedsoperationer tildeles likviditet til pengemarkedet i euroområdet. Likviditetstilførslerne er siden 28. juni 2000 gennemført som ugentlige auktioner til variabel rente, hvor markedet tilføres likviditet med en løbetid på 14 dage mod sikkerhedsstillelse¹. ECB annoncerede i januar, at i løbet af første kvartal 2004 bliver løbetiden reduceret til 7 dage. Samtidig vil reservekravsperioden blive ændret, så den altid begynder på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter Styrelsesrådets månedlige pengepolitiske møde. Dette sker for at fjerne forventninger hos markedsdeltagerne til ændringer i renten i løbet af en reservekravsperiode.

Den laveste rente, hvortil der tildeles likviditet, kaldes skæringsrenten. Denne rente har typisk ligget tæt på den af Styrelsesrådet fastsatte minimumsbudrente. Under rolige valutaforhold ændres de danske pengepolitiske renter normalt i takt med ECBs minimumsbudrente. Nationalbanken har dog tre gange i løbet af 2002 nedsat sin udlånsrente på grund af stor valutatilstrømning uden en forudgående nedsættelse af minimumsbudrenten og dermed indsnævret spændet mellem de officielle rentesatser. Små eller forbigående bevægelser i skæringsrenten vil normalt ikke medføre ændring i Nationalbankens udlånsrente, men vil i stedet føre til mindre udsving i spændet mellem skæringsrente og udlånsrente.

I december 2002 kom ECBs skæringsrente en kort overgang op over Nationalbankens udlånsrente, jf. figur 6. Baggrunden var, at de pengepolitiske modparter i euroområdet ikke havde sikret sig tilstrækkelig likviditet ved den ordinære tildeling og en ekstraordinær finjusteringsoperation. Det førte til stram likviditet på pengemarkedet, hvilket afspejlede sig i markedsrenterne. En kortvarig udvidelse af spændet mellem skæringsrenten og minimumsbudrenten forekom også ved årsskiftet 2001/2002 samt i efteråret 2002 uden dog at medføre et negativt rentespænd.

PENGEPOLITISKE RENTER I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 6



¹ ECBs pengepolitiske instrumentarium er senest beskrevet af Kim Abildgren, *Erfaringerne med Eurosystemets ugentlige pengepolitiske operationer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2002.

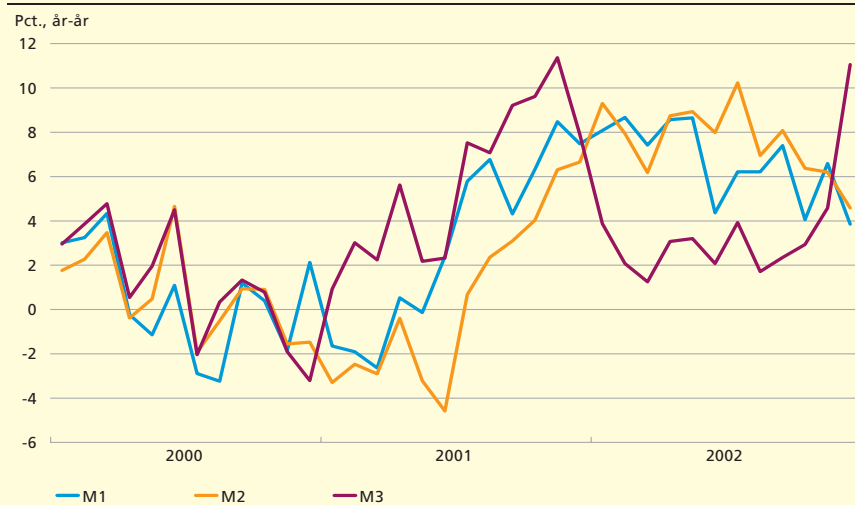
UDVIKLINGEN I FORSKELLIGE PENGEMÆNGDEBEGREBER

Boks 3

Det lave renteniveau gør rentetabet ved at placere midler kort, fx som anfordrings- eller tidsindskud i et pengeinstitut, lille. Dette afspejler sig i vækstraten for pengemængdemålene M1 og M2, der er vokset kraftigt det sidste halvandet år. Væksten i M3, der udover komponenterne i M2 også indeholder placeringer i visse korte obligationer med en oprindelig løbetid på to år eller derunder, er derimod faldet markant i 2002 og voksede kun med omkring 2 pct. p.a. igennem hovedparten af 2002, jf. figur 7. Denne lave stigningstakt skyldes teknik omkring udstedelsen af obligationer til finansiering af rentetilpasningslån. Tilbage i 2000 skete refinansieringen af mange rentetilpasningslån typisk i nye obligationsserier med kort oprindelig løbetid, da realkreditinstitutterne ikke havde åbne serier med den ønskede kupon og termin. Hovedparten af de udstedte obligationer indgik dermed i M3. Refinansieringen af rentetilpasningslån i december 2001 skete i højere grad end tidligere i allerede åbne obligationsserier med en oprindelig løbetid på over to år, som dermed ikke indgik i M3. Derfor faldt væksten i M3. Problemet opstår på grund af nyudstedelser i allerede åbne serier. Dette illustrerer, at for Danmark kan informationsindholdet i pengemængdebegreber som M3 være beskedent. Den øgede finansiering med rentetilpasningslån frem for fastforrentede lån vil underliggende betyde en kraftigere vækst i M3.

PENGEMÆNGDEBEGREBER

Figur 7



Anm.: M1: Seddel- og møntmål plus indlån på anfordring.

M2: M1 plus tidsindskud med løbetid på op til to år plus kortere indlån med opsigelsesvarsel.

M3: M2 plus gældsinstrumenter med oprindelig løbetid på til og med 2 år plus repoforretninger.

Rentefaldet har affødt fornyet konverteringsaktivitet. Til januar terminen var der konverteringer i størrelsesordenen 50 mia.kr., og konverteringerne til aprilterminen bliver på 116 mia.kr., hvilket er det højeste nogensinde.

Væksten i pengeinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv har været vigende det seneste år og var i december 1,4 pct. i forhold til de-

cember sidste år. Udlån fra realkreditinstitutterne voksede i december med 7,9 pct. Rentetilpasningslån vinder fortsat markedsandele fra de fastforrentede lån og udgjorde ved udgangen af 2002 knap 30 pct. af det samlede realkreditudlån. Låntagning med sikkerhed i fast ejendom fra realkreditinstitutterne til husholdningerne er vokset hurtigere end huspriserne den seneste tid. Også indlånene er vokset og dermed pengemængden, jf. beskrivelsen i boks 3.

PRISER OG LØNNINGER

Forbrugerpriserne målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) voksede 2,6 pct. i januar. Forbrugerpriserne accelererede hen over sommeren og efteråret og væksten nåede i november op på 2,8 pct., men stigningstakten aftog igen til 2,6 pct. i december og januar. Pris-komponenterne for offentlige ydelser, husleje og i de seneste måneder energi er blandt de områder, der er steget mest. Det høje niveau i november skyldes også, at indekset lå lavt i november 2001. Faldet i dollar-kursen har bidraget til at holde stigningen i importpriserne nede.

Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, er faldet igennem efteråret og kom i de sidste måneder af 2002 under 3 pct. Dette bekræfter, at efterårets opgang i prisstigningstakten ikke primært bundede i noget stort indenlandsk markeds-mæssigt pris-pres. På længere sigt afspejler IMI især udviklingen i lønomkostningerne, men på kort sigt kan udsving i avancer som følge af træghed i prisdannelsen spille ind.

Pr. 1. januar 2003 blev el-markedet liberaliseret for husholdninger og mindre virksomheder. Virksomheder med et årligt elforbrug over én gigawatt-time har kunnet købe el på markedsvilkår siden januar 2001. For husholdningerne udgør moms og afgift hovedparten af prisen på el. Her-til kommer, at el produceret på miljøvenlige vilkår samt transport af elektricitet fortsat må købes af den faste leverandør. Det er således kun for omkring 10 pct. af elprisen, at konkurrencen bliver fri. Den frie konkurrence må forventes at give et nedadrettet pres på elpriserne, hvilket dog overgangsvist blev overskygget af stigende priser på el som følge af vandmangel ved vandkraftværkerne i Norge og Sverige. El til boligen vægter 2,4 pct. i forbrugerprisindekset, så alt i alt vil effekten af liberaliseringen af el-markedet på forbrugerpriserne være lille.

De danske lønstigninger har siden 1994 stort set uafbrudt været højere end i eurolandene under ét (sammenvejet med vægtene i den effektive kronekurs), hvilket afspejler, at arbejdsmarkedet har været strammere i Danmark end i euroområdet. Den aktuelle danske lønstigningstakt på omkring 4 pct., mod godt 3 pct. i euroområdet, er høj i forhold til valutaankerets inflationsmålsætning om at holde inflatio-

DEKOMPONERING AF DEN REALE EFFEKTIVE KRONEKURS

Boks 4

Den reale effektive kurs kan betragtes som et produkt af bilaterale reale kurser, der er et udtryk for den relative lønstigningstakt målt i samme valuta. En real effektiv kurs, der er en konkurrenceevneindikator, kan ændre sig enten som følge af ændring i den nominelle valutakurs eller som følge af ændring i den relative lønstigningstakt. I tabellen er de reale kurser dekomponeret i disse to bestanddele. Størrelserne i tabellen er i indekspoint og kan direkte adderes. Herudover er vist den danske merlønstigning over perioden over for de enkelte lande i pct. (talsøjle 4). Et negativt tal i tabellens 3. og 4. talsøjle viser, at den akkumulerede lønstigning i national valuta i det pågældende land har været højere end i Danmark over perioden.

Hele stigningen i den reale effektive kurs over perioden kan tilskrives en dansk merlønstigning over for vore konkurrentlande. Merlønstigningen har været særlig markant over for euroområdet, specielt Tyskland, samt over for Japan.

DEKOMPONERING AF ÆNDRINGEN I DEN REALE EFFEKTIVE KRONEKURS OVER PERIODEN 1. KVARTAL 1993 TIL 3. KVARTAL 2002

Tabel 1

	Ændring i real kurs	Ændring i nominel kurs	Ændring i relativ løn	Dansk merløns- stigning ¹	Vægt i effektiv kronekurs
	indekspoint			pct.	
Tyskland	3,2	0,2	3,0	11,4	27,4
Euroområdet i øvrigt	2,1	0,4	1,7	5,7	30,3
Sverige	0,1	0,4	-0,3	-3,1	9,4
UK	-2,7	-2,6	-0,1	-1,2	8,6
Norge	-0,5	-0,4	-0,1	-2,7	3,7
USA	-0,9	-1,3	0,4	4,8	8,6
Japan	0,4	-1,0	1,4	26,6	5,9
Andre ²	-0,1	0,0	-0,1	-1,6	6,1
Ændring i alt	1,6	-4,3	5,9	5,9	100

Anm.: Dekomponeringen er foretaget for den reale effektive kronekurs baseret på timelønninger i industrien.

Ændring i den bilaterale reale kurs forklæres ved ændring i nominel kurs (2. talsøjle) og ændring i relativ løn (3. talsøjle).

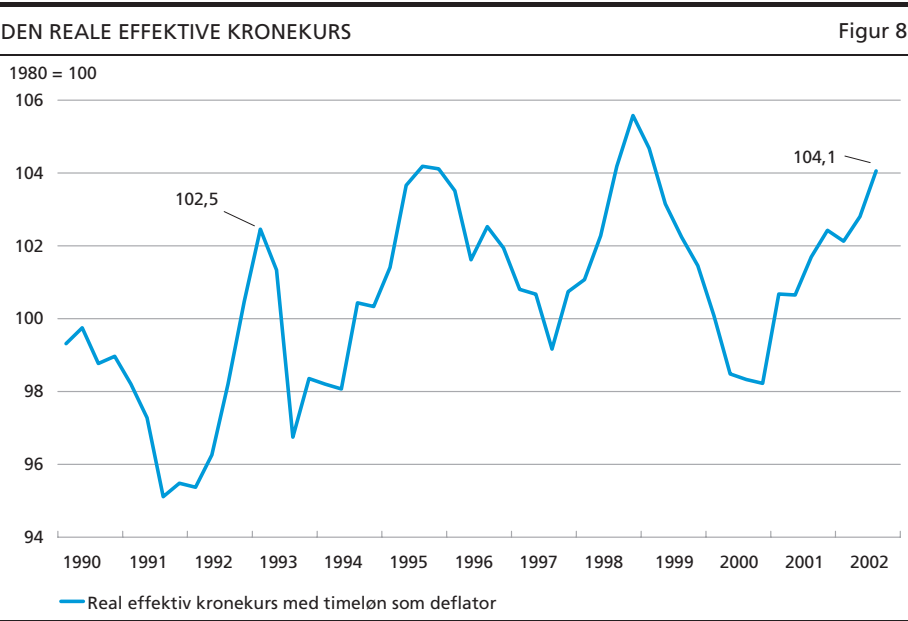
Kilde: Egne beregninger.

¹ Den danske merlønstigning i talsøjle 4 kan beregnes direkte ud fra de relevante lønindeks, men den kan også beregnes indirekte ud fra talsøjle 3 som fx for Tyskland: $(1,030^{10,274} - 1) \cdot 100 = 11,4$ pct.

² Schweiz, Island, Tjekkiet, Polen, Ungarn, Canada, Korea, Australien og New Zealand.

nen på under 2 pct. Det stiller store krav til væksten i den danske produktivitet at holde prisstigningstakten under 2 pct. med vedvarende lønstigninger på 4 pct. Der er ikke nogen af de helt store overenskomstområder, der har overenskomstforhandlinger i år, men der finder lokalforhandlinger sted.

Den reale effektive kronekurs, der angiver udviklingen i den relative løn i samme valuta, er steget 1,6 pct. siden 1. kvartal 1993 svarende til 1,6 indekspoint, jf. figur 8. I tabellen i boks 4 er der foretaget en dekomponering af ændringen i den reale effektive kurs fra 1. kvartal 1993 til 3. kvartal 2002.



Anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter

INDLEDNING

Nationalbankens praktiske udførelse af pengepolitikken sker gennem de pengepolitiske instrumenter. Begrebet dækker over de faciliteter, centralbanker normalt anvender til at styre og forrente mellemværender med de såkaldte pengepolitiske modparter. I Danmark består de pengepolitiske modparter af penge- og realkreditinstitutter.

Nationalbankens pengepolitiske instrumenter har i hovedtræk været uændrede siden 1992. I 1999 blev der foretaget en række ændringer af de pengepolitiske instrumenter af overvejende teknisk karakter¹, og siden har der kun været mindre justeringer. Senest har Nationalbanken med virkning pr. 2. januar 2003 gennemført en revision af de pengepolitiske modparter individuelle foliorammer.

Artiklen indeholder en beskrivelse af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter og deres anvendelse. Endvidere redegøres kort for de væsentligste forskelle mellem Nationalbankens og Eurosystemets (dvs. Den Europæiske Centralbank, ECB, og de nationale centralbanker i euroområdet) pengepolitiske instrumenter.

DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER I HOVEDTRÆK

Nationalbankens pengepolitiske modparter (dvs. penge- og realkreditinstitutter) har adgang til to faciliteter:

- Indskud på foliokonti på dag-til-dag basis.
- Ugentlig indgåelse af 14-dages forretninger (markedsoperationer), hvor de pengepolitiske modparter låner mod sikkerhed i værdipapirer (pengepolitiske lån) eller placerer ved at købe indskudsbeviser.

Renten på de to typer 14-dages forretninger er normalt ens og kaldes udlånsrenten (eller renten for indskudsbeviser). Indskud på foliokonti

¹ Se artiklen 'Ændringer af de pengepolitiske instrumenter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

forrentes med foliorenten, der siden 1992 har svaret til diskontoen. Folio-
renten (diskontoen) er altid lavere end udlånsrenten.

De pengepolitiske modparterers nettostilling over for Nationalbanken fastlægges som summen af deres indskudsbeviser og indskud på folio fratrullet deres pengepolitiske lån. Set fra modparterens side er den samlede nettostilling givet ud fra de øvrige poster på Nationalbankens balance og påvirkes af bevægelser i disse. På kort sigt kan især statens nettobetalinger i kroner medføre udsving i nettostillingen¹. På længere sigt påvirkes nettostillingen først og fremmest af Nationalbankens køb og salg af valuta.

De pengepolitiske modparter kan afvikle betalinger over foliokonti med omgående virkning. Indskud på folio har således karakter af likviditet i snæver forstand. Inden for dagen kan modparterne trække over på deres foliokonti mod sikkerhed som led i betalingsformidlingen, men ved dagens slutning må de ikke være i overtræk².

I 1999 blev der indført et foliorammesystem, der fastsætter et loft for modparterens samlede indskud på folio ved dagens slutning. Systemet skal sikre, at der ikke kan opbygges store indskud på folio til spekulation i rente- eller valutakursændringer. Systemet træder kun i kraft, hvis indskud på folio overstiger det samlede loft, der udgør ca. 20 mia.kr. Foliorammesystemet er nærmere beskrevet i sidste afsnit.

De ugentlige markedsoperationer gennemføres på ugens sidste bankdag. Her beslutter modparterne sig for nettostillingens sammensætning på lån, indskudsbeviser og indskud på folio. Modparterne forventes at sætte et beløb på folio, der dækker mindre udsving i likviditeten i den kommende uge. Ved større ventede betalinger vil Nationalbanken som regel på forhånd annoncere, at den holder åbent for salg eller tilbagekøb af indskudsbeviser, der kan udjævne udsvingene i likviditeten. Nationalbanken kan også i løbet af ugen købe og sælge indskudsbeviser uden forudgående annoncering, hvilket normalt sker via en pengemarketsmægler.

Nationalbanken fører pengepolitik ved at fastsætte udlånsrenten og diskontoen. Nationalbankens renter er retningsgivende for de korte pengemarketsrenter i Danmark. Da pengepolitikken i Danmark er indrettet efter at holde en stabil kronekurs over for euro, ændres Nationalbankens renter normalt i takt med ECBs renter. Kun når forholdene på valutamarkedet tilsiger det, ændrer Nationalbanken selvstændigt sine renter for at stabilisere kronekursen.

¹ For året som helhed påvirkes nettostillingen normalt ikke af statens betalinger. Det skyldes den indenlandske norm, der indebærer, at statens indenlandske låntagning i kroner som udgangspunkt svarer til statens underskud og afdrag på den indenlandske gæld.

² Det pengepolitiske døgn slutter kl. 15.30, og kl. 16.00 samme dag indledes et nyt pengepolitisk døgn. Adgangen til overtræk inden for dagen gælder således i princippet fra kl. 16.00 til kl. 15.30 den følgende dag.

De pengepolitiske instrumenter i forhold til Eurosystemets

Nationalbankens pengepolitiske instrumenter har en række ligheder med Eurosystemets instrumenter¹. På nogle punkter adskiller Nationalbankens instrumenter sig dog fra Eurosystemets, hvilket overvejende skyldes hensynet til fastkurspolitikken.

En forskel er, at Eurosystemets pengepolitiske modparter har adgang til en marginal udlånsfacilitet. Modparterne kan på eget initiativ anvende denne facilitet til at opnå dag-til-dag likviditet mod sikkerhed. Renten på den marginale udlånsfacilitet udgør normalt et loft for dag-til-dag renten på pengemarkedet i euroområdet.

Nationalbankens pengepolitiske modparter har ikke adgang til en udlånsfacilitet på dag-til-dag vilkår. Det indebærer bl.a., at dag-til-dag renten på det danske pengemarked kan stige betydeligt i perioder med uro på valutamarkedet uden ændringer i de officielle renter. I visse situationer kan denne stigning i dag-til-dag renten medvirke til at dæmpe uroen på valutamarkedet. Fraværet af en sådan facilitet er desuden med til at understøtte et effektivt pengemarked, da modparterne i stedet for at låne i Nationalbanken må handle likviditet indbyrdes.

En anden forskel er, at Eurosystemet bruger reservekrav i pengepolitikken. Eurosystemets reservekravssystem pålægger kreditinstitutter i euroområdet at holde et vist indestående i de nationale centralbanker. Reservekravet skal være opfyldt i gennemsnit i løbet af en periode på en måned. Reservekravssystemet har bl.a. til formål at stabilisere dag-til-dag renten i euroområdet. Desuden bidrager det til at sikre, at modparterne har et samlet lånebehov over for Eurosystemet, hvilket antages at øge gennemslaget fra de pengepolitiske renter til markedsrenterne.

I Danmark fastlægger foliorammesystemet et loft for indskuddet på foliokonti. Et sådan loft er i princippet ikke foreneligt med et reservekravssystem som Eurosystemets. Nationalbanken har også traditionelt tillagt det mindre betydning at mindske udsving i dag-til-dag renten, der ikke har afsmitning på de længere pengemarkedsrenter. Endvidere har fortegnet på modparternes nettostilling ingen pengepolitisk betydning i Danmark, hvilket skyldes den indbyggede symmetri i vilkårene for udlån og indskudsbeviser. Denne egenskab er vigtig, da fortegnet på nettostillingen med mellemrum kan skifte som følge af især Nationalbankens køb og salg af valuta.

En tredje forskel er, at Eurosystemet gennemfører sine markedsoperationer som auktioner. Ved auktioner er det muligt at styre mængden af likviditet, der tilføres banksystemet. Siden juni 2000 er Eurosystemets

¹ Se Kim Abildgren, *Erfaringerne med Eurosystemets ugentlige pengepolitiske operationer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2002, for en kort beskrivelse af Eurosystemets pengepolitiske instrumenter.

primære markedsoperationer blevet udført som auktioner med variabel rente og en forudannonceret minimumsbudrente. Auktionerne foregår efter det amerikanske auktionsprincip, dvs. bud med højst rente imødekommes først, og der betales den rente, der bydes. Den laveste rente, hvortil der tildeles likviditet, kaldes skæringsrenten.

Nationalbanken bruger under normale forhold ikke auktioner ved tilde-ling af pengepolitiske lån. I stedet fastsætter Nationalbanken en udlåns-rente, hvortil modparterne selv kan bestemme mængden af pengepoliti-ske lån og indskudsbeviser. Dette er en enkel og gennemskuelig måde at tildele likviditet på og styre renten, når der ikke skal tilgodeses andre hen-syn (fx at styre mængden af likviditet, der tilføres modparterne).

MELLEMVÆRENDER MED DE PENGEPOLITISKE MODPARTER

De pengepolitiske modparter

I 1999 blev kredsen af pengepolitiske modparter udvidet med realkredit-institutter. Nationalbankens pengepolitiske modparter består i dag af penge- og realkreditinstitutter, som driver penge- eller realkreditvirksom-hed efter bank- og sparekasseloven eller realkreditloven. Udenlandske kreditinstitutters danske filialer, der driver tilsvarende virksomhed, kan også være modparter. Siden udvidelsen af modpartskredsen har fire real-kreditinstitutter valgt at blive modparter.

Ultimo 2002 var antallet af pengepolitiske modparter i Danmark 119 mod 150 ultimo 1997. En del af dette fald kan henføres til fusioner blandt de pengepolitiske modparter. Derudover valgte et antal modpar-ter at opsigte deres adgang til de pengepolitiske instrumenter i forbin-delse med indførelsen af Nationalbankens nye betalingssystem, Kronos¹. Disse modparter deltog normalt ikke i de ugentlige markedsoperationer og brugte kun deres foliokonti i begrænset omfang.

De pengepolitiske lån er som regel fordelt på et forholdsvis lille antal modparter. Antallet kan variere med nettostillingen, men normalt har 10-20 modparter på et vilkårligt tidspunkt lån i Nationalbanken. Opgjort siden 1999 har ca. 1/3 af de nuværende modparter på et tidspunkt haft pengepolitiske lån.

Antallet af modparter med indskudsbeviser er normalt noget større, idet de udestående indskudsbeviser typisk er fordelt på 50-60 modpar-ter. Opgjort siden 1999 har ca. 2/3 af de nuværende modparter på et tidspunkt haft indskudsbeviser.

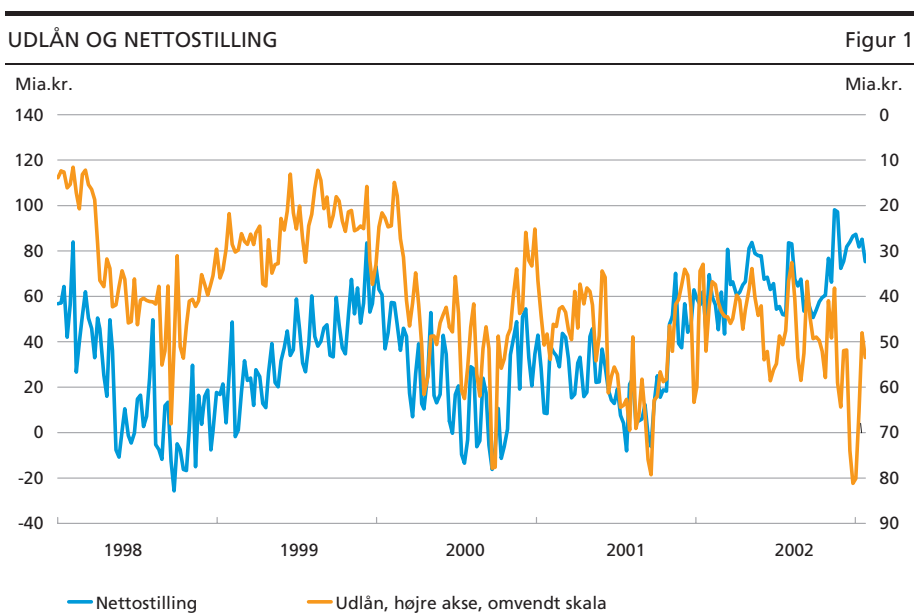
¹ Det er et krav, at foliokontohavere er tilsluttet Kronos. For en beskrivelse af Kronos henvises til Thomas Angelius og Astrid Henneberg Pedersen, Nationalbankens nye betalingssystem Kronos, Dan-marks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2001.

Nettostilling, udlån og indskudsbeviser

Ved de ugentlige markedsoperationer beslutter modparterne sig for mængden af pengepolitiske lån og indskudsbeviser. Der er i princippet ingen begrænsning på modparternes opbygning af bruttoaktiver og -passiver over for Nationalbanken. I praksis afhænger modparternes efterspørgsel efter lån og indskudsbeviser af nettostillingen. Selv ved en negativ nettostilling vil modparterne dog som regel ønske at have en vis mængde indskudsbeviser. Det skyldes, at tilbagesalg af indskudsbeviser er eneste mulighed for at skaffe likviditet i løbet af ugen for modparterne som helhed, såfremt Nationalbanken holder åbent for køb af indskudsbeviser.

Figur 1 og 2 viser de seneste års udvikling i nettostilling, pengepolitiske lån og indskudsbeviser. I løbet af perioden er nettostillingen steget og faldet som følge af Nationalbankens køb og salg af valuta. De pengepolitiske lån og indskudsbeviser har generelt fulgt disse udsving i nettostillingen relativt tæt.

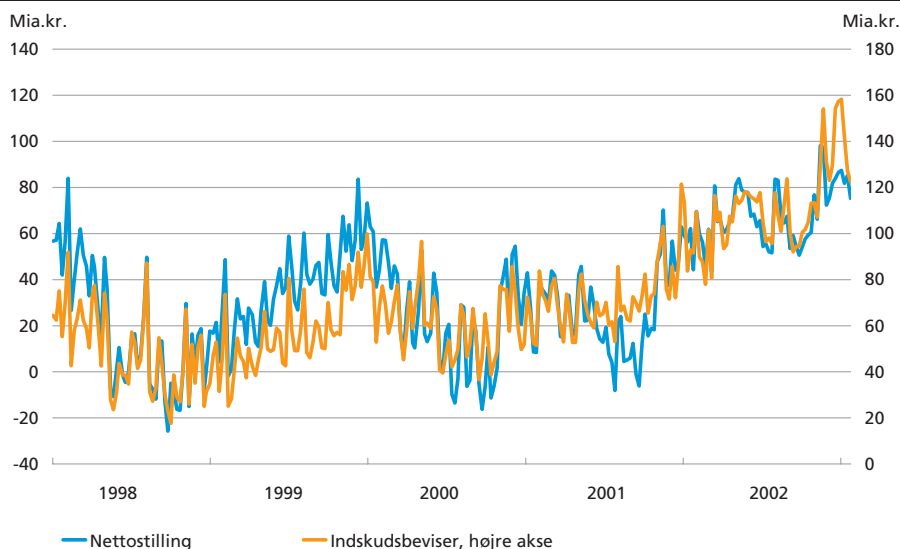
I de to figurer ses en markant stigning i efterspørgslen efter lån og indskudsbeviser ultimo 2002 og, i lidt mindre grad, ultimo 2001. Den første bankdag i både 2002 og 2003 er der blevet afviklet en række store betalinger på det danske pengemarked som følge af fondsafviklinger af realkreditobligationer. Nationalbanken har begge år valgt at holde åbent denne dag for både køb og salg af indskudsbeviser for at sikre rolige forhold på pengemarkedet.



Anm.: De ugentlige markedsoperationsdage.

INDSKUDSBEVISER OG NETTOSTILLING

Figur 2



Anm.: De ugentlige markedsoperationsdage.

Indskud på folio

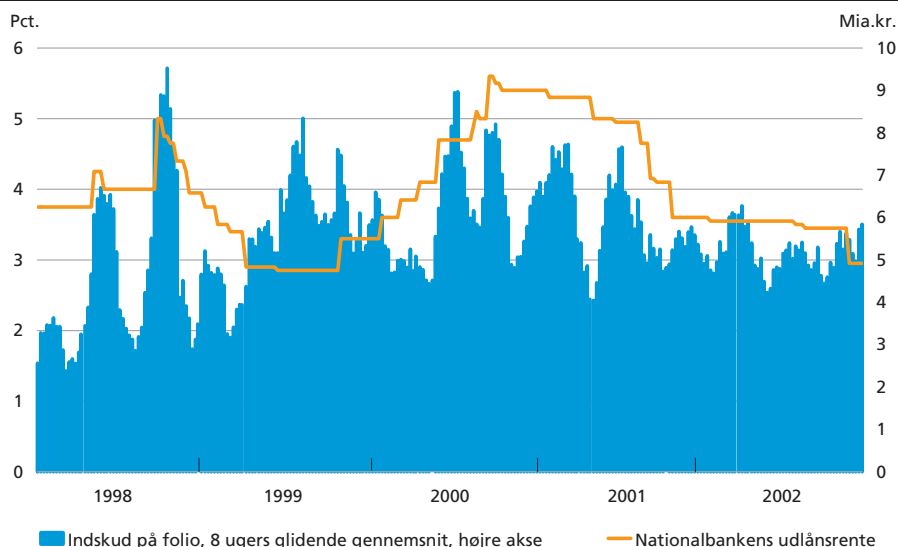
Ved de ugentlige markedsoperationer træffer de pengepolitiske modparter også beslutning om størrelsen af indskud på folio. Modparterne forventes som nævnt at placere et beløb på folio, der dækker mindre udsving i likviditeten i den kommende uge. Som hjælp til modparternes likvidetsplanlægning udsender Nationalbanken regelmæssige prognoser for statens betalinger¹. Af prognoserne fremgår også datoer for Nationalbankens planlagte køb og salg af indskudsbeviser.

I figur 3 er vist udviklingen i folioindskud på de ugentlige markedsoperationsdage siden 1998. I løbet af perioden ses en række udsving i indskuddet på folio. I flere tilfælde er indskuddet på folio steget omkring tidspunktet for forhøjelser af Nationalbankens udlånsrente. Det skete fx i foråret og efteråret 1998 samt i sommeren 2000. Ved forventning om en renteforhøjelse kan de pengepolitiske modparter have et incitament til at placere større beløb på folio, der efter en eventuel renteforhøjelse kan placeres til en højere rente. Nationalbanken har siden efteråret 2000 gradvis nedsat udlånsrenten, og siden midten af 2001 har der kun været mindre udsving i indskuddet på folio.

¹ Nationalbankens prognoser for statens betalinger består både af en måneds- og dagsfordeling. Dagsfordelingen udsendes den næstsidste bankdag i hver måned og dækker de følgende to måneder. Prognoserne kan ses på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk) under "Markedsinfo".

INDSKUD PÅ FOLIO OG NATIONALBANKENS UDLÅNSRENTE

Figur 3

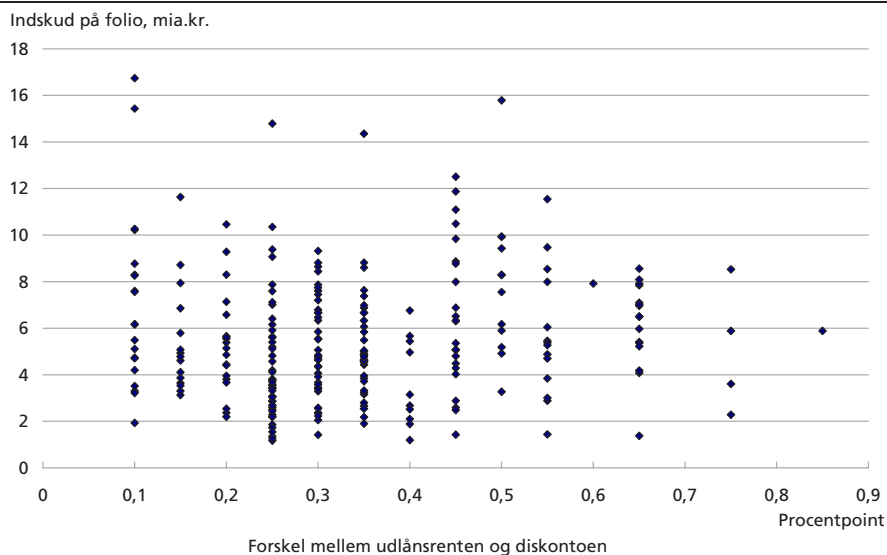


Anm.: De ugentlige markedsoperationsdage.

Forskellen mellem udlånsrenten og diskontoen kan også tænkes at påvirke modparternes indskud på folio. Ved en større forskel mellem de to renter kan nogle modparter i højere grad ønske at købe indskudsbeviser end at placere på folio. I figur 4 er vist observationer af forskellen mel-

INDSKUD PÅ FOLIO OG FORSKELLEN MELLEM UDLÅNSRENTEN OG DISKONTOEN, 1998-2002

Figur 4



Anm.: De ugentlige markedsoperationsdage. Observationerne for 18. september 1998 (renteforskel: 0,25 procentpoint; indskud på folio: 25,2 mia.kr.) og for 29. september 2000 (1,1 procentpoint; 5,9 mia.kr.) er ikke medtaget.

lem de to renter og indskud på folio på de ugentlige markedsoperatonsdage siden 1998. Der er ikke tegn på nogen klar sammenhæng mellem renteforskel og indskud på folio. Figuren indikerer, at andre forhold normalt er mere afgørende for modparternes indskud på folio, herunder den kommende uges likviditetsbehov.

Ekstraordinære operationer i indskudsbeviser

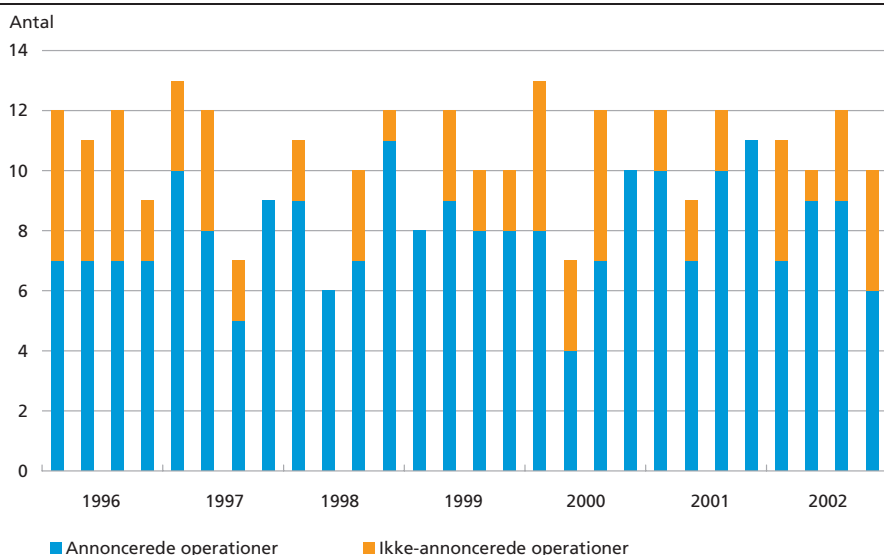
Ved større udsving i likviditeten vil Nationalbanken normalt åbne for ekstraordinære køb eller salg af indskudsbeviser. De seneste år har antallet af ekstraordinære operationer i indskudsbeviser ikke ændret sig væsentlig, jf. figur 5. Den første bankdag i måneden åbnes som regel for salg af indskudsbeviser som følge af store statslige udbetalinger. Ekskl. denne operation gennemføres normalt 1-2 annoncerede operationer pr. måned og 1 ikke-annonceret. De ikke-annoncerede operationer er oftest tilbagekøb af indskudsbeviser, men kan også være ikke-annoncerede salg af indskudsbeviser.

I forbindelse med tilbagekøb af indskudsbeviser beregner Nationalbanken sig et tillæg til indskudsbevisrenten. Tillægget kan være fast eller variabelt, fx relateret til en markedsrente. Siden august 1997 er alle tilbagekøb af indskudsbeviser sket med et tillæg på 0,05 pct.

Ved ikke-annoncerede tilbagekøb sondres mellem de situationer, hvor udsvingene i likviditeten er uventede, og de situationer, hvor udsvingene i likviditeten kunne være forudset af modparterne. I sidstnævnte

EKSTRAORDINÆRE OPERATIONER I INDSKUDSBEVISER

Figur 5



Anm.: Kvartalsvise observationer.

tilfælde købes tilbage i indskudsbeviset med længst restløbetid, ellers i beviset med kortest restløbetid. Denne praksis sigter mod at give modparterne et incitament til en hensigtsmæssig likviditetsstyring¹. Siden 1996 er ca. 2/3 af de ikke-annoncerede tilbagekøb sket i indskudsbeviset med kortest restløbetid.

Handel med indskudsbeviser mellem modparter

Indskudsbeviser kan også handles indbyrdes mellem de pengepolitiske modparter. Handel med indskudsbeviser mellem modparter ændrer ikke størrelsen af modparternes samlede likviditet. Ved handel mellem modparter har indskudsbeviser således karakter af et rent pengemarkedsprodukt (et kasseprodukt). Handel med indskudsbeviser kan bruges til at udveksle likviditet med samme dags afvikling uden kreditrisiko.

I løbet af 2002 var der en vis stigning i modparternes handel med indskudsbeviser. Trods stigningen er omsætningen i indskudsbeviser mellem modparter dog forholdsvis beskeden sammenlignet med den øvrige omsætning på pengemarkedet. Fx udgør den normalt under 5 pct. af omsætningen i usikrede dag-til-dag udlån på det danske pengemarked.

SIKKERHEDSGRUNDLAGET FOR PENGEPOLITISKE LÅN

Nationalbanken kræver sikkerhed for alle former for udlån. Det gælder ikke bare for pengepolitiske lån, men også for lån inden for dagen og for lån til kontantdepoter. Blandt centralbanker er det i dag almindelig praksis at kræve sikkerhed for den ydede kredit.

I 1999 blev sikkerhedsgrundlaget for pengepolitiske lån udvidet fra kun at omfatte statsobligationer i kroner til også at indeholde realkreditobligationer og visse andre obligationer i kroner. Herudover blev der foretaget en række andre tilpasninger af vilkårene for sikkerhedsstillelse ved lån i Nationalbanken. Disse omfattede bl.a. en omlægning af de pengepolitiske lån fra genkøbsforretninger til udlån mod pant, en samling af den enkelte modparts sikkerhed for alle lån i Nationalbanken i én pulje og indførelse af marginer og fradrag (haircuts) i sikkerhedernes belåningsværdi for pengepolitiske lån².

Med udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget steg værdien af de udestående belånbare aktiver fra under 700 mia.kr. til ca. 1.900 mia.kr., jf. tabel 1. Heraf ejer de pengepolitiske modparter knap 500 mia.kr., svaren-

¹ De pengepolitiske modparter vil normalt foretrække at tilbagesælge indskudsbeviset med kortest restløbetid, da de herved betaler tillægget for færrest antal dage.

² Vilkårene for sikkerhedsstillelse ved lån i Nationalbanken er beskrevet i Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001. I 2002 skete en række mindre ændringer, der er omtalt i Nye kontobestemmelser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2002.

**MODPARTERNES BEHOLDNING AF BELÅNBARE AKTIVER OVER FOR
NATIONALBANKEN OG EUROSISTEMET**

Tabel 1

	Danmark Mia.kr.		Euroområdet Mia.euro
	1998	2002	2002
Udestående belånbare aktiver ¹	666	1.874	7.318
Modparternes beholdning af belånbare aktiver ²	73	380	2.522
Modparternes andel af de belånbare aktiver, pct.	11	20	34
Pengepolitiske lån	35	48	188
Modparternes beholdning af belånbare aktiver, pct. af pengepolitiske lån	211	792	1.341
Modparternes beholdning af belånbare aktiver, pct. af M3	14	65	45

Anm.: Alle data er årsgennemsnit (for euroområdet er udestående belånbare aktiver beregnet for data til og med november 2002).

Kilde: Nationalbanken og ECB.

¹ Danmark: I 1998 den cirkulerende mængde indenlandske statspapirer i kroner og i 2002 også den cirkulerende mængde realkreditobligationer i kroner. Euroområdet: Den cirkulerende mængde gældsinstrumenter udstedt i euro af residenter i euroområdet. De udestående aktiver er opgjort til nominel værdi.

² Danmark: I 1998 pengeinstitutter og i 2002 også realkreditinstitutter. Euroområdet: Monetære finansielle institutioners beholdning af gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet. Beholdningerne er opgjort til markedsværdi.

de til omtrent 8 gange værdien af de pengepolitiske lån. Før udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget svarede modparternes beholdning af belånbare aktiver til ca. 2 gange værdien af de pengepolitiske lån. Der er i dag ikke mangel på belånbare aktiver over for Nationalbanken, hvilket heller ikke er indtrykket fra den daglige udøvelse af pengepolitikken.

I tabel 1 er til sammenligning desuden angivet nogle indikationer for situationen i euroområdet med hensyn til modparternes rådighed over belånbare aktiver. Tabellens skøn for modparternes beholdning af belånbare aktiver i euroområdet er formentlig et overkantsskøn¹. Overordnet set tyder tabellen ikke på, at de danske modparter er væsentlig anderledes stillet med hensyn til rådigheden over belånbare aktiver end modparterne i euroområdet.

FOLIORAMMESYSTEMET

I 1999 indførtes som nævnt et samlet loft (en ramme) for de pengepolitiske modparterers indskud på folio ved dagens slutning. Den samlede ramme udgør ca. 20 mia.kr., der er fordelt på de enkelte modparter som

¹ Skønnet er beregnet som de monetære finansielle institutioners (MFlers), ekskl. Eurosystemets, samlede beholdning af gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet. Kun ca. ¼ af MFlerne i euroområdet – herunder dog hovedparten af de største – har adgang til at deltage i Eurosystemets markedsoperationer. En mindre del af MFlernes beholdning af gældsinstrumenter er desuden i andre valutaer end euro og kan ikke bruges som sikkerhed. Skønnet overvurderer derfor modparternes beholdning af belånbare aktiver over for Eurosystemet.

individuelle foliorammer. Ved overskridelse af den samlede ramme ved dagens slutning vil indskud over de individuelle rammer blive konverteret til indskudsbeviser. Konverteringen vil ske i indskudsbeviset med den længste restløbetid.

Foliorammesystemet træder som nævnt først i kraft, hvis indskuddet på folio overstiger den samlede ramme. De pengepolitiske modparter kan overskride deres individuelle rammer, så længe den samlede ramme ikke er overskredet. Indskud, der overstiger de individuelle rammer, forrentes også med foliorenten, så længe den samlede folioramme ikke er overskredet.

Foliorammesystemet skal sikre, at der ikke kan opbygges store indskud på folio til spekulation i rente- eller valutakursændringer. Et eksempel herpå forekom i efteråret 1998, hvor de pengepolitiske modparter i en periode med uro på valutamarkedet kortvarigt havde over 20 mia.kr. stående på folio. Indførelsen af foliorammer var tillige en konsekvens af udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget med bl.a. realkreditobligationer, jf. ovenfor.

Nationalbanken medvirker med ekstraordinære operationer i indskudsbeviser til at sikre, at foliorammerne ikke udgør et problem for den daglige betalingsafvikling. Hvis der i løbet af en dag er tegn på, at indskuddet på folio ved dagens slutning vil overstige den samlede folioramme, vil Nationalbanken normalt åbne for salg af indskudsbeviser. Generelt tyder det ikke på, at indførelsen af foliorammer har øget antallet af ekstraordinære operationer i indskudsbeviser, jf. figur 5.

Det har indtil nu ikke været nødvendigt at foretage konvertering af indskud på folio til indskudsbeviser. Endvidere har der kun været få tilfælde med indskud tæt på den samlede ramme. De foreløbige erfaringer med foliorammesystemet skal ses i lyset af, at perioden siden indførelsen af systemet har været præget af rolige forhold på valutamarke-

det. De individuelle foliorammer er fastlagt under hensyntagen til størrelse og aktivitet på pengemarkedet. Rammerne opdateres med jævne mellemrum. Der blev senest med virkning fra 2. januar 2003 gennemført en revision af de individuelle rammer. En oversigt over foliorammerne findes på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk) under "Pengepolitik".

Ny finansiel statistik

I 1. halvår 2003 gennemfører Nationalbanken en væsentlig udbygning af den offentliggjorte finansielle statistik. Udbygningen omfatter:

- Udvidelse af de eksisterende balancestatistikker for penge- og realkreditinstitutter samt MFI-sektoren
- Indførelse af en ny rentestatistik
- Tilpasning af statistikken over finansielle betalinger til og fra udlandet
- Omlægning af kildegrundlag og markant udvidelse af den eksisterende værdipapirstatistik.

BALANCE- OG RENTESTATISTIK FOR MFI-SEKTOREN¹

I 2003 forbedres statistikdækningen af MFI-sektoren med en udvidelse af balancestatistikken og en ny rentestatistik. Udvidelsen er et led i det fortsatte arbejde med at udmønte den fælleseuropæiske statistikpakke i retning af internationalt harmoniserede og sammenlignelige statistikker.²

Balancestatistik

De nuværende balancestatistikker udvides med en ny forbedret strømstatistik baseret på indberetninger fra MFlerne om bevægelser i balanceposterne i form af transaktioner, værdireguleringer og reklassifikationer. Det indebærer et markant kvalitetsløft i forhold til den hidtidige statistik, hvor transaktioner er blevet beregnet indirekte på baggrund af udviklingen i balanceposterne. Det vil dermed blive muligt at beregne år-til-år stigningstakter for de enkelte balanceposter med større præcision end hidtil.

Udvidelsen af balancestatistikkerne fandt sted i forbindelse med offentliggørelsen i slutningen af februar 2003. Samtidig blev publiceringen af balancestatistikkerne for henholdsvis penge- og realkreditinstitutter og den samlede MFI-sektor slået sammen i én publikation. Publikationen vil udkomme den 17. bankdag i hver måned.

¹ MFI-sektoren omfatter penge-, real- samt andre kreditinstitutter samt Nationalbanken og penge-markedsforeninger.

² Rammerne for udvidelsen er fastlagt i ECBs forordninger 2001/13 (balancestatistikken) og 2001/18 (rentestatistikken).

Rentestatistik

Den nye rentestatistik er baseret på indberetninger fra penge- og realkreditinstitutter og er en videreudvikling af Danmarks Statistiks nuværende rentestatistik, der alene dækker pengeinstitutter.

Udover et bredere indberetningsgrundlag vil den nye rentestatistik indeholde mere detaljerede oplysninger. Statistikken vil således både medtage rentesatser for nye indlån/udlån samt for den samlede mængde af udestående indlån/udlån. Rentesatserne vil blive opgjort fordelt på sektorer med fokus på husholdningssektoren og den ikke-finansielle sektor.

Den nye rentestatistik vil blive offentliggjort, så data for en måned offentliggøres inden udgangen af den efterfølgende måned (normalt 19. bankdag). Første offentliggørelse finder sted i april 2003 med rentesatser for månederne januar, februar og marts.

FINANSIELLE BETALINGER TIL OG FRA UDLANDET

Fra og med offentliggørelsen i februar 2003 gennemførtes en tilpasning af statistikken Betalinger til og fra udlandet.

Indholdsmæssigt vil statistikken fremover alene bestå af en opgørelse af de finansielle betalinger mellem Danmark og udlandet med en større detaljeringsgrad end hidtil. Målsætningen hermed er at give et bedre overblik over de finansielle poster på Danmarks betalingsbalance, herunder samspillet mellem pengeinstitutterne og de øvrige sektorer. Ændringer imødekommer samtidig et brugerbehov om hurtigere offentliggørelse af finansielle bevægelser på et mere detaljeret niveau for så vidt angår type af fordring, sektor og landefordeling.

Som en konsekvens heraf skifter publikationen navn til *Finansielle betalinger til og fra udlandet*, og offentliggørelsen fremrykkes ca. 2 uger, så data for en måned offentliggøres inden udgangen af den efterfølgende måned (normalt 18. bankdag).

VÆRDIPAPIRSTATISTIK

I april 2003 publiceres 1. udgave af en ny månedlig værdipapirstatistik, der erstatter den eksisterende. Den nye publikation er et resultat af, at Nationalbanken primo 2003 overtog indsamlingen af statistik på værdipapirområdet fra Danmarks Statistik.

Statistikken dækker obligationer, aktier og investeringsforeningsbeviser registreret i Værdipapircentralen, som bliver den primære kilde. Derudover suppleres statistikken med oplysninger om danske residents udstedelser i udlandet.

Den stigende interesse for værdipapirområdet stiller krav om information, der kan bruges til at analysere udviklingen i forskellige værdipapirtyper med hensyn til ejerforhold, udsteders sektortilhørsforhold etc. Den nye statistik vil således bringe detaljerede oplysninger om beholdninger fordelt på papirtype og ejere. Som noget nyt udbygges med en strømstatistik med oplysninger om nettokøb og nettotilgang af værdipapirer fordelt på papirtype og ejere.

Statistikken vil i første omgang dække perioden fra januar 2002. Det er planen på et senere tidspunkt at publicere historiske data tilbage til oktober 1999.

I forhold til den eksisterende værdipapirstatistik offentliggjort af Nationalbanken fremrykkes offentliggørelsen fra 18. til 11. bankdag efter udløb af seneste måned dækket af statistikken.

ÆNDRINGER I TIDSPUNKT FOR OFFENTLIGGØRELSE AF STATISTIK

Samtidig med udbygningen af den finansielle statistik er der gennemført en revision af udgivelseskalenderen for de statistiske publikationer. Det har medført fremrykning i offentliggørelsen af 4 statistikker. Ud over Finansielle betalinger til og fra udlandet og Værdipapirstatistik nævnt ovenfor drejer det sig om:

- Direkte investeringer, der fremover vil udkomme 10. bankdag i februar, maj, august og november, mod hidtil tredjesidste bankdag i førnævnte måneder.
- Danmarks udlandsgæld, der fremover vil udkomme 10. bankdag i marts, juni, september og december, mod hidtil sidste bankdag i førnævnte måneder.

Fremrykningerne er primært begrundet i rationaliseringer i bearbejdningen af de indberetninger, der ligger til grund for statistikkerne.

Tiltrædelseslandene og konvergenskriterierne

Niels Peter Hahnemann, Økonomisk Afdeling, og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Internationalt Kontor

INDLEDNING

På Det Europæiske Råds møde i København i december 2002 lykkedes det at afslutte optagelsesforhandlingerne med 10 lande¹ med henblik på deres optagelse i EU-samarbejdet pr. 1. maj 2004. Herudover fik Bulgarien og Rumænien stillet i udsigt, at de vil kunne blive optaget i EU i 2007. På tidspunktet for indtræden i EU vil disse lande i relation til ØMUen få status som "udelande" og dermed – ligesom de nuværende udelande Danmark, Storbritannien og Sverige – være en del af ØMUen uden at være en del af eurosamarbejdet. De nye medlemslande vil dog være forpligtet til at indføre euroen, når EU-traktatens kriterier for deltagelse, konvergenskriterierne, er opfyldt.²

Konvergenskriterierne for optagelse i eurosamarbejdet har fire hovedelementer. Der kræves sunde offentlige finanser, en høj grad af prisstabilitet målt ved en inflationstakt, som ligger tæt op ad inflationen i de tre EU-lande med den største grad af prisstabilitet, en varig konvergens i form af en begrænset forskel i rentesatser for lange statsobligationer eller tilsvarende papirer i forhold til de tre EU-lande med den største grad af prisstabilitet, samt overholdelse af de normale udsvingsmargener inden for EUs valutakursmekanisme i mindst to år uden alvorlige spændinger.

I denne artikel gøres der en foreløbig status over den økonomiske situation og opfyldelse af konvergenskriterierne i de 10 tiltrædelseslande, som topmødet i København godkendte som nye medlemmer af EU.

¹ Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn. Tiltrædelsestraktaten planlægges underskrevet af de nuværende og kommende EU-lande 16. april 2003. Alle tiltrædelseslandene bortset fra Cypern afholder folkeafstemning om EU-medlemskabet. Malta afholder som det første land afstemning 8. marts 2003.

² Udelandene Danmark og Storbritannien, der har traktatretlige undtagelser fra at deltage i eurosamarbejdet, er ikke forpligtet til at indføre euroen på noget tidspunkt. Sverige har ikke sådanne undtagelser, men skal forud for euromedlemskab overholde de normale udsvingsmargener inden for EUs valutakursmekanisme i mindst to år. Sverige afholder folkeafstemning 14. september 2003.

OVERBLIK OVER TILTRÆDELSESLENDERNES ØKONOMISKE SITUATION

De ti tiltrædende lande har en samlet befolkning på 75 millioner. Deres samlede bruttonationalindkomst, BNI, svarer til lidt under Hollands. Polen er den største økonomi med et BNI lidt mindre end det danske. Tjekkiet og Ungarns økonomier er kun en tredjedel af Polens, mens de øvrige økonomier er meget små. Indkomstniveauet i tiltrædelseslandene ligger som uvejet gennemsnit på kun godt 20 pct. af niveauet i EU, hvis der måles med løbende valutakurser. Prisniveauerne i landene er under halvdelen af EUs. Korrigeres der for forskelle i købekraft, kommer de tiltrædende lande op på godt 40 pct. af indkomstniveauet i EU, jf. tabel 1. Til sammenligning var indkomstniveauet i Grækenland, Portugal og Spanien omkring 60-70 pct. af EU-gennemsnittet (købekraftskorrigeret) ved deres EU-tiltrædelse.

Ud over at være små er de tiltrædende lande meget åbne økonomier. Fx udgør vareeksporten plus -importen 120-130 pct. af BNP i Tjekkiet og Ungarn. Undtagelsen er Polen, hvor eksporten plus importen svarer til 51 pct. af BNP (lidt mindre end fx Danmarks 58 pct.). 66 pct. af de tiltrædende landes samlede vareeksport går til EU, mens kun 4 pct. går til USA.

Den økonomiske vækst i de tiltrædende lande har de sidste 5-7 år gennemsnitligt ligget betydeligt over væksten i EU. Den høje vækst har bl.a. været forårsaget af "catching up" i forhold til indkomstniveauet i EU, effektivitetsgevinster som følge af økonomiske reformer, høje pro-

BEFOLKNING OG INDKOMST, 2000

Tabel 1

	BNI	Indbyggere	BNI pr. capita		PPP-BNI pr. capita		Prisniveau
	Mia.dollar	Millioner	Dollar	pct. af euroomr.	Dollar	pct. af euroomr.	Relativt til US-prisniveau ¹
Cypern	9,4	0,8	12.370	57	20.780	88	...
Estland	4,9	1,4	3.580	17	9.340	40	0,4
Letland	6,9	2,4	2.920	13	7.070	30	0,4
Litauen	10,8	3,6	2.930	14	6.980	30	0,4
Malta	3,6	0,4	9.120	42	16.530	70	...
Polen	161,8	38,6	4.190	19	9.000	38	0,5
Slovakiet	20	5,4	3.700	17	11.040	47	0,3
Slovenien	20	2,0	10.050	46	17.310	73	0,5
Tjekkiet	53,9	10,3	5.250	24	13.780	58	0,4
Ungarn	47,2	10,1	4.710	22	11.990	51	0,4
Danmark	172,2	5,3	32.280	149	27.250	115	1,1
Euroområdet ...	6.604	302,6	21.730	100	23.600	100	0,8

Kilde: The World Bank (2002).

¹ Målt som PPP-omregningsfaktoren (prisen i national valuta på den samme mængde varer og tjenesteydelser, som 1 dollar ville købe i USA) divideret med den gennemsnitlige valutakurs over for dollar.

MAKROØKONOMISKE ÅRSGENNEMSNIT 1995-2002

Tabel 2

	BNP i mængder stigning i pct.	Forbrugerpriser stigning i pct.	Betalingsbalance pct. af BNP	Budget pct. af BNP	Arbejdsløshed pct. ¹
Cypern	4,0	3,0	-4,3	-3,7	3,0
Estland	4,8	11,0	-7,3	-0,9	12,6
Letland	4,7	8,9	-7,2	-2,2	17,0
Litauen	3,9	8,2	-8,7	-3,9	13,2
Malta	3,6	2,7	-8,1	-8,0	5,1
Polen	4,3	12,4	-3,2	-4,3	18,5
Slovakiet	4,3	7,7	-6,9	-3,3	19,2
Slovenien ...	3,9	8,8	-0,9	-1,2	6,4
Tjekkiet	2,3	6,3	-4,4	-3,6	8,1
Ungarn	3,7	14,8	-3,5	-4,8	5,7
EU	2,3	2,1	0,5	-2,0	8,2

Kilde: EBRD (2002), IMF (2002), EU-Kommissionen (2002a).

¹ 2001.

duktivitetstigninger samt stigende markedsandele for landenes eksport. Væksten har været ledsaget af betydelige makroøkonomiske balanceproblemer. Tiltrædelseslandene har høj inflation, som dog er faldet markant gennem de senere år, store underskud på den løbende betalingsbalance, underskud på de offentlige budgetter og en betydelig arbejdsløshed, jf. tabel 2.

Som (meget) små, åbne økonomier med relativt lavt indkomstniveau er EUs importefterspørgsel en vigtig faktor for tiltrædelseslandenes vækst. I de senere år er den indenlandske efterspørgsel dog begyndt at spille en større rolle for den overordnede konjunkturudvikling.

I 2001 blev væksten i EU mere end halveret i forhold til året før, men nedgangen i tiltrædelseslandenes vækst fra 4,1 pct. i 2000 til 2,5 pct. i 2001 blev lidt mere moderat. Årsagen var en stigende indenlandsk efterspørgsel i bl.a. de større af økonomierne understøttet af en lempeligere finanspolitik.

I 2002 faldt væksten i tiltrædelseslandene yderligere lidt til 2,1 pct., men samtidig fortsatte udviklingen i retning af økonomisk-politisk understøtning af efterspørgslen. Tilstrømningen af direkte investeringer fra udlandet, FDI, bidrog dog også til den indenlandske efterspørgsel via de reale investeringer.

I 2003 ventes der højere vækst i tiltrædelseslandene som følge af en forventet opgang i EU-landenes importefterspørgsel. Den seneste vurdering fra EU-Kommissionen lyder på 3,6 pct., jf. tabel 3.

Mens den gennemsnitlige vækst i tiltrædelseslandenes samlede produktion og efterspørgsel siden midten af 1990'erne således har været, og fortsat ventes at være, relativ høj, har den makroøkonomiske udvikling i de enkelte lande været ret forskellig:

UDVIKLING I EFTERSPØRGSEL OG PRODUKTION I TILTRÆDELSESLANDENE, 2000-03, PROCENTVIS STIGNING I MÆNGDER

Tabel 3

	2000	2001	2002	2003
Indenlandsk efterspørgsel	...	1,3	2,4	3,7
Privat forbrug	...	3,0	4,0	3,6
Offentligt forbrug	...	1,1	2,9	2,0
Faste bruttoinvesteringer	...	-1,1	-0,1	4,6
Eksport af varer og tjenester	...	9,6	4,4	7,1
Import af varer og tjenester	...	6,6	4,8	7,0
BNP	4,1	2,5	2,1	3,6
<i>Memo:</i> EUs BNP	3,4	1,5	1,0	2,0

Anm.: 2003 er skøn, 2002 er delvist skønnet.

Kilde: EU-Kommissionen (2002b).

- ♦ *Polen* havde høj vækst fra midten af 1990'erne, men kom i 2001-02 ind i en periode med økonomisk stagnation. Stagnationen var primært forårsaget af indenlandske årsager, herunder pengepolitisk stramning og "crowding out" fra en løs finanspolitik. De seneste indikatorer for Polen peger på en opgang i den indenlandske efterspørgsel understøttet af en lempeligere pengepolitik.
- ♦ *Tjekkiet* havde høj vækst fra midten af 1990'erne, indtil det i 1997-98 kom ind i økonomisk recession på grund af en indenlandsk bankkrise. Siden 2000 er Tjekkiet igen kommet op på pæne vækstrater understøttet af en lempelig finanspolitik.
- ♦ *Ungarn* havde relativ lav vækst fra midten af 1990'erne afløst af vedvarende høj vækst siden 1997 drevet af en relativ stærkt stigende eksport. Ungarn måtte i 2001-02 notere mere afdæmpet vækst samtidig med, at finanspolitikken blev ekspansiv.
- ♦ *De baltiske lande* og *Slovakiet* havde høj vækst fra midten af 1990'erne, men disse fire lande blev alle ramt relativ hårdt af efterdønningerne af krisen i Rusland i 1998, for Slovakiets vedkommende i form af en valutakrise. De er kun i mindre grad blevet ramt af den europæiske økonomiske afmatning i 2002. Landene skiller sig ud ved store og i de senere år stigende underskud på den løbende betalingsbalance.
- ♦ *Slovenien* har haft vedvarende stabil og høj vækst siden midten af 1990'erne. Landet skiller sig ud ved lave betalingsbalance- og budgetunderskud. I 2001-02 substituerede Slovenien den aftagende importefterspørgsel fra EU med stigende eksport til Rusland, Kroatien mfl. og kunne således opretholde en pæn, men dog aftagende BNP-vækst.
- ♦ *Malta* og til dels *Cypern* har haft meget hurtigt voksende økonomier gennem det meste af 1990'erne. Turistindtægter udgør en

betydelig del af disse to landes BNP, og begge blev ramt af lavere turistindtægter efter begivenhederne i USA 11. september 2001.

Tiltrædelseslandenes samlede underskud på betalingsbalancens løbende poster har i de senere år ligget omkring 4-5 pct. af BNP. Det må i international sammenhæng betegnes som højt, og for enkelte af landene er der tale om underskud helt op mod 10 pct. af BNP. Underskuddene afspejler dog delvist et højt investeringsniveau. Til trods for, at BNP-væksten i de senere år er mere drevet af indenlandsk efterspørgsel, er der ikke tegn på yderligere forøgelse af det samlede betalingsbalanceunderskud.

De store betalingsbalanceunderskud har ikke givet anledning til generel uro omkring tiltrædelseslandene på de finansielle markeder, hvilket bl.a. hænger sammen med, at de i betydende grad finansieres af direkte investeringer fra udlandet (FDI). Indadgående FDI dækker i flere af landene halvdelen eller mere af det løbende betalingsbalanceunderskud. Indstrømningen af FDI hænger sammen med landenes igangværende privatiseringsprogrammer samt udsigterne til medlemskab af EU, som også i sig selv har virket stabiliserende for nogle af landenes finansieringsforhold, bl.a. i form af en lavere rente.

Alt i alt viser udviklingen i de sidste 5-7 år, at tiltrædelseslandene, til trods for betydelige makroøkonomiske balanceproblemer, har været i stand til at fastholde en relativ lang periode med høj vækst. Dette gælder især forekomsten af vedvarende og store, i visse tilfælde endog meget store, løbende betalingsbalanceunderskud, der ikke har voldt samme problemer, som man har set for mange emerging market økonomier i andre dele af verden.

VALUTAKURSKRITERIET

Ved indtræden i EU vil de nye medlemslande have frie rammer for valg af valutakursregime. Det eneste krav vedrørende valutakurser i forbindelse med EU-medlemskab er, at disse skal behandles som værende af fælles interesse.

Som beskrevet er et af konvergenskriterierne for optagelse i euro-samarbejdet, at valutakursen har overholdt de normale udsvingsmargener inden for EUs valutakursmekanisme uden alvorlige spændinger i mindst to år forud for beslutningen om optagelse i euroen.¹ Især må valutakursen i denne periode ikke være blevet devalueret på landets

¹ Den hidtidige praksis omkring tidspunktet for bedømmelse af et EU-medlemslands egnethed til optagelse i eurosamarbejdet har været, at ønske om en indtræden 1. januar er blevet behandlet ca. et halvt år før.

eget initiativ. Siden 1. januar 1999 har EUs nuværende valutakursmekanisme, ERM2, udgjort rammen for vurdering af opfyldelsen af valutakurskriteriet. Hovedelementerne i ERM2 er, at der for de deltagende valutaer fastsættes en fast, men justerbar centralkurs, omkring hvilken markedskursen kan svinge med ± 15 pct. Lande med en god konvergenssituation kan søge en aftale om et snævrere udsvingsbånd.¹

Kravet om to års deltagelse i valutakursmekanismen er den formelle årsag til, at de nye medlemslande er udelukket fra at indtræde i euro-samarbejdet straks ved deres indtræden i EU. Mens udsvingsmargenen i ERM2 som standard er på ± 15 pct. i forhold til centralkursen, har EU-Kommissionen i tidligere konvergensvurderinger tilkendegivet, at vurdering af en valutas stabilitet (om der har været alvorlige spændinger) som udgangspunktet vil skulle foretages på grundlag af, om valutakursen har bevæget sig inden for et snævrere område. Større udsving er dog ikke nødvendigvis udtryk for alvorlige spændinger. Således må der fx skelnes mellem en styrkelse og en svækkelse af valutakursen i forhold til centralkursen og omstændighederne i forbindelse hermed.

ERM2 er et fleksibelt arrangement, hvor det i princippet vil være muligt at deltage med et currency board², hvis det vurderes at fungere hensigtsmæssigt. Det er dog et krav, at der opnås enighed om centralkursen. Ecofin-Rådet har tilkendegivet, at valutakursregimer baseret på andre valutaer end euro ligesom flydende kurser og crawling pegs er uforenelige med medlemskab af ERM2. Ensidig indførelse af euroen gennem såkaldt euroisering er efter Ecofin-Rådets opfattelse heller ikke i overensstemmelse med den underliggende tankegang bag traktatens ØMU-bestemmelser.

En række af tiltrædelseslandene har udtrykt ønske om at indtræde i ERM2 så hurtigt som muligt efter optagelsen i EU. På nuværende tidspunkt har landene en række forskellige valutakursarrangementer dækkende hele spektret fra helt faste til frit flydende kurser, jf. tabel 4.

Estland og Litauen har et currency board knyttet til euroen. Letland og Malta fører en fastkurspolitik over for en kurv af valutaer med et snævert udsvingsbånd. Cypern har unilateralt indført et "skygge" ERM2-arrangement med en officiel annonceret centralkurs og et udsvingsbånd på ± 15 pct., hvilket også er tilfældet i Ungarn. I Ungarn er valutakursarrangementet dog kombineret med en inflationsmålsætning. Slovakiet og Slovenien benytter styret flydning, mens Polen og Tjekkiet opererer med flydende valutakursarrangementer. Flere lande

¹ Danmark deltager i ERM2 valutakursmekanismen og har indgået en aftale om et snævert udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. i forhold til centralkursen på 746,038 kr. pr. 100 euro.

² Deltagelse i ERM2 med et currency board vil udgøre en ensidig forpligtelse fra det pågældende lands side, der ikke giver ECB andre forpligtelser end dem, der er specificeret i den nugældende ERM2-aftale. For en nærmere beskrivelse af currency boards henvises til Bie og Hahnmann (2000).

TILTRÆDELSESLENDENES PENGEPOLITISKE STRATEGIER OG
VALUTAKURSREGIMER

Tabel 4

	Valutakursordning ¹	Valuta	Karakteristika
<i>Currency board</i>			
Estland	Eurobaseret currency board	Kroon	Indført i 1992
Litauen	Eurobaseret currency board	Litas	Indført i 1994. Tilknytning ændredes i februar 2002 fra amerikanske dollar til euro
<i>Traditionel fast tilknytning</i>			
Letland	Tilknytning til SDR	Lats	Udsvingsbånd +/- 1 pct.
Malta	Tilknytning til en kurv	Lira	Valutakurv (euro, dollar, pund): udsvingsbånd +/- 0,25
<i>Unilateral efterligning af ERM2</i>			
Cypern	Tilknytning til euro med udsvingsbånd +/- 15 pct.	Pund	
Ungarn	Tilknytning til euro med udsvingsbånd +/- 15 pct.	Forint	Valutakursordning kombineret med inflationsmål: 2,5-4,5 pct. ultimo 2003
<i>Styret flydning</i>			
Slovakiet	Styret flydning	Koruna	
Slovenien	Styret flydning	Tolar	Monetært mål: Euroen anvendes uformelt som referencevaluta
<i>Uafhængig flydning</i>			
Tjekkiet	Fri flydning	Koruna	Inflationsmål: 2-4 pct. ultimo 2005
Polen	Fri flydning	Zloty	Inflationsmål: 2-4 pct. ultimo 2003

Kilde: ECB månedsoversigt Juli 2002.

¹ IMF's klassifikation.

vil således have mulighed for at fortsætte i ERM2 med valutakursarrangementer, der ligner de nuværende, mens fx Letland og Malta skal skifte tilknytningen af deres fastkurssystem til euro, og fx Tjekkiet og Polen må gøre sig overvejelser om et regimeskift ved optagelse i ERM2.

OFFENTLIGE FINANSER

Kriteriet vedrørende holdbare offentlige finanser fastsætter, at det offentlige budgetunderskud højst må være 3 pct. af BNP og den offentlige bruttogæld højst 60 pct. af BNP. Overskridelse af referenceværdien for budgetunderskud på 3 pct. af BNP kan dog tolereres ved usædvanlige og midlertidige omstændigheder, ligesom overskridelse af referenceværdien for den offentlige bruttogæld på 60 pct. af BNP kan tolereres, hvis gælden mindskes tilstrækkeligt og med en tilfredsstillende hastighed.

Trods betydelige budgetmæssige udfordringer i forbindelse med overgangen fra plan- til markedsøkonomi, er det alligevel i flere af tiltrædelseslandene lykkedes at fastholde en forholdsvis stram finanspolitik igennem de senere år, jf. tabel 5. Det har bidraget til den makroøkonomiske stabilitet. I landene med store underskud var der frem til

OFFENTLIG BUDGETSALDO I TILTRÆDELSESLANDENE								Tabel 5
Pct. af BNP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cypern	-4,9	-4,5	-3,1	-3,0	-2,6	-1,9	-0,6	-0,3
Estland	-0,4	-4,0	-0,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Letland	-0,7	-5,3	-2,7	-1,6	-1,8	-2,5	-2,2	-2,0
Litauen	-3,1	-5,6	-2,7	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5
Malta	-10,8	-8,3	-7,0	-7,0	-5,2	-4,6	-3,9	-3,1
Polen	-2,3	-1,5	-1,8	-3,5	-4,1	-3,6	-3,3	-2,2
Slovakiet	-4,7	-6,4	-12,7	-5,4	-4,6	-4,1	-3,1	-2,6
Slovenien	-2,3	-2,2	-3,2	-2,5	-1,8	-1,3	-1,0	-0,8
Tjekkiet	-4,5	-3,2	-3,3	-5,0	-6,4	-6,0	-5,7	-5,5
Ungarn	-8,0	-5,3	-3,0	-4,1	-5,7	-4,5	-3,0	-2,5
Euroområdet	-2,2	-1,3	0,1	-1,5	-2,3	-2,1	-1,8	-

Kilde: For kandidatlandene er tallene for 1997-2000 fra EU-Kommissionen (2002d), 2001-05 er fra landenes nationale økonomiske programmer, de såkaldte Pre-accession Economic Programmes 2002. 2001 er foreløbige tal, mens 2002-05 er fremskrivninger. For euroområdet er benyttet EU-Kommissionen (2002a).

2000 en betydelig konvergens i de offentlige underskud i retning af EU-traktatens referenceværdi på 3 pct. af BNP. I 2001-02 har en svagere økonomisk vækst, og også specifikke årsager i flere af landene, medvirket til at bremse en fortsat budgetkonsolidering. Underskuddene er derfor i de større lande, Ungarn, Tjekkiet, Slovakiet og Polen, fortsat betydelige.

Ifølge landenes nationale økonomiske programmer, de såkaldte Pre-accession Economic Programmes, planlægger alle lande bortset fra Tjekkiet og Malta at nedbringe de offentlige budgetunderskud til under 3 pct. af BNP i 2005. De fleste lande forventer, at budgetkonsolideringen frem til 2005 fortrinsvis vil ske gennem reduktion af de løbende udgifter. De offentlige investeringer ventes at være stabile i lyset af behovet for fortsat modernisering og udvidelse af den offentlige infrastruktur.

Størrelsen af den offentlige gæld varierer mellem tiltrædelseslandene, men er lav sammenlignet med landene i euroområdet, jf. tabel 6.

Den lave offentlige gæld er primært et resultat af relativ beskeden gæld forud for overgangen til markedsøkonomi, en høj vækst, betydelige indtægter fra privatiseringer og for flere landes vedkommende begrænsede offentlige budgetunderskud. Kun Malta har en offentlig gæld, som overstiger EU-traktatens referenceværdi på 60 pct. af BNP.

De historiske erfaringer fra de nuværende eurolandes forberedelser til deltagelse i eurosamarbejdet viser, at en forholdsvis hurtig budgetkonsolidering er mulig. Næsten ingen af disse lande overholdt i 1995 budgetkriteriet for de offentlige finanser, men alle, bortset fra Grækenland, gjorde det i 1997 forud for bedømmelsen af den økonomiske konvergens i marts 1998. En stor del af reduktionen i budgetunderskuddet

OFFENTLIG GÆLD I TILTRÆDELSESLANDENE								Tabel 6
Pct. af BNP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cypern	55,7	57,0	54,8	54,6	55,9	53,9	52,4	51,2
Estland	6,0	6,5	5,1	4,8	4,4	4,2	3,9	3,7
Letland	10,6	13,7	13,9	15,9	16,8	18,0	18,6	18,0
Litauen	17,1	23,0	24,0	23,1	23,6	23,6	23,4	23,1
Malta	64,9	59,9	60,7	65,3	64,9	62,9	62,8	61,1
Polen	41,6	42,7	38,7	38,7	43,3	45,2	46,0	45,6
Slovakiet	28,9	40,2	45,2	43,0	39,3	38,9	38,8	38,1
Slovenien	25,1	26,4	27,6	27,5	27,9	26,1	25,2	24,4
Tjekkiet	13,7	14,4	16,7	23,6	25,6	27,8	31,3	34,7
Ungarn	61,9	61,0	55,4	53,0	52,9	52,4	51,4	50,0
Euroområdet	73,7	72,5	70,1	69,3	69,6	69,1	68,2	-

Anm.: I princippet er der anvendt ESA95 nationalregnskabsstandard.

Kilde: For kandidatlandene er tallene for 1997-2000 fra EU-Kommissionen (2002d), for 2001-05 fra landenes Pre-accession Economic Programmes 2002. 2001 er foreløbige tal, mens 2002-05 er fremskrivninger. For euroområdet er benyttet EU-Kommissionen (2002a), hvor 2002-04 er fremskrivninger.

kan dog henføres til faldende renteudgifter som følge af et kraftigt rentefald i mange af disse lande. Tiltrædelseslandene vil ikke kunne forlade sig på et lignende kraftigt fald i renteudgifterne som følge af en langt lavere offentlig gæld.

PRISUDVIKLINGEN

For at deltage i eurosamarbejdet er det et krav, at prisudviklingen er stabil. Den gennemsnitlige inflationstakt må i en periode på et år forud for bedømmelsen af egnethed til deltagelse i eurosamarbejdet ikke overstige inflationstakten i de højst tre EU-lande med den laveste inflationstakt med mere end 1,5 procentpoint.

Tiltrædelseslandene har gjort store fremskridt med at nedbringe inflationen til et moderat niveau, ligesom forskellen mellem landene er blevet mindre. Alle lande havde i 2001 en encifret inflationstakt, hvilket også ventes at være tilfældet for 2002, jf. tabel 7.

Inflationen er dog i hovedparten af landene fortsat en hel del højere end i euroområdet. Forskellene i inflationstakter kan bl.a. tilskrives den igangværende prisliberalisering i tiltrædelseslandene, indeksering af de nominelle lønstigningstakter og høje inflationsforventninger. Den såkaldte Balassa-Samuelson effekt¹ betyder endvidere, at der i lande med højere produktivitetsvækst vil være en tendens til højere inflation, så-

¹ Balassa-Samuelson effekten opstår, hvis produktivitetsstigningen i sektoren for handlede varer er større end i sektoren for ikke-handlede varer, hvilket sædvanligvis er tilfældet. Produktivitetsstigningerne i sektoren for handlede varer medfører normalt et højere lønniveau i sektoren og, via arbejdskraftens mobilitet, til en tilsvarende lønfremgang i sektoren for ikke-handlede varer. Da sidstnævnte stigning ikke modsvares af en tilsvarende produktivitetsstigning, stiger omkostninger og priser i sektoren for ikke-handlede varer. Det presser det generelle prisniveau op.

INFLATION I TILTRÆDELSESLANDENE								Tabel 7
Pct.	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cypern	2,2	1,6	4,1	2,0	2,0	2,0	3,9	3,4
Estland	8,2	3,3	4,0	5,7	4,3	3,5	4,2	3,5
Letland	4,7	2,4	2,7	2,5	2,6	3,0	3,0	3,0
Litauen	5,1	0,8	1,0	1,2	2,6	3,0	3,0	3,0
Malta	2,4	2,1	2,4	2,9	2,5	2,3	2,3	2,4
Polen	11,7	7,3	10,1	5,5	2,5	3,0	3,0	3,1
Slovakiet	6,7	10,6	12,0	7,3	4,0	6,4	5,5	4,5
Slovenien	8,6	6,6	10,8	9,4	7,0	5,1	4,6	4,6
Tjekkiet	10,6	2,1	3,9	4,7	4,3	3,5	4,2	3,5
Ungarn	14,2	10,0	9,8	9,2	5,5	5,0	4,0	3,0
Euroområdet	1,2	1,1	2,4	2,5	2,3	2,0	1,8	-

Anm.: For tiltrædelseslandene er anvendt forbrugerprisindekset. For Euroområdet er anvendt det harmoniserede prisindeks (HICP). For tiltrædelseslandene er der for 2002-05 benyttet fremskrivningerne i de nationale økonomiske programmer, de såkaldte Pre-accession Programmes. For Euroområdet er EU-Kommissionens fremskrivninger for 2002-04 benyttet.

Kilde: Nationale Pre-accession Programmes, ECB (2002) og EU-Kommissionen (2002a).

fremt der er en høj grad af arbejdskraftmobilitet mellem de forskellige sektorer i økonomien. Denne effekt er et ligevægtsfænomen og ikke et resultat af makroøkonomiske ubalancer eller upassende økonomisk politik. Mens der er konsensus om, at en del af den højere inflation i tiltrædelseslandene kan tilskrives Balassa-Samuelson effekten, så er størrelsen af effekten imidlertid omdiskuteret. Den tyske Forbundsbank skønner, at der er tale om en størrelsesorden på 1-3 procentpoint.¹

Balassa-Samuelson effekten har som konsekvens, at der vil skulle ske en appreciering af de reale valutakurser² i tiltrædelseslandene. Det kan ske enten via en højere inflationstakt og/eller gennem en appreciering af den nominelle valutakurs. En længerevarende periode med real appreciering kan indebære en potentiel konflikt mellem ønsket om faste kurser samtidig med ønsket om en lav inflation, og dermed skabe et potentielt dilemma i relation til fastholdelse af centralkursen i ERM2 på den ene side og inflationskravet på den anden side. En revaluering af den nominelle centralkurs inden for EUs valutakursmekanisme ERM2 tolkes dog ikke som "alvorlige spændinger", jf. revalueringer forud for Irlands og Grækenlands deltagelse i eurosamarbejdet.

Selv om tiltrædelseslandene har vanskeligheder med at nedbringe inflationen fra et moderat til et lavt niveau, viser erfaringerne fra de nuværende EU-landes indtræden i euroen, at det er muligt at nedbringe inflationen tilstrækkeligt.

¹ Deutsche Bundesbank (2002).

² Den reale valutakurs kan defineres som forholdet mellem prisniveauerne i ind- og udland målt i samme valuta. Hvis et lands prisniveau eksempelvis stiger relativt meget, apprecierer den reale valutakurs.

RENTEN

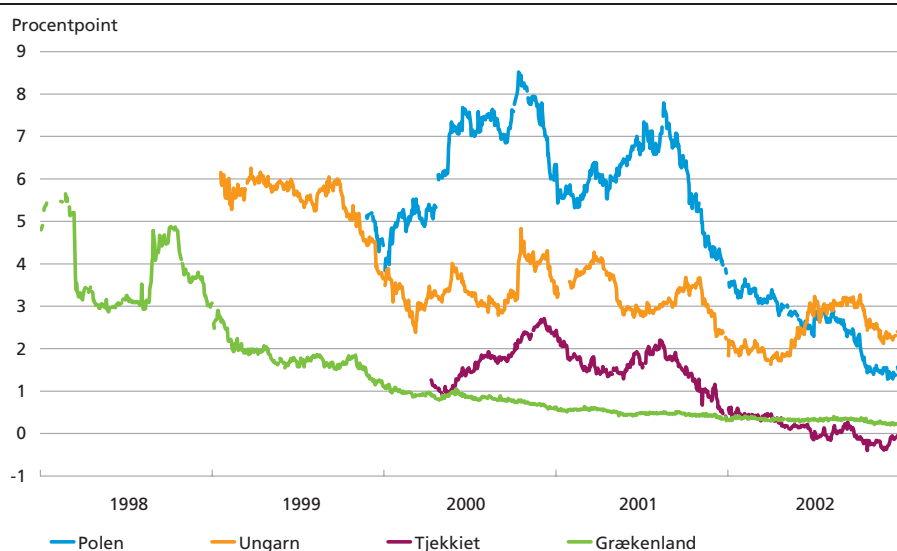
For at sikre, at den opnåede økonomiske konvergens er af varig karakter, og også bedømmes sådan af de finansielle markeder, stilles der i EU-traktaten krav om, at der har været en konvergens i den langfristede statsobligationsrente. Konvergenzkriteriet vedrørende renten kræver, at den lange rente i en periode på et år forud for bedømmelsen af egnethed til deltagelse i eurosamarbejdet ikke har oversteget den tilsvarende rentesats i de højst tre EU-lande med lavest inflation med mere end to procentpoint.

Selv om tiltrædelseslandenes finansielle sektorer har gennemgået store ændringer i løbet af de sidste 10 år, må de dog stadig betragtes som underudviklede sammenlignet med modne markedsøkonomier. Kapitalmarkederne er ofte præget af begrænset likviditet og markedsaktivitet. Det er derfor for tidligt at vurdere rentekonvergens i en række lande.

I de største tiltrædelseslande, Polen, Ungarn og Tjekkiet, har der igen 2001 og 2002 været tydelige tegn på en konvergens i den 10-årige statsobligationsrente til niveauet i euroområdet, jf. figur 1. I Tjekkiet har renten i 2. halvår 2002 endda ligget under renten i euroområdet. Under valutakurssystemet med flydende kurser i Polen og Tjekkiet og "skygge" ERM2-arrangementet i Ungarn med et udsvingsbånd på +/- 15 pct. omkring centralkursen har der været en tendens til valutaappre-

10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 1



Kilde: EcoWin.

ciering. Fra midten af 2002 er tendensen dog vendt i Polen og i mindre grad i Tjekkiet, og fra januar 2003 også i Ungarn.

Sammenlignet med etårsperioden fra april 1999 til marts 2000, som lå til grund for bedømmelse af den græske rentekonvergens forud for indtrædelsen i eurosamarbejdet pr. 1. januar 2001, er renten i Polen, Ungarn og Tjekkiet allerede nu på et tilsvarende niveau.

De græske erfaringer illustrerer, sammen med tilsvarende erfaringer fra Italien, Spanien og Portugal, at der med udsigt til konvergens inden for de øvrige kriterier, og dermed opfyldelse af kravene til deltagelse i eurosamarbejdet, hurtigt vil kunne ske en konvergens i de langfristede rentesatser.

AFSLUTNING

De 10 tiltrædelseslande, som ventes optaget i EU-samarbejdet pr. 1. maj 2004, vil være forpligtet til at arbejde hen mod deltagelse i eurosamarbejdet. Flere af landene har udtrykt ønske om at indføre euroen så hurtigt som muligt efter indtræden i EU-samarbejdet. Det forudsætter, at EU-traktatens nominelle konvergenskriterier opfyldes. Det er usikkert, hvor lang tid det vil tage, før konvergenskriterierne er opfyldt, og det er derfor for tidligt at vurdere, hvornår euroen kan indføres i tiltrædelseslandene. Flertallet af lande har allerede gjort fremskridt hen mod opfyldelse af konvergenskriterierne. Som konvergenskriterierne er formuleret, kan tiltrædelseslandene dog tidligst i 2006 blive underkastet en formel vurdering med henblik på optagelse i euroområdet.

Med indkomstniveauer langt under EU-gennemsnittet vil tiltrædelseslandene fortsat have behov for betydelig realøkonomisk konvergens. Realøkonomisk konvergens opnås først og fremmest gennem økonomiske reformer resulterende i vedvarende høj økonomisk vækst, et bedre trade-off mellem arbejdsløshed og inflation og et lavere strukturelt budgetunderskud. I forvejen har landene makroøkonomiske balanceproblemer, og i de seneste par år har de fået problemer med at fastholde væksten i deres indkomster. Det lægger pres på stabiliseringspolitikken i flere af tiltrædelseslandene, herunder især finanspolitikken. Denne udvikling viser, at kortsigtede konjunkturudsving hurtigt kan skabe problemer for en i forvejen vanskelig konvergensproces.

Det må derfor vurderes, at der i første række vil blive stillet store krav til tiltrædelseslandenes makroøkonomiske stabiliseringspolitik som betingelse for, sammen med videreførelse af de økonomiske reformer, at fortsætte landenes realøkonomiske konvergensproces. Dette handler om at føre den rette valutakurs-, penge- og finanspolitik. En gradvis proces hen imod opfyldelse af de konvergenskriterier, som kræves for

at landene kan deltage i euroen, vil komme i anden række og sandsynligvis ligge et stykke ude i fremtiden. Makroøkonomisk stabilitet skal gå forud for indtræden i ERM2.

LITTERATUR

Bie, Ulrik og Niels Peter Hahnemann (2000), Currency Boards, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

Deutsche Bundesbank (2001), *Monthly Report October 2001*, Frankfurt.

ECB (2002), Eurosystemets dialog med EU-tiltrædelseslandene, *Månedsoversigt*, juli 2002, Frankfurt.

EU-Kommissionen (2002a), Economic Forecasts Autumn 2002, *European Economy* No. 5, November 2002, Bruxelles.

EU-Kommissionen (2002b), Economic Forecasts for the Candidate Countries Autumn 2002, *European Economy Enlargement Papers* No. 12, November 2002, Bruxelles.

EU-Kommissionen (2002c), Evaluation of the 2002 pre-accession economic programmes of candidate countries, *European Economy Enlargement Papers* No. 14, November 2002, Bruxelles.

EU-Kommissionen (2002d), Main results of the April 2002 fiscal notifications presented by the candidate countries, *European Economy Enlargement Papers* No. 12, November 2002, Bruxelles.

EU-Kommissionen (2002e), The EU Economy 2002 Review, *European Economy* No. 6, December 2002, Bruxelles.

European Bank for Reconstruction and Development (2002), *Transition Report 2002*, London.

IMF (2002), *World Economic Outlook*, September 2002, Washington, D.C.

The World Bank (2002), *World Development Indicators 2002*, Washington, D.C.

Ratings i 2002

Thomas Enevoldsen og Ole Bøgemark, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Mange udenlandske storbanker fik i 2002 nedjusteret deres ratings af kreditvurderingsbureauerne. Baggrunden er især den internationale konjunkturudvikling med lave vækstrater, der har ført til større risiko for tab på bankernes udlån. Det negative finansielle klima har herudover mindsket bankernes indtjening på investeringsbankaktiviteter. Det skyldes primært mindre efterspørgsel efter markedsrelaterede bankforretninger såsom virksomhedsfusioner og -opkøb samt større kapitalmarkedstransaktioner. Hertil kommer, at bankerne har haft tab i forbindelse med store virksomhedskonkurser. Ratingbureauerne vurderer dog fortsat hovedparten af bankerne som solide og med stabile ratingudsigter med en række tyske og japanske banker som undtagelsen.

Nationalbanken anvender i stort omfang udenlandske banker ved investering af valutareserven og som gældsforvalter for staten. Bankerne modtager indskud fra Nationalbanken, deltager ved udstedelsen af udenlandske statslån og fungerer som modparter for staten i swapkontrakter.

Nationalbanken lægger vægt på kun at have solide modparter med en høj kreditværdighed. Ved vurderingen af modparternes kreditværdighed tages der udgangspunkt i ratings fra de tre store kreditvurderingsbureauer Fitch, Moody's og Standard & Poor's.

KREDITVURDERINGSBUREAUERNES RATINGS

De tre store ratingbureauer – Fitch, Moody's og Standard & Poor's – anvender alle sammenlignelige ratingskalaer kaldet *long term ratings*¹. Ratingskalaen starter ved AAA/Aaa som den fineste rating og slutter ved C som den dårligste, jf. boks 1. En tildelt rating udtrykker ratingbu-

¹ For en beskrivelse af kreditvurderingsbureauernes ratings henvises til Kristian Sparre Andersen og Anders Matzen, Anvendelsen af kreditvurderingsbureauers ratings på de europæiske kapitalmarkeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1998.

SUMMARISK OVERSICHT OVER RATINGBUREAUERNES RATINGKATEGORIER

Boks 1

Ratings fra de tre store kreditvurderingsbureauer Fitch, Moody's og Standard & Poor's har til formål at klassificere låntagere efter kreditværdighed. Alle tre ratingbureauer anvender for deres såkaldte long term ratings en overordnet bogstavskala fra A til C, hvor A klassen er den højeste. Inden for hver enkelt bogstavkategori kan kreditkvaliteten angives mere nøjagtigt ved at fordoble eller tredoble antallet af bogstaver. Som en yderligere angivelse af kreditkvaliteten tildeler Moody's et 1, 2 eller 3-tal, mens Fitch og Standard & Poor's tildeler et plus eller minus, fx Aa3 eller AA-.

INVESTERINGSEGNEDE GRADER AF RATINGS

AAA/Aaa er den højeste rating og tildeles kun til låntagere med en ekstremt stærk betalingsevne.

AA/Aa tildeles låntagere med en meget stærk betalingsevne og adskiller sig kun marginalt fra AAA/Aaa.

A tildeles låntagere med en stærk betalingsevne, men hvor eksponeringen over for en forandring i den økonomiske situation er større.

BBB/Baa tildeles låntagere med en tilstrækkelig betalingsevne, men hvor en forandret økonomisk situation må forventes at kunne føre til en svækket betalingsevne.

SPEKULATIVE GRADER AF RATINGS

BB/Ba tildeles låntagere, hvis betalingsevne på kort sigt er mindre udsat end andre lavere ratede låntagere. Der er dog tale om større usikkerheder og eksponering over for forretningsmæssige, økonomiske eller finansielle omstændigheder, der vil kunne føre til manglende betalingsevne.

B tildeles låntagere hvis betalingsevne på kort sigt er mere udsat end BB/Ba ratede låntagere. En uheldig forretningsmæssig, økonomisk eller finansiell udvikling må forventes at føre til manglende betalingsevne.

CCC/Caa, CC/Ca og C/C: En rating i C-klassen betyder, at låntageren er meget udsat og afhængig af gunstige forretningsmæssige, økonomiske eller finansielle forhold for at kunne opretholde betalingsevnen.

reauets vurdering af udsigten til, at indgåede betalingsforpligtelser vil blive overholdt til tiden. Det har – som man ville forvente – vist sig, at institutioner med en høj rating har en mindre sandsynlighed for at få betalingsproblemer end institutioner med en lav rating. Ratingbureauerne tildeler ratings til en lang række enheder som lande, finansielle institutioner, virksomheder og specifikke udstedelser. Statens linesty- ring for swapmodparter samt Nationalbankens lines for obligationsinve- steringer er baseret på long term ratings.

Ud over long term ratings har ratingbureauerne udviklet specialisere- de ratings, der er tilpasset særlige forhold for de vurderede enheder. Fx har Fitch med sin særlige ekspertise inden for kreditvurdering af banker udviklet de såkaldte *Fitch bankratings*. Fitch bankratings tager højde for, at banker i en konkurssituation i et varierende omfang kan forvente

RATINGS FOR UDVALGTE UDENLANDSKE STORBANKER ULTIMO JANUAR 2003

Tabel 1

Bank	Fitch	Standard & Poor's	Moody's
<i>USA</i>			
Bank of America	AA	AA-	Aa2
Citigroup	AA+	AA-	Aa1
JP Morgan Chase Bank	A+	AA-	Aa3
Morgan Stanley	AA-	A+	Aa3
Goldman Sachs Group	AA-	A+	Aa3
<i>Tyskland</i>			
Deutsche Bank	AA-	AA-	Aa3
Commerzbank	A-	A-	A2
Dresdner Bank	A+	A+	Aa3
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	A	A-	A3
<i>Storbritannien</i>			
Lloyds TSB Bank	AA+	AA	Aaa
Barclays Bank	AA+	AA	Aa1
Abbey National	AA-	AA-	Aa2
Royal Bank of Scotland	AA	AA-	Aa1
HSBC Bank	AA	AA-	Aa2
<i>Frankrig</i>			
BNP Paribas	AA	AA-	Aa2
Credit Agricole	AA+	AA	Aa1
Credit Lyonnais	A	A	A1
Societe Generale	AA	AA-	Aa3
<i>Italien</i>			
IntesaBci	A+	A-	A1
UniCredito Italiano	AA-	AA-	Aa2
Sanpaolo IMI	AA-	A+	Aa3
<i>Spanien</i>			
Banco Santander Central Hispano	A+	A	A1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	AA-	AA-	Aa2
<i>Holland</i>			
ABN AMRO Bank	AA-	AA-	Aa3
ING Bank	AA-	AA-	Aa2
Rabobank	AA+	AAA	Aaa
<i>Norden</i>			
Danske Bank	AA-	AA-	Aa2
Nordea	AA-	A+	Aa3
Skandinaviska Enskilda Bank (SEB)	A+	A-	A1
FöreningsSparBanken (Swedbank)	A+	A	Aa3
<i>Schweiz</i>			
UBS	AAA	AA+	Aa2
Credit Suisse	AA-	A+	Aa3
<i>Japan</i>			
Sumitomo Mitsui Banking Corp.	BBB+	BBB	A3
Bank of Tokyo-Mitsubishi	A-	BBB+	A2
UFJ Bank	BBB+	BBB	A3

Anm.: Ratingændringer i 2002 og januar 2003 er angivet med pile. Hver pil angiver en justering på ét niveau, fx fra AAA til AA+.

Kilde: Long term ratings fra Fitch, Moody's og Standard & Poor's.

støtte fra staten eller fra aktionærer. Fitch tildeler derfor dels en rating for sandsynligheden for at banken får problemer, dels en rating for sandsynligheden for ekstern støtte, givet at der opstår problemer. Nationalbankens linestyling af indskud hos bankmodparter er baseret på Fitchs bankratings. Fitchs bankratings har ikke et sammenligneligt modstykke hos de to øvrige store ratingbureauer, Moody's og Standard & Poor's. Der fokuseres derfor på long term ratings i resten af artiklen.

RATINGÆNDRINGER I 2002

I tabel 1 er vist ratings for udvalgte udenlandske storbanker. Ratingændringer siden januar 2002 er vist med pile. Af de 35 banker fik over 40 pct. nedjusteret deres ratings hos de tre store ratingbureauer, mens kun seks banker fik opjusteret ratings.

Der kan gives flere forklaringer på de mange nedgraderinger:

- *Konjunkturudviklingen* har i 2002 været præget af lave vækstrater i USA, Europa og Japan. Det har ført til en større risiko for tab på bankernes udlån og øget fokus på bankernes kreditværdighed.
- *Investeringsbankaktiviteterne* medvirkede generelt til faldende indtjening som følge af mindre efterspørgsel efter markedsrelaterede bankforretninger såsom virksomhedsfusioner og -opkøb samt større kapitalmarkedstransaktioner.
- *Regnskabsskandalerne* i USA for en række store selskaber som energiselskabet Enron og teleselskabet WorldCom førte til øget fokus på en række bankers rolle ved tilsøringen af selskabernes gæld.

Aktiekurserne er for en række af bankerne faldet betydeligt, jf. figur 1, hvor kursudviklingen er vist for JP Morgan Chase Bank, Commerzbank og Credit Suisse.

Den lavere kreditværdighed for bankerne indebærer, at deres låneomkostninger er steget, jf. figur 2, hvor kreditspændet er vist for finansielle virksomheders amerikanske udstedelser i forskellige ratingkategorier. Kreditspændet er vist som forskellen mellem renter for de finansielle virksomheders obligationer og statsobligationer. Banker med en lavere rating betaler en præmie i form af et større kreditspænd.

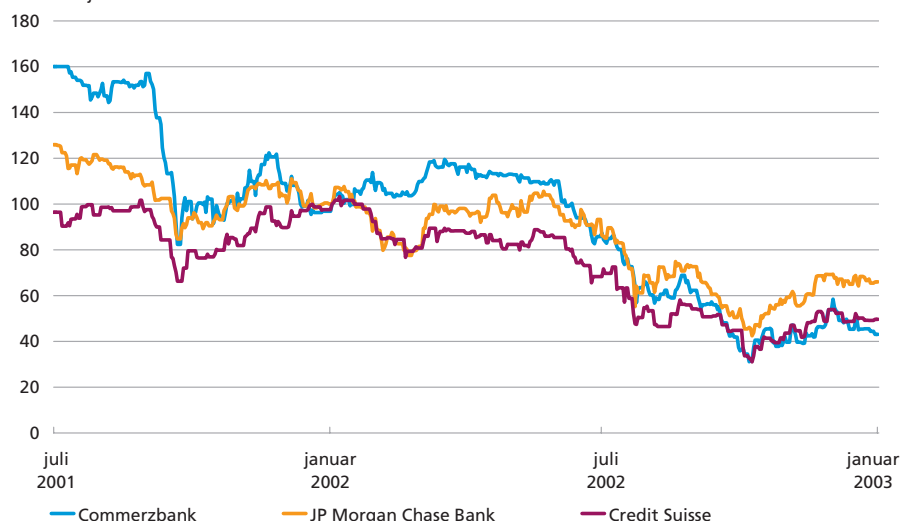
Kreditspændet steg i første halvdel af 2002 og frem til oktober. Udviklingen med stigende kreditspænd betyder, at også de banker, der ikke fik nedjusteret rating, oplevede stigende låneomkostninger.

Da kreditspændet i oktober toppede var spændet for AA ratede finansielle virksomheder endog højere end for A ratede industrivirksomheder. Det afspejler, at kapitalmarkederne i stort omfang skelner mellem for-

AKTIEKURSER FOR UDVALGTE BANKER

Figur 1

Indeks 1. januar 2002 = 100



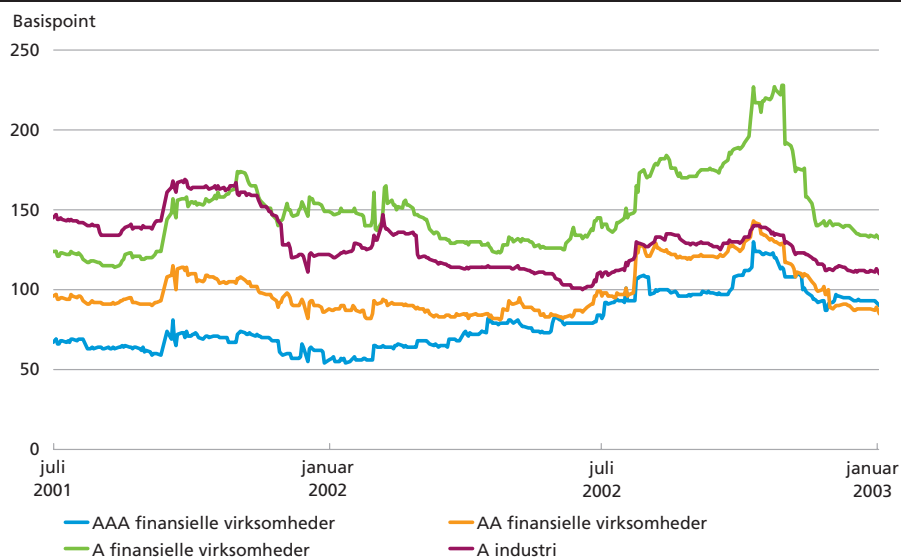
Kilde: Bloomberg.

skellige typer af låntagere og ikke udelukkende baserer kreditovervejelser på ratings.

De amerikanske banker var især påvirket af de store konkurser som Enron og WorldCom. JP Morgan Chase blev i slutningen af juli ramt af

RENTESPÆND FOR FINANSIELLE VIRKSOMHEDER OG INDUSTRI

Figur 2



Anm.: Renter på amerikanske udstedelser fra finansielle virksomheder samt industrivirksomheder fratrukket renter på amerikanske statsobligationer.

Kilde: Bloomberg og Merrill Lynch.

store kursfald på sine aktier som følge af fokus på deres lån til Enron. JP Morgan Chase har efterfølgende fået nedjusteret ratings hos Moody's og Fitch.

De tyske private banker fik nedjusteret ratings af flere omgange. Kun Deutsche Bank ligger fortsat i AA klassen hos alle tre store ratingbureauer. De store tyske bankers ratings er således væsentligt lavere end de store banker fra andre lande. Ratingbureauerne vurderer, at de tyske banker i den nærmeste fremtid står dårligt sammenlignet med deres europæiske konkurrenter. Der er behov for at forbedre omkostnings- og indtjeningssiden.

Ud over de tyske private banker er der en række offentligt garanterede tyske banker, de såkaldte landesbanker, med meget høje ratings på AAA. De høje ratings for landesbankerne skyldes statsgarantien, der imidlertid bortfalder i år 2005 som led i en aftale mellem den tyske regering og EU-Kommissionen. Landesbankerne har som følge af den offentlige garanti opnået en stor markedsandel for de tyske indlån på bekostning af de private banker. Det har betydet, at de tyske private banker har måttet undvære en billig finansieringskilde og ikke opnået samme indtjening i detailmarkedet som storbanker i andre lande.

De fem store engelske banker har meget høje ratings i AA klassen og én enkelt i AAA klassen. Der var kun en enkelt nedgradering i 2002. Bankerne vurderes positivt af ratingbureauerne på både omkostnings- og indtjeningssiden. De engelske bankers strategi har været ikke at søge international ekspansion. HSBC er dog en del af en international gruppe og udgør en undtagelse. Kreditbureauerne forventer ikke konsolidering blandt "de fem store", og en høj markedsværdi for bankerne vil være et værn mod at blive opkøbt af en udenlandsk bank.

De franske banker vurderes ligeledes positivt af ratingbureauerne, men med en vis kritik af deres omkostninger. De franske bankers ratings er lavere end engelske bankers, men på niveau med de spanske og italienske banker.

Den italienske banksektor er med tre store banker relativt velkonsolideret. Ratingbureauerne giver en overvejende positiv vurdering af de italienske banker, som har ratings i AA klassen. Bankerne har omlagt indtjening fra nettorenteindtægter til gebyrer og kommissioner. UniCredito Italiano og IntesaBCI satser i stigende grad på ekspansion i Central- og Østeuropa. UniCredito Italiano var blandt de få udenlandske storbanker, der i 2002 fik opgraderet rating.

De to store spanske banker Banco Bilbao Vizcaya Argentaria og Banco Santander Central Hispano har i 2002 især været påvirket af deres store latinamerikanske eksponering. Begge banker ejer datterselskaber i en række latinamerikanske lande og er blandt de udenlandske storbanker

med størst tilstedeværelse i Latinamerika. Begge banker blev i 2001 og 2002 nødsaget til at foretage store hensættelser til tab i Argentina. Ratingbureauerne har for Banco Bilbao valgt at fastholde rating i AA klassen, mens Banco Santander er blevet nedgraderet til den høje ende af A klassen, som følge af en stor eksponering i uoramte Brasilien.

To store banker dominerer *det schweiziske banksystem*: Union Bank of Switzerland og Credit Suisse. Fokus for begge banker er internationale bankforretninger. Det hjemlige marked står kun for en meget lille andel af bankernes indtægter. Bankerne har meget høje ratings i AA og AAA klassen. Standard & Poor's har dog nedjusteret rating for Credit Suisse til A klassen, delvis som følge af koncernforbindelse til forsikringsselskabet Winterthur, der har haft store tab på investeringsporteføljen. Forsikringsselskaberne har generelt været hårdt ramt i de seneste to år som følge af store skadesudbetalinger og faldende kurser på deres aktiebeholdninger. Der er flere eksempler på banker med koncernforbindelse til forsikringsselskaber. Engelske Abbey National er koncernforbundet med Scottish Mutual og tyske Dresdner Bank er koncernforbundet med forsikringsselskabet Allianz.

De tre store hollandske banker ABN AMRO Bank, ING Bank og Rabobank har fortsat meget høje ratings. Rabobank er blandt de få banker med en AAA rating. ABN AMRO Bank er blevet nedgraderet af samtlige tre ratingbureauer, men har fortsat ratings i AA klassen.

De store nordiske banker vurderes af ratingbureauerne som værende solide og med stabile udsigter for ratings. Ratings for de nordiske banker ligger på niveau med de italienske og spanske banker, og der har ikke været ændringer af ratings i 2002.

De japanske banker er i en kategori for sig med betydeligt lavere ratings end de øvrige banker. Baggrunden for de japanske bankers dårlige tilstand er en langvarig periode med dårlige konjunkturer i Japan og lave udlån. Det må formodes, at de japanske bankers ratings i et vist omfang afspejler en forventning om statslig støtte i tilfælde af konkurs. Ratingbureauet Fitch har således tildelt bankerne den højest opnåelige rating for, hvor sandsynlig støtte vil være, i tilfælde af konkurs.

RATINGUDSIGTER

Trods en række nedjusteringer af ratings i 2002 vurderer ratingbureauerne fortsat, at de fleste store udenlandske banker er solide. Bankerne har i de seneste 10-15 år foretaget en række tilpasninger, der har gjort dem mere robuste. Bankernes indtægtskilder er blevet bedre diversificere og kommer i højere grad fra forskellige indtægtskilder som gebyrer på banktransaktioner, indtægter fra investment banking og for-

muepleje og i mindre grad fra nettorenteindtægter ved udlånsvirksomhed.

Herudover er bankernes styring af kreditrisiko forbedret med større fokus på at begrænse eksponeringen over for risikable markedssegmenter og med udviklingen af interne kreditmodeller.

Der peges fra ratingbureauernes side på en række områder, som for individuelle banker vil kunne skabe problemer og føre til nedjusteringer af ratings¹. Det drejer sig om store eksponeringer over for risikable sektorer som telesektoren eller emerging markets lande, især i Latinamerika. Andre fokusområder for ratingbureauerne er bankejerskab af forsikringsselskaber med store tab på investeringsporteføljerne eller svigtende indtægter fra investment banking.

¹ Jf. Rating outlook for European banks, Moody's, *Special Comment*, august 2002 samt Rating outlook for European banks 2003, Moody's, *Special Comment*, januar 2003.

Tillidsindikatorer

Allan Bødskov Andersen og Lars Mayland Nielsen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Officielle data for den økonomiske aktivitetsmæssige udvikling, herunder BNP og dets underkomponenter, bliver på grund af produktionstiden typisk offentliggjort af de statistiske institutioner med flere måneders forsinkelse. I vurderingen af det helt aktuelle konjunkturbillede benyttes derfor bl.a. tillidsindikatorer, der opgøres med forholdsvis kort produktionstid ud fra spørgeskema- og interviewundersøgelser blandt husholdninger og virksomheder. Indikatorerne beskriver husholdningernes og virksomhedernes vurdering af den allerseneste udvikling i centrale økonomiske forhold og deres vurdering af den nærmeste fremtid.

Artiklen beskriver tre populære indikatorer for den danske økonomi, nemlig Danmarks Statistiks forbrugertillidsindikator og konjunkturindikatorerne for henholdsvis industrien og bygge- og anlægssektoren (fremover blot bygge-anlæg), og analyserer ved hjælp af simple korrelationer og regressioner deres værdi som indikatorer for den økonomiske udvikling. Danmarks Statistik er for nylig begyndt at offentliggøre en indikator for serviceerhverv, men der er endnu for få observationer til samme slags analyse, og den vil derfor ikke blive behandlet. Derimod ses der også på antallet af nyregistrerede personbiler som en indikator for forbrugsudviklingen og den samlede aktivitet i økonomien.

Det konkluderes, at indikatorerne rummer information om den aktuelle realøkonomiske udvikling. Der er dog også perioder, hvor indikatorerne rammer mindre godt, hvorfor de ikke kan stå alene. Resultaterne viser desuden, at indikatorernes nulpunkt (svarende til virksomheders og forbrugeres normalsituation) typisk svarer til en gennemsnitlig økonomisk vækst, og dermed også, at en lille negativ værdi af indikatorerne svarer til en nulvækst, ikke faldende aktivitet.

Artiklen belyser først nogle generelle forhold omkring de tre indikatorer, herunder opgørelsesmetode m.m.¹ Dernæst ses mere detaljeret på hver enkelt af de tre indikatorers information om den aktuelle økono-

¹ Artiklens oplysninger om opgørelsesmetoder, indsamling osv. er fra Danmarks Statistiks "varedeklaration", www.dst.dk/varedeklaration.

miske situation i specifikke sektorer. Endelig ses på indikatorernes værdi som et tidligt pejlemærke for væksten i den samlede økonomiske aktivitet, BNP.

GENERELLE FORHOLD

Opgørelser af tillidsindikatorerne for industri og for bygge-anlæg findes på kvartalsbasis tilbage til henholdsvis 1963 og 1970. Der har løbende fundet en tilpasning til EU-standarder sted, og siden 1998 opgøres de to indikatorer månedligt efter fuldt EU-harmoniserede standarder. Forbrugertillidsindikatoren findes tilbage til 1974 og på månedsbasis fra april 1986 (i perioden 1986-1995 dog ikke i juli). Her er der ingen egentlig EU-standard, men en del af oplysningerne indsamles efter kontrakt med EU, og der findes lignende indikatorer i andre EU-lande. Af konsistensmæssige årsager fokuseres i det følgende på kvartalsobservationer fra 1981 for industriens og bygge-anlægs vedkommende, og fra 1986 for forbrugerforventningerne.

Indsamlingsmetoder

Indsamlingsmetoden for konjunkturindikatorerne for industri og for bygge-anlæg er spørgeskemaer. Oplysninger om industrien hentes fra ca. 500 større industrivirksomheder, der dækker omkring 50 pct. af den samlede beskæftigelse i industrien med mindst 20 ansatte. Svarene fra den enkelte virksomhed indgår med en vægt, som afspejler antallet af beskæftigede i den pågældende virksomhed. Svarprocenten er ca. 90.

For bygge-anlæg opgøres indikatoren på baggrund af en stikprøve på ca. 750 bygge- og anlægsvirksomheder med flere end 4 ansatte, hvor sandsynligheden for, at en virksomhed deltager i undersøgelsen, stiger med antallet af beskæftigede. Samlet dækker undersøgelsen virksomheder med ca. 1/3 af den samlede beskæftigelse i sektoren. Svarprocenten er ca. 80.

Forbrugertillidsindikatoren opgøres på baggrund af ca. 1.500 forsøgte telefoninterviews med personer i alderen 16-74 år. Der opnås en svarprocent på ca. 65. Oplysningerne korrigeres bl.a. for bortfald og familiesammensætning, så stikprøven i videst muligt omfang afspejler befolkningssammensætningen.

Sæsonkorrektion

Resultaterne fra undersøgelserne opgøres og sammenfattes i nettotal, jf. boks 1. Ved simple gennemsnit af nettotalene for de enkelte undersøgsmål beregnes den såkaldte sammensatte indikator, der udtrykker den samlede tillidsindikator i et enkelt tal.

NETTOTAL: OPGØRELSE OG FORTOLKNING	Boks 1
Svarene fra undersøgelserne sammenfattes efter international standard i såkaldte nettotal. Det er vigtigt at fortolke disse rigtigt, når udviklingen i indikatorerne vurderes. Et nettotal er forskellen mellem den vægtede andel af positive besvarelser og den vægtede andel af negative besvarelser. Fx for bygge-anlæg indgår spørgsmålet om virksomheden omsætter mere, uændret eller mindre end i den foregående periode. Hvis 20 pct. svarer "mere", 70 pct. "uændret" og 10 pct. "mindre" er nettotallet 20 pct. minus 10 pct. = 10 pct. Det betyder imidlertid ikke, at bygge- og anlægssektoren forventer 10 pct. omsætningsfremgang, men at der forventes en fremgang i omsætningen i virksomheder svarende til 10 pct. af beskæftigelsen. Hvis der er flere end tre muligheder for besvarelse, vægtes svaret højere des længe- re væk fra neutralt. En evt. midterkategori vægtes altid med nul. Det bemærkes, at idet virksomhederne og husholdningerne spørges kvalitativt, kan fx en virksomhed kun udtrykke en forventning om større omsætning, men ikke hvor meget større. Dermed kan et positivt nettotal godt være foreneligt med en samlet omsætningsnedgang for sektoren som helhed, og illustrerer behovet for forsigtighed, når indikatorerne fortolkes.	

Ved besvarelse af spørgsmålene anmodes virksomhederne om at se bort fra normale sæsonbestemte ændringer. Det er imidlertid ofte vanskeligt for virksomhederne at skelne imellem sæsonbestemte og konjunkturbestemte ændringer, hvilket medfører, at der er betydelig sæsonvariation i indikatorerne. Fx forventer bygge- og anlægsvirksomhederne typisk faldende omsætning hen mod vintermånederne, hvilket er en naturlig vejrbettinget udvikling, og som isoleret set ikke kan betragtes som sløjere konjunktur i sektoren. Den sammensatte indikator for hver af tillidsindikatorerne sæsonkorrigeres derfor ved hjælp af standardmetoden X-11. Nettotallene for de enkelte undersøgelsesspørgsmål sæsonkorrigeres ikke af Danmarks Statistik; her kan det ofte være informativt at sammenligne fx et nyt december-tal med december-tallene fra foregående år i vurderingen af konjunktoren eller ty til egen sæsonkorrektur.

Tilgængelighed

Tillidsindikatorerne offentliggøres i publikationen *Nyt fra Danmarks Statistik* på Danmarks Statistiks hjemmeside, www.dst.dk, samt i Danmarks Statistikbank i slutningen af den måned, undersøgelsen vedrører. Konjunkturbarometeret for industri udkommer desuden i *Industristatistik* (Statistiske Efterretninger) og i *Konjunkturstatistik*, mens barometeret for bygge-anlæg også udkommer i *Byggeri og boligforhold* (Statistiske Efterretninger) og *Konjunkturstatistik*.

KONJUNKTURINDIKATOR FOR BYGGE- OG ANLÆGSSEKTOREN

Tabel 1

	Samlet indikator	Beskæftigelse	Ordrebeholdning
Middelværdi, pct.	-7,7	-5,5	-9,2
Standardafvigelse	15,4	11,8	20,1

Anm.: Nettotal. Egen sæsonkorrektur for underkomponenterne. Perioden er 1. kvartal 1981 – 4. kvartal 2002. Enheden for standardafvigelsen er procentpoint.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

INDIKATOREN FOR BYGGE- OG ANLÆGSSEKTOREN

De vigtigste variable i undersøgelsen af bygge-anlæg er ordrebeholdning i forhold til normalt, produktionsbegrænsninger og forventningen til den kommende 3-måneders periode med hensyn til beskæftigelse, omsætning og tilbudspriser. Den samlede konjunkturindikator beregnes som det simple gennemsnit af nettotallene for forventningen til beskæftigelse og den faktiske ordrebeholdning. Middelværdi og standardafvigelse for den samlede indikator og dens underkomponenter er angivet i tabel 1.

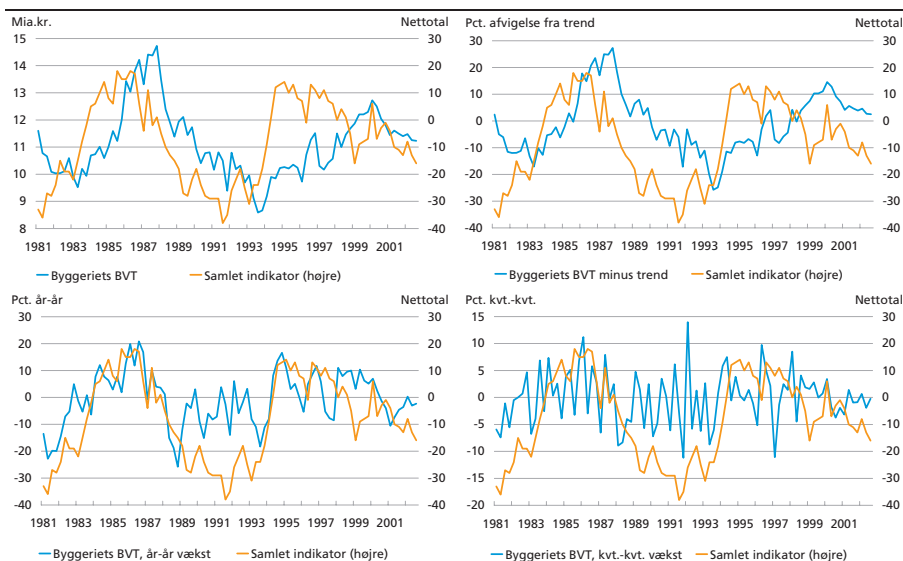
I den betragtede periode er gennemsnittet af den samlede indikator og begge underkomponenter negative. Som det vil blive beskrevet senere, betyder det, at indikatorerne indeholder en bias, som man skal tage højde for, når indikatorernes værdi oversættes til skøn på den økonomiske udvikling. Generelt skal man ikke lægge for meget i niveauet for middelværdien, da arbitrære faktorer som fx den eksakte udformning af spørgsmålene formodentlig spiller en rolle. Det ses desuden af tabellen, at ordrebeholdningerne udgør den mest volatile komponent af indikatoren.

Indikatorens evne som et tidligt mål for udviklingen i aktiviteten i bygge-anlæg undersøges ved at se på indikatorens samvariation med byggesektorens bruttoværditilvækst (BVT) i faste priser i henhold til nationalregnskabet. BVT er produktionen fratrukket medgåede råvarer og varetilknyttede indirekte afgifter og tillagt varetilknyttede subsidier. Konjunkturindikatoren er en naturligt stationær serie, mens BVT kan have en trend (i den betragtede periode har byggesektorens BVT dog kun haft beskeden trend). For en meningsfuld sammenligning ses der i figur 1 på tre mulige og simple kandidater for stationære mål for udviklingen i BVT: BVTs afvigelse fra en lineær trend, BVTs år-til-år vækstrate og BVTs kvartalsvise vækstrate. Desuden vises indikatoren med BVT i niveau i faste priser.

Det ses, at indikatoren følger år-til-år væksten i byggeriets BVT lidt bedre end BVTs trendafvigelse og kvartalsvise vækst. De simple korrelationer er henholdsvis 0,66, 0,32 og 0,31. Ud fra de to spørgsmål om henholdsvis beskæftigelsesudvikling og ordrebeholdning, som ligger bag bygge-anlægs sammensatte tillidsindikator, er det ikke på forhånd givet,

BYGGERIETS BRUTTOVÆRDITILVÆKST OG TILLIDSINDIKATOR

Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigeret. Byggeriets BVT er bruttotilvækst i faste priser.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

hvordan man bedst oversætter indikatoren til et skøn på aktiviteten målt ved sektorens BVT.

Umiddelbart kunne man vælge at knytte indikatoren til den kvartalsvis udvikling i bygge-anlægs BVT, da spørgsmålet om beskæftigelse netop går på forventningen til det kommende kvartals udvikling, og BVT nøje hænger sammen med beskæftigelsen. Imidlertid korrelerer indikatoren ikke særlig godt med serien for kvartalsvis BVT-vækst, jf. også figuren. Indikatoren har et tydeligt trægere forløb end den volatile kvartalsvise vækst. Nærmere bestemt synes indikatoren at tegne en ganske langstrakt konjunkturcykel med en top midt i 1980'erne og en bund i begyndelsen af 1990'erne.

Man kan sammenholde dette konjunkturbillede med, hvordan niveauet i bygge-anlægs BVT forløber omkring sin lineære trend. Det trendrenset BVT-forløb kan minde om tillidsindikatoren, men bevægelserne i BVT fremstår som forskudt og forsinket i forhold til bevægelserne i indikatoren. Derfor er korrelationen mellem tillidsindikator og trendrenset BVT næsten lige så lav som mellem indikator og kvartalsvis BVT-vækst.

Tillidsindikatoren korrelerer bedre med år-til-år væksten i BVT. År-til-år væksten i BVT er mindre volatil end kvartal-til-kvartal væksten. Desuden bliver år-til-år væksten høj, før BVT-niveauet bliver højt, så år-til-år væksten er bedre i fase med tillidsindikatoren end det trendrenset BVT.

Samvariationen mellem tillidsindikator og år-til-år vækst i BVT kan bl.a. dække over, at virksomhederne i deres svar afspejler udviklingen i

kvartalerne op til det kvartal, de bedes skønne på – fx som konsekvens af, at den relativt store volatilitet i den kvartalsvise BVT-vækst gør det svært for virksomhederne at indikere udviklingen præcist. Det kan tilføje en træghed og hukommelse til indikatoren, så den signalerer bedre om udviklingen år-til-år. Det er også muligt, at opgørelsen af BVT er behæftet med måleusikkerhed, som gør de kvartalsvise bevægelser i BVT mere tilfældige end det billede, som bygge-anlægsvirksomhederne selv ser.

Regressionsanalyse

Regressionsanalyse anvendes til at undersøge simple sammenhænge imellem indikatoren og BVT. Der er tydelig autokorrelation i år-til-år vækstraten i BVT. Diagnosetest synes at bekræfte, at autokorrelationen i BVT kan approksimeres med en første ordens autoregressiv proces, AR(1), og analyse af indikatorens forklaringsgrad med hensyn til BVT giver resultatet¹

$$\Delta BVT_t = \underset{(0,080)}{0,49} \Delta BVT_{t-1} + \underset{(0,059)}{0,23} \text{Indikator}_t + 1,5, \quad R^2 = 0,58.$$

Det ses, at indikatoren har en signifikant forklaringsgrad med hensyn til BVT, og bekræfter dermed det visuelle indtryk i figur 1. Koefficienten til indikatoren har det forventede fortegn: Gennemsnitligt er en stigning i nettotallet på 1 ledsaget af 0,23 procentpoints stigning i år-til-år væksten for BVT. Udelades den laggede vækstrate er indikatoren stadig signifikant, men modellens forklaringsgrad falder til 0,44. Konstantledet i denne regression er 2,6. Det er et simpelt mål for indikatorens bias, som man dermed kan korrigere for ved at lægge noget til det samlede nettotal, og alt andet lige derved få et mere præcist billede af udviklingen i BVT.

Det følger også, at et nettotal på nul, der kan tolkes som en normalsituation set fra virksomheden, ikke svarer til nulvækst i BVT, men en positiv vækst.

Indikatoren er kortsigtet af natur og offentliggøres i den første måned af et kvartal. At indikatoren derfor indeholder information om ikke blot indeværende kvartals årlige vækst i BVT, men også forrige kvartals årlige vækst, bekræftes umiddelbart af, at den simple korrelation imellem

¹ Brugen af den årlige vækstrate med kvartalsobservationer medfører et problem med overlappende observationer, der vil give udslag i en "kunstig" moving average (MA) struktur i fejllæddet. Det betyder i praksis, at man skal være forsigtig med at fortolke koefficienten på den laggede endogene variabel, hvis denne MA-struktur ikke fanges tilstrækkeligt med AR(1)-approksimationen. Koefficienten til øvrige eksogene forklarende variable estimeres konsistent med OLS uanset dette. I regressionsresultaterne i artiklen angiver tallene i parentes Newey-West standardafvigelse, som er konsistente med hensyn til eventuel tilbageværende autokorrelation (og heteroskedasticitet) i residualledet.

indikatoren og forrige kvartals år-til-år vækst i BVT er 0,61. Det er mindre end korrelationen imellem samtidige kvartalsobservationer, men dog betydelig, og antyder at indikatoren er påvirket af de økonomiske forhold umiddelbart inden spørgeskemaundersøgelserne gennemføres.

Opsplittes den samlede konjunkturindikator i dens to underkomponenter, forventningen til fremtidig beskæftigelse og faktiske ordrebeholdning, og indsættes disse i stedet for den samlede indikator i regressionen, fås et indtryk af, hvilken komponent, der bedst leder aktiviteten i byggesektoren:

$$\Delta BVT_t = \underset{(0,074)}{0,52} \Delta BVT_{t-1} + \underset{(0,10)}{0,34} \text{Beskæft}_t - \underset{(0,061)}{0,020} \text{Ordre}_t + 1,4, \quad R^2 = 0,60.$$

Resultatet angiver, at nettotallet for beskæftigelsesforventningen er signifikant, og at nettotallet for ordrebeholdningen er insignifikant og indgår desuden med "forkert" fortegn. Tilsyneladende er signalværdien for aktiviteten forholdsvis klar, når man forventer at skulle til at ansætte eller fyre medarbejdere. At ordrebeholdningen er insignifikant hænger formodentligt sammen med, at der kan være store og variable lags fra ordreindgåelse til aktivitet.

KONJUNKTURINDIKATOREN FOR INDUSTRI

Den samlede indikator for industrien er et gennemsnit af de nettotal, der dannes på baggrund af virksomhedernes vurdering af færdigvarelagre, ordrebeholdning og produktionsforventningen til de kommende tre måneder. Et stort nettotal for færdigvarelagre, svarende til stor lagerbeholdning, antages at signalere et behov for mindre produktion.

Middelværdi og varians for industriens samlede indikator og dens underkomponenter er angivet i tabel 2.

Det fremgår, at den samlede indikator peger på en gennemsnitlig neutral eller lidt negativ vurdering over den betragtede periode, men jf. bias-diskussionen nedenfor skal man ikke lægge for meget i niveauet. Nettotallene for færdigvarelagre og produktionsforventninger er gen-

KONJUNKTURINDIKATOR FOR INDUSTRIEN				Tabel 2
	Samlet indikator	Færdigvarelagre	Ordrebeholdning	Produktionsforv.
Middelværdi	-1,1	10,1	-3,4	10,2
Standardafvigelse	8,6	6,8	16,3	7,6

Anm.: Nettotal. Egen sæsonkorrektion for underkomponenterne. Perioden er 1. kvartal 1981 – 4. kvartal 2002. Enheden for standardafvigelsen er procentpoint.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

nemsnitligt positive. De positive produktionsforventninger kan afspejle væksten i den reale aktivitet i sektoren i perioden.

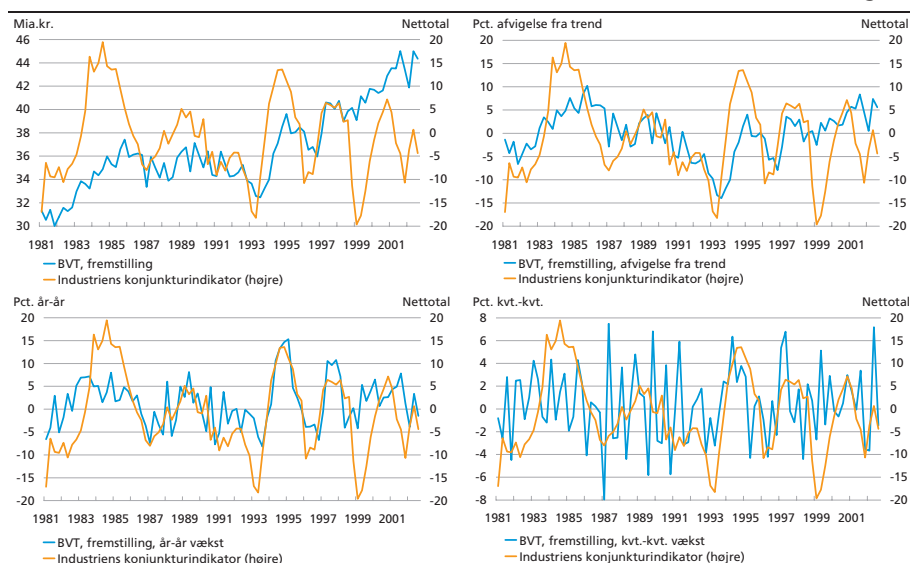
Parallelt med analysen af indikatoren for bygge-anlæg undersøges industriindikatoren evne til at angive den aktuelle udvikling i bruttoværditilvæksten i fremstillingssektoren. Igen ses på indikatorens samvariation med år-til-år væksten i BVT, kvartal-til-kvartal væksten i BVT og BVTs afvigelse fra en lineær trend, jf. figur 2.

Ligesom bygge-anlægsindikatoren korrelerer industriens tillidsindikator klarest med år-til-år væksten i sektorens BVT, og argumentationen omkring dette resultat er ganske analogt med den for bygge-anlæg. Der er dog også mindre forskelle, jf. også at elementerne i den sammensatte tillidsindikator afviger mellem de to sektorer. Mens bygge-anlægsindikatoren forløb minder en del om hele økonomiens forløb på fx arbejdsmarkedet med et højdepunkt midt i 1980'erne og et lavpunkt i begyndelsen af 1990'erne, så er forløbet i industriens tillidsindikator mindre trægt og har fx mere end én tydelig cykel i 1990'erne. Sammenlignet med bygge-anlæg er det lidt mindre entydigt for industriens tillidsindikator, at den passer bedre med år-til-år væksten i BVT end med det trendrensedede BVT-niveau. De simple korrelationer er 0,56 for år-til-år væksten, 0,45 for trendafvigelsen og 0,22 for den kvartalsvise vækst. Diskussionen koncentrerer sig i det følgende om år-til-år væksten.

Den årlige vækst i BVT følger indikatoren ret tæt fx i perioden 1994-98. Indikatoren overvurderer umiddelbart væksten i midten af 1980'erne og

INDUSTRIENS BRUTTOVÆRDITILVÆKST OG TILLIDSINDIKATOR

Figur 2



Anm.: Sæsonkorrigeret. Industriens BVT er bruttoværditilvækst i faste priser.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

dykker ret dybt i 1993 og 1999, hvor især det sidste dyk er meget lavt i forhold til udviklingen i BVT. Det kan hænge sammen med, at fremstillingssektorens indtjening målt ved restindkomsten lå forholdsvis lavt i 1999.

Regressionsanalyse

Antages samme model for dynamikken som i foregående afsnit, fås resultatet

$$\Delta BVT_t = \underset{(0,094)}{0,32} \Delta BVT_{t-1} + \underset{(0,067)}{0,23} \text{Indikator}_t + 1,3, \quad R^2 = 0,38.$$

Indikatoren indgår signifikant og med det forventede fortegn. Gennemsnitligt er en ændring på 1 procentpoint i indikatoren ledsaget af ca. ¼ procentpoint ændring i samme retning i industriens BVT. Udelades den laggede BVT på højresiden stiger koefficienten til indikatoren til 0,34 og er stadig signifikant, men den statistiske beskrivelse af data er lidt mindre god, med en R^2 på 0,31. Indikatorens bias målt ved konstantleddet i denne regression estimeres til relativt beskedne 1,8. Så i lighed med bygge-anlægsindikatoren får man ved at lægge noget til indikatoren et bedre billede af udviklingen i industriens BVT, og et nettotal på nul svarer ikke til nulvækst i BVT, men en positiv udvikling. Det fremgår også af, at den negative middelværdi for indikatoren, jf. tabel 2, er fremkommet samtidig med en gennemsnitlig årlig vækst på 1,5 pct. i industriens reale BVT i perioden.

Korrelationen imellem indeværende kvartals indikator og foregående kvartals årsvækst i BVT er på 0,50, hvilket er et tegn på, at konjunktursituationen op til tidspunktet for besvarelsen af spørgeskemaerne har betydning for udfaldet af indikatoren, jf. diskussionen af bygge-anlægsindikatoren.

Nettotalle for underkomponenternes (produktionsforventninger, ordrebeholdning og færdigvarelagre) relative betydning som indikator for den reale aktivitet belyses ved regressionen

$$\Delta BVT_t = \underset{(0,10)}{0,34} \Delta BVT_{t-1} - \underset{(0,10)}{0,063} \text{Prodforv}_t + \underset{(0,044)}{0,11} \text{Ordre}_t - \underset{(0,077)}{0,16} \text{Flagre} + 3,7, \quad R^2 = 0,41.$$

Nettotalet for produktionsforventningen er insignifikant, og færdigvarelagre er på grænsen. Produktionsforventningen indgår desuden med negativt fortegn. I den betragtede periode er det nettotalet for ordrebeholdningen, der giver det bedste signal om den reale aktivitet i industrien. Det står i kontrast til bygge-anlægsindikatoren, hvor ordrebeholdningen var insignifikant.

I begge sektorer er ordrebeholdningen den mest volatile komponent. Forskellen på signalværdien skal nok søges i, at kun en mindre del af den danske industri er ordreproducerende i traditionel forstand, og spørgsmålet derfor i højere grad relateres til den aktuelle efterspørgsel. I modsætning til bygge-anlæg, hvor det typisk er en længere proces at udføre en ordre, er ordrer i industrien derfor et bedre signal om den reale aktivitet på kort sigt.

Samlet set er indikatoren for industri ikke et helt så godt signal for BVT i industrien som indikatoren for bygge-anlæg over for byggeriets BVT.

FORBRUGERTILLIDSINDIKATOREN

Nettotallet for forbrugertilliden dannes som et gennemsnit af nettotalene for husholdningernes vurdering af fem forhold: Danmarks aktuelle økonomi sammenlignet med sidste år, forventningen til Danmarks økonomi næste år sammenlignet med i år, familiens aktuelle økonomi sammenlignet med sidste år, forventningen til familiens økonomi næste år sammenlignet med i år, samt fordelagtigheden af køb af varige forbrugsgoder nu.

Forbrugertillidsindikatoren kan potentielt bruges fremadrettet, da husholdningerne spørges om deres forventninger til den økonomiske udvikling ét år frem. Det er dog en ambitiøs forestilling, at indikatoren skulle kunne beskrive ikke alene den aktuelle, men også den fremtidige økonomiske udvikling. Analysen begrænses derfor til indikatorens forklaringsgrad med hensyn til den nærmeste realøkonomiske udvikling, målt ved udviklingen i det kvartal, hvor indikatoren er indsamlet. Indikatorværdien i et kvartal opgøres som gennemsnittet af månedsobservationerne i kvartalet, og er dermed tilgængeligt ca. to uger inden kvartalets afslutning.¹

Middelværdi og standardafvigelse for den samlede indikator og dens underkomponenter er angivet i tabel 3.

Den samlede indikator er gennemsnitlig lidt negativ i den betragtede periode, men det skal man som sædvanligt ikke tolke hårdt på. Både den nuværende og forventede fremtidige danske økonomi vurderes gennemsnitligt ret negativt, dog med en vis volatilitet i nettotallet. Man kan anføre, at den gennemsnitlige husholdning formentligt ikke har et nært forhold til landets økonomiske situation, og husholdningers vurde-

¹ Dermed adskiller analysen af forbrugertillidsindikatoren sig fra analysen af de to øvrige tillidsindikatorer, hvor indikatorværdien i et kvartal udgøres af observationen i første måned af kvartalet. Spørgsmålene i erhvervenes spørgeskemaer går bl.a. netop på kvartalet, og desuden findes kun forbrugertillidsindikatoren på månedsbasis tilstrækkeligt langt tilbage i tiden, jf. indledende afsnit om indikatorerne.

FORBRUGERTILLIDSINDIKATOREN

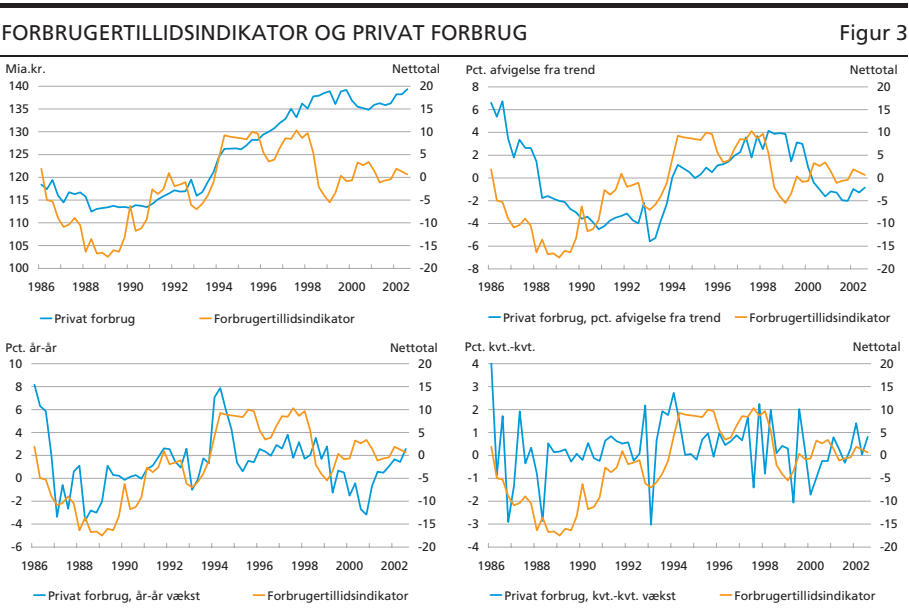
Tabel 3

	Samlet indikator	Danmarks økonomi i år saml. sidste år	Danmarks økonomi næste år saml. i år	Familiens økonomi i år saml. sidste år	Familiens økonomi næste år saml. i år	Fordelagtig-hed af køb af varige for-brugsgoder
Middelværdi	-1,8	-5,9	-6,4	3,7	9,1	-9,6
Standardafvigelse.....	7,9	13,6	8,2	5,4	5,5	10,4

Anm.: Nettotal. Egen sæsonkorrektion for underkomponenterne. Perioden er 1. kvartal 1986 – 4. kvartal 2002. Enheden for standardafvigelsen er procentpoint.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

ring afspejler muligvis i højere grad aktuelle mediehistorier osv. Endvi- dere harmonerer vurderingen af Danmarks økonomi mindre godt med den gennemsnitlige vurdering af familiens nuværende og især fremtidi- ge økonomi, der er ret positiv, og som kan afspejle en underliggende vækst i husholdningers disponible indkomster. Det gennemsnitlige net- total for fordelagtigheden af køb af varige forbrugsgoder er også ret negativt i perioden. Det kan bl.a. afspejle, at der er flere måneder uden udsalg end med.

Forbrugertillidsindikatoren bruges ofte som et fingerpeg om udviklin- gen i det private forbrug, men generelt er det ikke så oplagt, hvilken re- aløkonomisk størrelse forbrugertillidsindikatoren siger noget om i forhold til de to øvrige indikatorer. Spørgsmålene går ikke direkte på forbruget, teoretisk kunne indikatoren fx være lav på grund af ringe opsparing.



Anm.: Sæsonkorrigeret. Privat forbrug er i faste priser.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Figur 3 sammenholder den samlede indikator med det private forbrug i henhold til nationalregnskabet. Igen ses på år-til-år og kvartalsvæksten, samt privatforbrugets afvigelse fra en lineær trend, som kandidater til simple stationære mål for udviklingen.

Det ses, at det også i dette tilfælde er år-til-år væksten, der følger indikatoren tættest. De simple korrelationer er henholdsvis 0,48 for den årlige vækstrate, 0,30 for trend-afvigelsen og 0,26 for den kvartalsvise vækst. Overordnet synes indikatoren at fange udviklingen i privatforbruget nogenlunde. Der er dog perioder, hvor indikatoren er mindre god. Således er nettotallet ca. -10 omkring 1990, selv om forbruget er nogenlunde konstant, og faldet i indikatoren i 2002 synes ude af trit med den samtidige vækst i forbruget. Desuden ligner 1986 en outlier, med den højeste forbrugsvækst i perioden samtidig med et moderat niveau for forbrugertilliden.

Regressionsanalyse

Med samme type af dynamik som ved de øvrige indikatorer ses på den samlede indikator forklaringssevne med hensyn til forbruget i regressionen

$$\Delta\text{Forbrug}_t = \underset{(0,092)}{0,57} \Delta\text{Forbrug}_{t-1} + \underset{(0,031)}{0,068} \text{Indikator}_t + 0,59, \quad R^2 = 0,53.$$

Nettotallet for forbrugsindikatoren er signifikant. En stigning i nettotallet på 1 procentpoint er gennemsnitligt ledsaget af ca. 0,07 procentpoints stigning i forbrugsvæksten. I realtid er forbrugsindikatoren kendt før det foregående kvartals forbrug. Med indikatoren som eneste forklarende variabel stiger estimatet på koefficienten til 0,15 med øget signifikans, men forklaringsgraden falder til 0,23. Indikatorens bias estimeres i denne model til 1,6.

For at undersøge forklaringsgraden af de enkelte underkomponenter udføres regressionen med nettotalle for underkomponenterne som forklarende variable.¹

$$\begin{aligned} \Delta\text{Forbrug}_t = & \underset{(0,086)}{0,44} \Delta\text{Forbrug}_{t-1} + \underset{(0,16)}{0,25} \text{Fam}_t - \underset{(0,12)}{0,22} \text{Famfrem}_t - \underset{(0,058)}{0,071} \text{Dan}_t \\ & + \underset{(0,086)}{0,17} \text{Danfrem}_t - \underset{(0,038)}{0,020} \text{Varfor}_t + 2,5, \quad R^2 = 0,58. \end{aligned}$$

¹ Variabelnavne: "Fam" er familiens aktuelle økonomi sammenlignet med sidste år, "Famfrem" er forventningen til familiens økonomi næste år sammenlignet med i år, "Dan" er Danmarks aktuelle økonomi sammenlignet med sidste år, "Danfrem" er forventningen til Danmarks økonomi næste år sammenlignet med i år, og "Varfor" er fordelagtigheden af køb af varige forbrugsgoder nu.

Underkomponenterne er hver for sig insignifikante, med Danmarks fremtidige økonomi som et grænsetilfælde. Familiens fremtidige økonomi, Danmarks aktuelle økonomi og varige forbrugsgoder indgår desuden med "forkert" fortegn. En høj korrelation imellem komponenterne er en mulig årsag til, at de er insignifikante. Inkluderes komponenterne én ad gangen i stedet for samlet i regressionen, er det kun familiens fremtidige økonomi og varige forbrugsgoder, der er insignifikante, og alle komponenterne har de forventede fortegn.

Jf. figur 3 er det værd at bemærke, at det første år i regressionen 1986 skiller sig ud i den forstand, at forbrugsvæksten var kraftigt aftagende i andet halvår fra et meget højt niveau, mens indikatoren allerede var faldet forinden. Det hænger formentligt sammen med, at der allerede i marts 1986 lå en kraftig finanspolitiske stramning med henblik på at dæmpe privatforbruget, og det fik husholdningerne til at nedjustere forventningerne hurtigt. Den trægere årlige vækst i forbruget reagerer lidt senere, og det forstyrrer sammenhængen imellem forbrug og indikator.

Udføres regressionen med alle underkomponenterne på en stikprøve startende i 1987, er familiens aktuelle økonomi klart den stærkeste indikator. Det stemmer overens med, hvad man på forhånd ville forvente, nemlig at husholdningerne er bedst informeret om egen økonomi.

Bilkøb som indikator

En anden populær indikator for privatforbruget er det samlede antal nyregistrerede personbiler. Dette antal offentliggøres 2-3 uger efter tillidsindikatorerne.¹ Biler er et varigt gode, og efterspørgslen er ret følsom over for konjunktoren, men også over for størrelsen på bilbestanden samt bil-relaterede regel- og afgiftsændringer, hvilket vil trække i retning af at hæmme bilkøbenes indikatorværdi. Inkluderes den årlige vækste i antallet af nyregistrerede personbiler ("Nyreg") i regressionen, fås

$$\Delta \text{Forbrug}_t = \underset{(0,11)}{0,34} \Delta \text{Forbrug}_{t-1} + \underset{(0,023)}{0,015} \text{Indikator}_t + \underset{(0,0081)}{0,060} \Delta \text{Nyreg}_t + 0,94,$$

$$R^2 = 0,75.$$

Koefficienten til væksten i antallet af nyregistrerede biler er signifikant og større end nyvognssalgets andel af det private forbrug, og modellens forklaringsgrad er øget væsentligt. I selskab med bilerne er forbrugertil-

¹ I analysen sammenlignes forbruget i et kvartal dog med samme kvartals samlede antal nyregistrerede personbiler. Dette antal er kendt ca. 2 uger efter kvartalets afslutning. I sammenligningen af resultaterne for personbils-indikatoren med resultaterne for de øvrige tillidsindikatorer skal det huskes, at tillidsindikatorerne for bygge-anlæg og industrien er kendt næsten 3 måneder før kvartalets antal nyregistrerede personbiler.

lidsindikatoren insignifikant. Ligningen angiver, at en ændring i bilkøbet på 1 pct. gennemsnitligt er ledsaget af 0,06 pct. ændring i samme retning i det samlede privatforbrug. Også dette resultat er følsomt over for 1986; ekskluderes dette år i regressionen bliver forbrugertillidsindikatoren signifikant, men der rokkes ikke ved, at bilkøbenes signalværdi er forholdsvis klar.

HVAD INDIKERER INDIKATORERNE OM BNP?

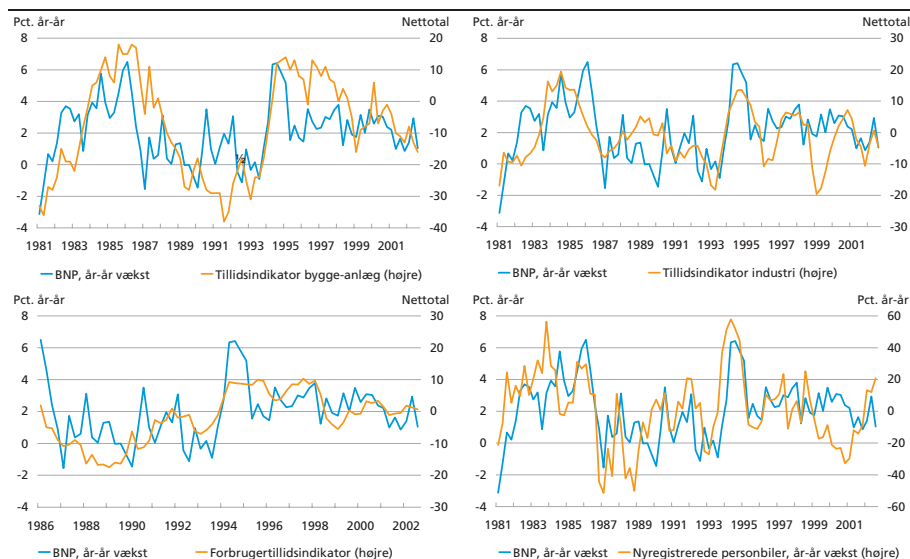
Ofte samler interessen sig om at kunne sige noget om økonomiens samlede aktivitet, og ikke kun aktiviteten i enkeltsektorer. I det følgende behandles kort, hvor gode tillidsindikatorerne og antal nyregistrerede biler er som pejlemærke for den aktuelle årlige vækstrate i BNP.

De tre samlede indikatorer behandlet ovenfor, samt væksten i antal nyregistrerede personbiler, er sammenholdt med den årlige vækstrate i BNP i figur 4.

Ikke overraskende samvarierer ingen af indikatorerne perfekt med den årlige vækstrate i BNP, men der ses dog en vis sammenhæng. De simple korrelationer mellem BNP-vækst og indikatorerne er 0,62 for bygge-anlæg, 0,54 for industri- og forbrugertilliden, samt 0,52 for antal nyregistrerede personbiler. At sidstnævnte er så konkurrencedygtig, er måske lidt overraskende, men det virker rimeligt, at fx mange bilkøb er et godt signal om nuværende og forventede fremtidige indkomster og

VÆKST I BNP OG INDIKATORER

Figur 4



Anm.: Sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

REGRESSIONSRESULTATER				Tabel 4
Indikator	a	b	c	R ²
Bygge-anlæg	0,47 (0,071)	0,035 (0,011)	1,4	0,50
Industri	0,53 (0,086)	0,058 (0,021)	1,1	0,51
Forbrugertillid	0,47 (0,093)	0,065 (0,020)	1,1	0,47
Vækst i antal nyregistrerede personbiler	0,56 (0,063)	0,029 (0,0051)	0,90	0,58

Anm.: Perioden er 1. kvartal 1981 – 3. kvartal 2002, for forbrugertilliden dog 1986 1. kvartal – 3. kvartal 2002. Tallene i parentes er Newey-West standardafvigelse, se også fodnoten side 62.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

dermed også om aktiviteten i økonomien, da BNP-konjunktoren ofte er forbrugstrukken. Dog skal det huskes, at bilkøbene foreligger senere end erhvervenes tillidsindikatorer, jf. fodnoten side 69, hvilket hæmmer sammenligneligheden af korrelationerne. Bilkøb i sig selv er en lille komponent i BNP og indgår mest som afgifter.

Da indikatorerne er korrelerede, fås det mest præcise fingerpeg om indikatorernes respektive forklaringsgrader med hensyn til BNP-væksten ved at inkludere dem én ad gangen i regressionsmodellen

$$\Delta \text{BNP}_t = a \times \Delta \text{BNP}_{t-1} + b \times \text{Indikator}_t + c + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim \text{IID}(0, \sigma^2).$$

Resultaterne fra de fire regressioner er vist i tabel 4.

Alle fire indikatorer har en signifikant forklaringsgrad for BNP-væksten. Væksten i antal nyregistrerede personbiler har den største forklaringsgrad. At forbrugertilliden umiddelbart kommer med den laveste forklaringsgrad hænger sammen med, at regressionsperioderne afviger fra hinanden. Hvis alle regressioner køres fra 1. kvartal 1986 falder forklaringsgraden for industri- og bygge-anlægsindikatoren til ca. 0,46, mens R² i modellen med væksten i antal nyregistrerede personbiler falder til 0,55.

KONKLUSION

Brugen af tillidsindikatorer synes at have en vis empirisk støtte. Årlige vækstrater korrelerer bedre med indikatorerne end de relativt støjfyldte kvartalsvise ændringer og de mere træge afvigelse fra trende. Det er tegn på, at indikatorerne har relativ kort hukommelse, dvs. bedst fanger korterevarende cykler i økonomien.

Tillidsindikatorernes fejlvisning med hensyn til den realøkonomiske udvikling består af støj og bias. Mest oplagt kommer støj fra, at økono-

mien udvikler sig anderledes end ventet, og at indikatorerne formentligt er påvirket af konjunktoren selv og ikke udelukkende af præcise overvejelser om den nærmeste fremtid. Dertil kommer, at nettotalsbegrebet ikke siger noget direkte om størrelsen af de forventede ændringer. Endelig betyder det noget, at de anvendte mål for den realøkonomiske udvikling er behæftet med almindelig statistisk usikkerhed, ligesom det ikke altid er oplagt, hvilket mål der er det relevante. Det gælder specielt forbrugertillidsindikatoren.

Bias i form af systematisk mere negative indikatorer i forhold til de betragtede realøkonomiske størrelser eksisterer i alle tre indikatorer. Det betyder, at et nettototal på nul ikke kan fortolkes som en neutral udvikling, men en positiv, svarende til at virksomheders og forbrugeres normalsituation indebærer en vis vækst. Størst er bias i indikatoren for bygge-anlæg. Generelt synes problemet dog ikke at være overvældende stort, og man kan korrigere for misvisningen, når indikatorerne oversættes til skøn på udviklingen i aktivitet eller forbrug.

Risikopræmien på aktier

Niki Saabye, Handelsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Emnet for denne artikel er risikopræmien på aktier defineret som aktiers forventede merafkast over den risikofrie rente. Risikopræmien har afgørende indflydelse på, hvor stor en andel af opsparingen den enkelte investor må forventes at placere i aktier. Problemet med risikopræmien på aktier er, at det ikke er en størrelse, der er direkte observerbar i markedet, hvorfor det er nødvendigt at estimere den. Dette kan gøres på flere forskellige måder, og der er derfor langt fra enighed om risikopræmiens aktuelle niveau.

De metoder, der benyttes til estimation af risikopræmien, kan opdeles i tre kategorier: 1) En historisk bagudskuende, 2) en teoretisk fremadskuende og 3) en rundspørge kategori. Disse kategorier har hver især forskellige fordele og ulemper, men fælles for dem er, at de ikke entydigt kan bestemme den sande værdi for risikopræmien.

Estimation af den historiske risikopræmie er meget følsom over for periodevalget, hvilket skyldes, at de realiserede afkastforskelle svinger meget fra år til år. For perioden 1970-2002 estimeres den historiske risikopræmie på danske aktier til ca. 5 pct. p.a.¹ Den historiske risikopræmie for danske aktier ligger generelt under, hvad der observeres i USA.

Risikopræmien påvirkes teoretisk set af en række økonomiske variable (fx økonomisk vækst, inflation, indtjening i virksomhederne og investorenes risikoaversion), hvorfor ændringer i disse kan påvirke risikopræmien. Terrorangrebene mod USA 11. september 2001 medførte umiddelbart faldende aktiekurser. En mulig udlægning er, at den forventede risikopræmie i perioden herefter steg som følge af øget risikoaversion hos investorerne.

Denne artikel består af to hovedafsnit: 1) En kort gennemgang af begrebet risikopræmie i et teoretisk lys, og 2) et afsnit der belyser risikopræmien på danske aktier i et aktuelt og et historisk perspektiv.

¹ Nationalbanken har fået adgang til en database (Global Financial Data, Inc.), der bl.a. indeholder et historisk totalafkast-indeks (dvs. et indeks der inkluderer dividendebetalingerne, hvilket giver et mere korrekt billede ved estimation af risikopræmien end et prisindeks alene) for det danske aktiemarked. Disse data er anvendt til at estimere den historiske risikopræmie for danske aktier.

HVAD ER RISIKOPRÆMIEN PÅ AKTIER?

I dette afsnit beskrives, hvad der forstås ved begrebet risikopræmie, hvilke forhold der påvirker den, og hvorvidt det er muligt at estimere/måle risikopræmien på aktier.

Definition af risikopræmien på aktier

Risikopræmien er det merafkast over den risikofrie rente, som en investor forventer at få ved en investering, hvor udfaldet ikke er kendt med sikkerhed. Risikopræmien er dermed udtryk for det forhold, at risikable investeringer må forventes at give et større afkast end sikre investeringer, idet ingen investor ellers vil påtage sig risiko. Dvs. risikopræmien på aktier¹ er – som navnet siger – en betaling for den risiko, der knytter sig til en aktieinvestering². Dette kan udtrykkes som:

$$(1) \quad E[RP] = E[A_{\text{aktier}}] - r$$

hvor $E[RP]$ er den forventede risikopræmie på aktier (RP er risikopræmien, og $E[]$ udtrykker, at der er tale om forventninger). $E[A_{\text{aktier}}]$ er det forventede afkast på aktier³, og r er den risikofrie rente. Eftersom afkastet på aktier ikke er en på forhånd kendt størrelse, kan risikopræmien både anskues som en historisk (ex post) præmie og som en fremadskuende (ex ante) præmie. Ovenstående ligning udtrykker investorernes forventede ex ante risikopræmie $E[RP]$, og det er vigtigt at understrege, at den sagtens kan afvige fra det efterfølgende udfald RP. Med andre ord vil den risikopræmie, der kan estimeres på baggrund af historiske observationer ikke nødvendigvis stemme overens hverken med de forventninger, som investorerne havde på forhånd, eller med deres forventninger til den fremtidige risikopræmie.

Hvilke forhold påvirker risikopræmien?

Det fremgår af udtrykket for den forventede risikopræmie, at den påvirkes af to forhold, det forventede aktieafkast og den risikofrie rente. Hvis den risikofrie rente antages at være konstant og kendt, hvilket er en tilstrækkelig betingelse for risikofrihed, vil det udelukkende være ændringer i det forventede aktieafkast, som påvirker den forventede risikopræmie. Forhold, der påvirker det forventede afkast på aktier, vil således også påvirke den forventede risikopræmie.

¹ I det følgende vil "risikopræmie på aktier" og risikopræmie blive anvendt synonymt.

² Aktieafkastet svinger meget og er i nogle perioder stærkt negativt, fx i 2001 og 2002.

³ "Aktier" skal i denne sammenhæng forstås som repræsentant for hele markedet – dvs. A_{aktier} udtrykker det forventede afkast ved at holde en portefølje bestående af samtlige aktier i markedet. I praksis approksimeres dette med et repræsentativt aktieindeks.

Det forventede afkast på en aktie i den kommende periode kan udtrykkes som:

$$(2) \quad E[A]_t = \frac{(E[K_{t+1}] - K_t) + E[\text{div}_t]}{K_t}$$

hvor K_t er aktiens kurs på tidspunkt t , $E[K_{t+1}]$ er aktiens forventede kurs på tidspunkt $t+1$, og $E[\text{div}_t]$ er de forventede dividender, som udbetales i perioden mellem t og $t+1$. Det forventede afkast¹ består dermed dels af en forventet kursgevinst ($E[K_{t+1}] - K_t$) og dels af de forventede dividendebetalinger, $E[\text{div}_t]$. Hvis det antages, at investoren beholder aktien i al evighed, vil afkastet udelukkende bestå af de løbende dividendebetalinger, idet der aldrig vil blive realiseret kursgevinster. Kursen på en aktie vil derfor i teorien være lig nutidsværdien af de fremtidige dividender. Matematisk kan dette udtrykkes som:

$$(3) \quad K_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\text{div}_t]}{\prod_{t=1}^t (1 + d_t)}$$

hvor d_t er investorernes afkastkrav i periode t – dvs. det afkast, som investorerne kræver for at besidde en aktie i periode t . Den ovenstående model kaldes den tilbagediskonterede dividende model (Discounted Dividend Model, DDM). Det fremgår af DDM, at kursen på en aktie afhænger af to forhold: 1) forventningerne til de fremtidige dividender og 2) investorernes afkastkrav.

De fremtidige dividender kan påvirkes af en række faktorer. Eksempelvis vil ændringer i virksomhedens fremtidige indtjening slå direkte ud i dividendebetalingerne, hvis virksomheden udbetaler en fast andel af sit overskud som udbytte til aktionærerne. Indtjeningen i virksomheden påvirkes af såvel makroøkonomiske faktorer (fx den økonomiske vækst og inflationsraten) som selskabsspecifikke faktorer (fx konkurrenceforhold og ledelse).

Størrelsen af investorernes afkastkrav afhænger bl.a. af, hvilke alternative placeringsmuligheder (statsobligationer, kontanter, fast ejendom m.m.) der eksisterer, dvs. hvilke andre kombinationer af forventet afkast og risiko, der findes i økonomien. Derudover afhænger afkastkravet af investorernes grad af risikoaversion. Jo mere risikoavers en investor er,

¹ Det forventede afkast vil i teorien altid være positivt, da investorerne som udgangspunkt må forvente, at risiko aflønnes, jf. definitionen på risikopræmien. Afkastet består af to elementer: En kursgevinst og en dividendebetaling. Da det samlede afkast forventes at være positivt, kan man principielt forestille sig en situation, hvor der er tale om et kurstab, men at dette mere end opvejes af dividendebetalingen.

des større er kravet til det forventede afkast, dvs. d_t er høj, og investoren vil derfor alt andet lige betale en lavere kurs. Investorenes risikoaversion er ikke nødvendigvis konstant, men påvirkes, hvis eksempelvis chok øger usikkerheden i økonomien. Investorenes formue er en anden faktor, der kan påvirke deres risikoaversion. Ofte antages det, at mindre formue medfører øget risikoaversion og vice versa. Der er megen psykologi forbundet med investorenes risikoaversion, hvorfor det er svært at give en udtømmende liste over de faktorer, der påvirker den.

Endelig vil faktorer som virksomhedernes livscyklus og investorenes investeringshorisont have indflydelse på afkastkravet.

Ovenstående kan sammenfattes til, at risikopræmien påvirkes af de forhold, der bestemmer størrelsen af de fremtidige dividender og investorenes afkastkrav¹.

Risikopræmien på aktier er en central størrelse på de finansielle markeder, bl.a. fordi den har afgørende indflydelse på en investors optimale porteføljevalg. Imidlertid er det et problem, at risikopræmien ikke er en direkte observerbar størrelse, hvorfor den skal estimeres.

Hvorledes estimeres risikopræmien?

Der findes reelt tre forskellige tilgangsvinkler til at estimere risikopræmien: 1) Den historiske tilgang, 2) den fremadskuende teoretiske tilgang og 3) rundspørgetilgangen.

Ved den historiske tilgangsvinkel beregnes risikopræmien for en given periode på baggrund af historiske afkast på aktier og den risikofrie rente. I praksis kan den risikofrie rente – ligesom risikopræmien på aktier – ikke observeres direkte, hvorfor det er nødvendigt at benytte en approksimation². Den historisk beregnede risikopræmie vil derfor være lig det gennemsnitlige merafkast, som en investering i aktier for en udvalgt periode har givet i forhold til renten på en given statsobligation³. Afkastet på aktier beregnes i reglen på baggrund af et bredt aktieindeks som fx S&P500 for USA eller Københavns Fondsbørs Totalindeks for Danmark.

Den historiske tilgangsvinkel er meget benyttet på trods af, at der knytter sig en række problemer til metoden. For det første påvirkes estimatet for risikopræmien af periodevalget. For det andet vil approksimationen for den risikofrie rente reelt ikke være helt risikofri (bl.a. som følge af, at investorerne ikke kan være sikre på at kunne geninve-

¹ Ved at indsætte udtrykket for den teoretiske aktiekurs (3) i formelen for afkastet på en aktie (2) og dernæst indsætte dette udtryk i ligningen for den forventede risikopræmie (1), ses det, at det er de samme variable, der bestemmer størrelsen af de fremtidige dividender og investorenes afkastkrav, som påvirker størrelsen af risikopræmien.

² I den finansielle litteratur ses den risikofrie rente ofte approksimeret med renten (evt. afkastet) på en 10-årig statsobligation eller en 3-måneders pengemarkedsrente.

³ Dette merafkast kan være positivt såvel som negativt, idet det beregnes ex post.

stere de løbende afkast til samme rente). Endelig er det et generelt problem med den historiske risikopræmie, at den ikke nødvendigvis giver et godt billede af, hvad der kan forventes i fremtiden, medmindre historien gentager sig selv.

Den fremadskuende teoretiske tilgang tager sit udgangspunkt i en given model, fx en variant af DDM, jf. næste afsnit, hvor risikopræmien estimeres på baggrund af de aktuelle markedskurser og forventninger til fremtiden. Fordelen ved denne metode frem for den historiske tilgangsvinkel er, at den giver et estimat for den aktuelle forventning til risikopræmien i markedet. Ulempen ved metoden er, at den afhænger af den anvendte model og dermed af de antagelser og forudsætninger, der ligger bag denne.

Rundspørgetilgangen består i, at et udvalgt panel af markedsdeltagere – tilfældigt eller selektivt udvalgt – giver deres bud på den aktuelle risikopræmie, hvorefter der beregnes et konsensuskøn. Metoden har et meget subjektivt skær og egner sig bedst som et supplement til de to andre metoder. Rundspørgetilgangen vil ikke blive forfulgt yderligere i denne artikel.

Konsekvensen af, at risikopræmien kan estimeres på forskellige måder, er, at der langt fra er enighed om størrelsen af risikopræmien.

RISIKOPRÆMIEN OG EN AKTIES TEORETISKE KURS

I det foregående afsnit blev den generelle version af DDM introduceret. Et problem ved denne metode er, at for at kunne bestemme aktiekursen skal alle de fremtidige dividender estimeres. Jo længere ude i fremtiden disse kommer til udbetaling, des større usikkerhed er der forbundet ved dem. I forbindelse med estimation af den teoretiske aktiekurs benyttes derfor ofte den såkaldte Gordon model¹, der er en mere simpel variant af den generelle DDM. I Gordon modellen antages det, at dividendebetalingerne vokser med en konstant vækstrate i hver periode, samt at investorernes afkastkrav er ens i hver periode. Disse simple antagelser gør det muligt at reducere udtrykket for aktiekursen til:

$$(4) \quad K_0 = \frac{\text{div}_0 \cdot (1 + g)}{d - g}$$

hvor g er den konstante vækstrate i dividenderne, d er investorernes afkastkrav i hver periode, og div_0 er dividendebetalingen i dag (periode 0). På baggrund af ligning (4) er det muligt at illustrere, hvorledes skift i

¹ Gordon (1962).

Det forventede afkast på en aktieinvestering $E[A_{\text{aktier}}]$ må nødvendigvis være lig investorenes afkastkrav d , hvis der skal eksistere et marked for aktieinvesteringer. Hvis det forventede aktieafkast er mindre end investorenes afkastkrav, vil investorerne ikke være villige til at købe aktier. Dette vil reducere aktiekurserne, indtil det forventede afkast igen svarer til investorenes afkastkrav. Omvendt vil kurserne presses op, hvis det forventede afkast ligger over investorenes afkastkrav. Som nævnt kan risikopræmien udtrykkes ved:

$$E[RP] = E[A_{\text{aktier}}] - r$$

Hvis $E[A_{\text{aktier}}]$ erstattes med d , fås følgende udtryk:

$$d = E[RP] + r$$

Det fremgår nu, at investorenes afkastkrav er lig den forventede risikopræmie plus den risikofrie rente. Substitueres dette ind i Gordon modellen (4), fremkommer den omskrevne version:

$$K_0 = \frac{\text{div}_0 \cdot (1+g)}{E[RP] + r - g}$$

risikopræmien påvirker aktiekurserne. Efter nogle få omskrivninger, jf. boks 1, fremkommer ligning (5).

$$(5) \quad K_0 = \frac{\text{div}_0 \cdot (1+g)}{E[RP] + r - g}$$

Denne version af Gordon modellen viser, at der er en negativ sammenhæng mellem størrelsen på den forventede risikopræmie og aktiekurserne. En stigning i den forventede risikopræmie medfører et fald i aktiekursen, mens det modsatte er tilfældet ved et fald i risikopræmien. Modellen kan også anvendes til at estimere den forventede risikopræmie på baggrund af aktiekursen, den risikofrie rente, den konstante vækstrate i dividenderne og dividendeudbetalingen i periode 0, idet der ved omrokering af udtrykket fås:

$$(6) \quad E[RP] = \frac{\text{div}_0 \cdot (1+g)}{K_0} + g - r$$

Modellens styrke er også dens svaghed, idet dens meget restriktive antagelser gør resultaterne følsomme over for ændringer i disse. I det næste afsnit vil der i forbindelse med estimation af risikopræmien

blive undersøgt, hvorledes resultaterne påvirkes, når forudsætningerne ændres.

RISIKOPRÆMIEN I ET AKTUELT OG ET HISTORISK PERSPEKTIV

I dette afsnit belyses udviklingen i den historiske risikopræmie for danske aktier på baggrund af historiske aktieafkast for perioden 1970-2002. Disse resultater sammenlignes dernæst med en række andre undersøgelser. Endelig ses på, hvorledes skift i investorernes risikoaversion påvirker risikopræmien.

Risikopræmien på danske aktier

De efterfølgende beregninger af risikopræmien på danske aktier er baseret på den såkaldte historiske tilgang, jf. tidligere. Udgangspunktet er at beregne årlige afkast for et bredt aktieindeks og dernæst fratrække den risikofri rente. En akties afkast består – som tidligere nævnt – dels af en kursgevinst (evt. et kurstab) samt en dividendebetaling. Det er derfor vigtigt, at det aktieindeks, der bruges til estimation af afkastene, tager højde for dividendebetalingerne, idet aktieafkastene (og dermed også den historiske risikopræmie) ellers vil blive undervurderet. I denne artikel beregnes de årlige aktieafkast derfor på baggrund af et såkaldt totalafkast-indeks, der inkluderer de årlige dividendebetalinge¹. I de efterfølgende beregninger ses der bort fra skatte- og inflationsmæssige forhold, og risikopræmien beregnes derfor på baggrund af nominelle før skat aktieafkast og obligationsrenter.

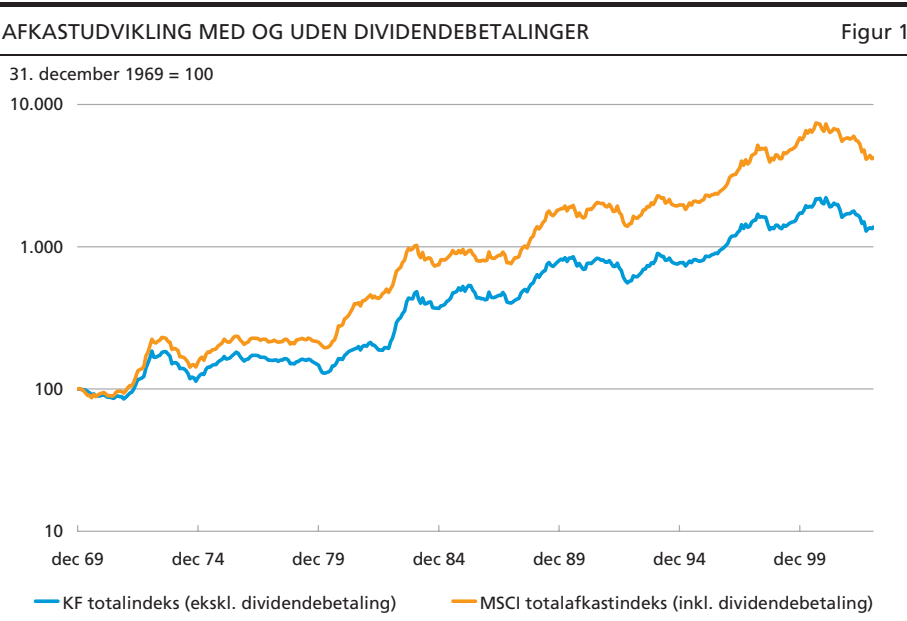
Figur 1 viser udviklingen i det akkumulerede afkast ved en investering på 100 kr. ultimo december 1969 for henholdsvis MSCI totalafkast-indeks (inkl. dividendebetalinge) og Københavns Fondsbørs totalindeks (ekskl. dividendebetalinge)².

Det fremgår af figur 1, at det akkumulerede afkast reduceres markant, hvis dividendebetalingerne udelades. Således er 100 kr. vokset til 4.166 kr. ultimo december 2002 på baggrund af MSCI totalafkast-indekset, mod 1.345 kr. på baggrund af KF totalindekset. Denne afkastforskel kan tilskrives de gennemsnitlige dividendeafkast, der i den betragtede periode har været 3,2 pct. p.a.³

¹ Der benyttes det såkaldte MSCI totalafkast-indeks for Danmark udarbejdet af Morgan Stanley.

² De to indeks er ikke 100 pct. sammenlignelige, idet der indgår flere aktier i KF totalindeks end i MSCI totalafkast-indekset.

³ I perioden 1970-82 er det gennemsnitlige dividendeafkast 5,3 pct. p.a. mod 1,8 pct. p.a. for perioden 1983-2002.



Anm.: Logaritmisk skala.
Kilde: Global Financial Data Inc.

Den risikofrie rente approksimeres med renten på en 10-årig dansk statsobligation. Den historiske risikopræmie for Danmark i år t beregnes som:

(7)
$$RP_t = A_t - r_t$$

hvor RP_t er den historiske risikopræmie i år t , A_t er afkastet på aktier i år t , og r_t er den gennemsnitlige rente for en 10-årig dansk statsobligation i år t . Bemærk, at den historiske risikopræmie kan være negativ, idet der nu er tale om realiserede og ikke forventede aktieafkast.

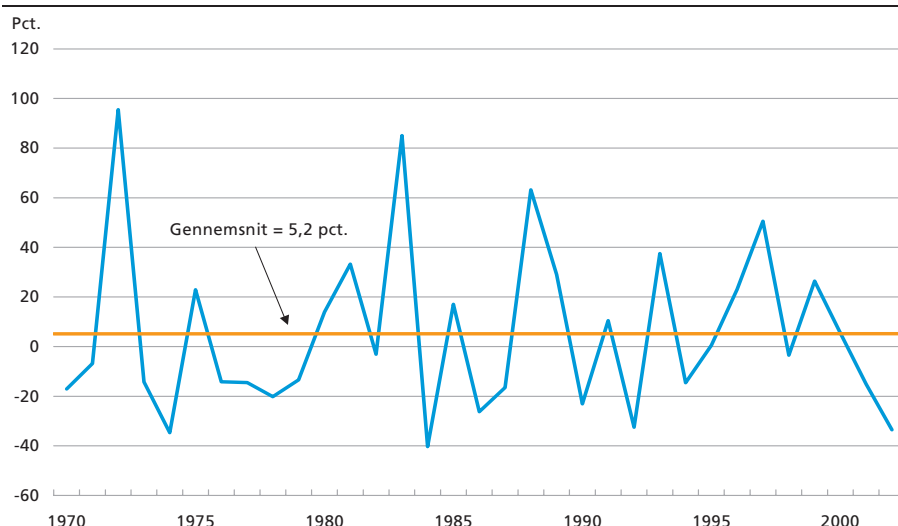
Normalt vil man ikke betragte den historiske risikopræmie for et enkelt år, da præmierne varierer meget fra år til år. I stedet betragtes den gennemsnitlige risikopræmie for en given periode. Tabel 1 indeholder en oversigt over den gennemsnitlige historiske risikopræmie på danske aktier samt tilhørende standardafvigelse for udvalgte perioder.

HISTORISK RISIKOPRÆMIE FOR DANMARK			Tabel 1
Pct. p.a.	Risikopræmie		
	Gennemsnit	Standardafvigelse	
1970-1982.....	2,1	33,7	
1983-2002.....	7,2	34,4	
1970-2002.....	5,2	33,7	

Anm.: Den risikofrie rente er approksimeret med den gennemsnitlige rente på en 10-årig dansk statsobligation.
Kilde: Global Financial Data Inc. og egne beregninger.

ÅRLIGE REALISEREDE RISIKOPRÆMIER PÅ DANSKE AKTIER

Figur 2



Kilde: Global Financial Data Inc.

Den gennemsnitlige historiske risikopræmie for Danmark har i perioden 1970-2002 været 5,2 pct. p.a., jf. tabel 1. Med andre ord har danske aktier i gennemsnit givet et nominelt årligt merafkast før skat på 5,2 pct. i forhold til renten på en 10-årig dansk statsobligation. Tabellen viser samtidig, at risikopræmien langt fra har været konstant fra år til år, idet der knytter sig en betydelig standardafvigelse til gennemsnittet. Den store variation i de enkelte års realiserede afkastforskelle fremgår tydeligt af figur 2.

Ved opdeling i to delperioder ses det, at disse perioder giver vidt forskellige værdier for risikopræmien, jf. tabel 1. Det illustrerer en af svaghederne ved den historiske tilgangsvinkel, idet den ikke nødvendigvis giver et godt forecast af den fremtidige risikopræmie selv for længere tidsperioder. Således ville en investor ved indgangen til 1983 have forventet en gennemsnitlig årlig risikopræmie på 2,1 pct. ved brug af den historiske risikopræmie for perioden 1970-82. Til sammenligning blev den realiserede risikopræmie i den efterfølgende periode fra 1983-2002 7,2 pct. Derudover siger den realiserede historiske risikopræmie for en given periode ikke nødvendigvis noget om, hvad investorerne faktisk forventede i den pågældende periode.

For at undersøge, hvorledes risikopræmien påvirkes af valget af risikofri rente, er risikopræmien på danske aktier i tabel 2 beregnet med en 12-måneders rente for danske kroner som ny approksimation¹. Risiko-

¹ Data for 12-måneders euro-currency renter for danske kroner er kun tilgængelig for perioden 1982-2002.

HISTORISK RISIKOPRÆMIE FOR DANMARK (1-ÅRIG RENTE)

Tabel 2

Pct. p.a.	Risikopræmie	
	Gennemsnit	Standardafvigelse
1983-2002	7,6	33,8

Anm.: Den risikofrie rente er approksimeret med en 12-måneders euro-currency rente for danske kroner. Årets rente er sat lig ultimo renten for det foregående år. Fx er renten for 1983 sat lig ultimo renten for december 1982 osv.

Kilde: Global Financial Data Inc., EcoWin og egne beregninger.

præmien estimeres nu til 7,6 pct. p.a., hvilket er 0,4 procentpoint større end estimeret i tabel 1. Denne – forholdsvis lille – forskel skyldes primært, at rentekurven har haft positiv hældning (dvs. renterne vokser med løbetiden) gennem den betragtede periode.

Hvad viser andre undersøgelser?

Denne artikels estimerede historiske risikopræmie for Danmark på 5,2 pct. afviger ikke markant fra, hvad andre undersøgelser når frem til. Således finder Risager og Nielsen (2001), at den historiske risikopræmie for Danmark i perioden 1924-99 har været 4,1 pct.¹, mens Engsted og Tanggaard (1999) estimerer den historiske risikopræmie på danske aktier til 3,7 pct. for perioden 1922-96.²

Risager og Nielsens undersøgelse bekræfter ligeledes, at den historiske risikopræmie påvirkes meget af periodevalget. Her foretages en opdeling i to delperioder henholdsvis 1924-82 og 1983-99. Risikopræmien estimeres henholdsvis til 2,1 pct. og 11,2 pct. i de to perioder. Igen er der en pæn overensstemmelse med denne artikels estimerer.³

Når der er så markant forskel på de to perioders historiske risikopræmie, skyldes det ikke mindst, at perioden 1983-99 generelt var karakteriseret ved et næsten konstant stigende aktiemarked⁴ samt faldende renter. Skiftet i den økonomiske politik, bl.a. den konsekvente fastkurspolitik, liberalisering af de finansielle markeder samt ændrede beskatningsregler (indførslen af realrenteafgiften, der beskatningsmæssigt favoriserede aktier frem for obligationer) var alle faktorer, der gav grobund for de stigende aktiekurser. Modsat forholdt det sig i 1970'erne, hvor to oliekriser, gentagne devalueringer og øget inflation betød lange perioder med stigende renter og faldende aktiekurser.

¹ Nielsen & Risager, 2001. Nielsen & Risager anvender en 1-årig rente som approksimation for den risikofrie rente. Deres aktieafkast indeholder også dividendebetalingerne.

² Engsted & Tanggaard anvender som risikofri rente Nationalbankens diskonto op til 1975, der derefter er kædet sammen med en kort nulkuponrente. Deres aktieafkast indeholder også dividendebetalingerne.

³ Årsagen til, at Nielsen & Risagers estimat for perioden 1983-99 er betydeligt større end denne artikels estimat for perioden 1983-2002, er de store negative aktieafkast i 2001 og 2002.

⁴ Københavns Fondsbørs totalindeks steg i perioden 1983-99 med 701 pct.

Den historiske risikopræmie for Danmark er noget mindre end den, der observeres i USA. Cornell (1999) estimerer således den historiske risikopræmie i USA for perioden 1926-97 til 7,4 pct. eller næsten det dobbelte af den danske, jf. Risagers & Nielsens undersøgelse. De to undersøgelsers estimater er dog ikke 100 pct. sammenlignelige, idet Cornell anvender årlige afkast på en 20-årig amerikansk statsobligation som approksimation for den risikofrie rente.

Cornells estimat ligger noget over Ilmanens (2002) undersøgelse af perioden 1900-2001, idet denne giver en historisk risikopræmie på 4,8 pct. for USA. Ilmanens risikopræmie trækkes dels ned af de relativt beskedne årlige aktieafkast i perioden 1900-25 samt de massive aktiekursfald i USA i 2000 og 2001. Dette illustrerer endnu engang, hvor følsom estimation af den historiske risikopræmie er over for periodevalget.

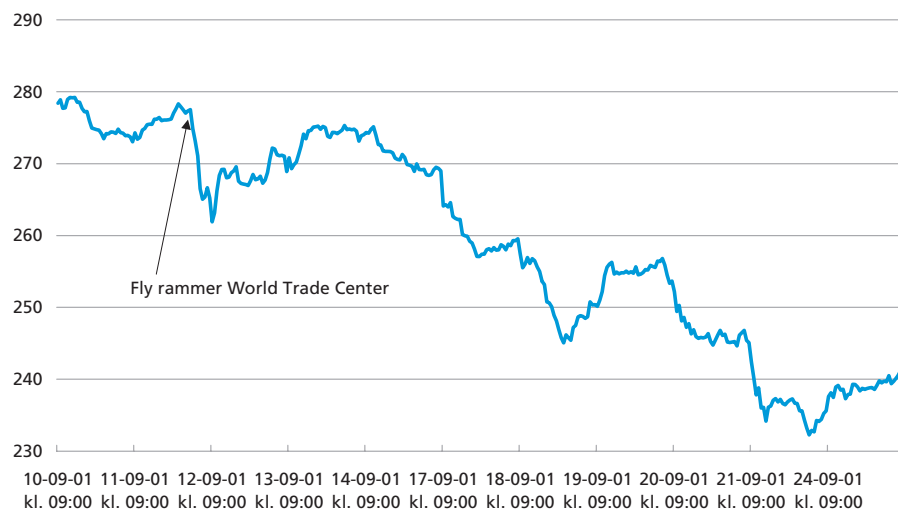
Den historiske risikopræmies periodeafhængighed gør, at den ikke nødvendigvis egner sig til at forudsige investorernes forventede risikopræmie, jf. det foregående afsnit. Fama og French (2002) finder i den forbindelse, at den realiserede historiske risikopræmien i USA i perioden 1951-2000 lå markant over investorernes forventede risikopræmie. De estimerer således, at den realiserede historiske risikopræmie i USA for perioden 1951-2000 var 7,4 pct., mens den forventede risikopræmie estimeres til henholdsvis 2,6 pct. eller 4,3 pct. afhængig af den anvendte model.¹ Fama og French fremhæver store uventede kapitalgevinster for aktionærene som den primære forklaring på denne forskel mellem realiseret og forventet risikopræmie.

Ændringer i investorernes risikoaversion

Som det fremgår af ovenstående, er der intet, der tyder på, at risikopræmien er en konstant størrelse over tid. Dette billede stemmer godt overens med, at de forhold, der påvirker risikopræmien, heller ikke er konstante over tid. Dermed ikke sagt, at risikopræmien ikke kan have en ligevægtsværdi, som den vil bevæge sig hen imod, blot at forskellige stød til økonomien også kan give sig udslag i en ændret risikopræmie.

I dette afsnit gives et eksempel på, hvorledes risikopræmien kan påvirkes, når der sker en ændring i investorernes risikoaversion. Udgangspunktet for analysen er perioden 10. september 2001 til 24. september 2001. Terrorangrebene mod USA 11. september 2001 kom som et totalt chok, og det synes umiddelbart rimeligt at antage, at den frygt og usikkerhed, der fulgte i kølvandet på disse begivenheder, gav sig udslag i stigende risikoaversion hos investorerne.

¹ De to modeller er henholdsvis en variant af DDM (2,6 pct.) og en indtjeningsvækst model (4,3 pct.).



Kilde: Bloomberg.

Figur 3 viser udviklingen i KFX-indekset med 15 minutters intervaller i perioden 10. september 2001 til 24. september 2001. KFX-indekset falder markant i tidsrummet efter 11. september og reduceres med i alt 16,3 pct. frem til bunden 21. september kl. 15:00.

Hvis denne kursudvikling betragtes inden for rammerne af en Gordon model med uændret forventet afkast og risikofri rente, kan det illustreres, hvorledes den forventede risikopræmie ændrede sig som følge af en stigning i investorernes risikoaversion.

Tabel 3 illustrerer, hvorledes den forventede risikopræmie under disse forudsætninger ændrede sig umiddelbart efter 11. september. Den forventede risikopræmie er, som tidligere nævnt, ifølge Gordon modellen givet ved:

$$(8) \quad E[RP] = \frac{\text{div}_0 \cdot (1+g)}{K_0} + g - r$$

Det er en forudsætning for analysen, at det kun er investorernes risikoaversion, som påvirkes af terrorangrebene i dagene umiddelbart efter 11. september, mens økonomiens øvrige forhold antages at være uændrede, hvilket i tabellen er illustreret ved, at kursen K_0 er den eneste indgående variabel, der ændres. Det skal understreges, at dette er en stærk antagelse, der bl.a. medfører, at de kursfald, som fx luftfartsindustrien oplevede, udelukkende tilskrives stigende risikoaversion. Dog er der tale om en antagelse, der gælder for en forholdsvis kort periode.

CHOK TIL INVESTORERNES RISIKOAVERSION

Tabel 3

	11/9 kl. 14:45	11/9 kl. 16:00	21/9 kl. 15:00
K_0 (kurs).....	277,51 kr.	265,04 kr.	232,26 kr.
div0 (dividende i periode 0).....	4,35 kr.	4,35 kr.	4,35 kr.
g (vækstrate i dividender)	4,60 pct.	4,60 pct.	4,60 pct.
r (risikofri rente)	5,09 pct.	5,09 pct.	5,09 pct.
E[RP] (forventet risikopræmie).....	1,15 pct.	1,23 pct.	1,47 pct.

Anm.: Dividenden i periode 0 er den samlede dividende for perioden 3. kvartal 2000 til 2. kvartal 2001. Den årlige vækstrate i dividenderne er sat lig den gennemsnitlige vækstrate for dansk BNP i løbende priser for perioden 1990-2001. Den risikofrie rente er approksimeret med den gennemsnitlige rente for en 10-årig dansk statsobligation i 2001. Hvis overskud kun udloddes delvist, vil beregningen undervurdere niveauet for risikopræmien.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Bloomberg og egne beregninger.

Det fremgår, at Gordon modellen estimerer den forventede risikopræmie i markedet til 1,15 pct. umiddelbart før terrorhandlingerne. Det initiale chok i markedet førte, jf. Gordon modellen, til en stigning i den forventede risikopræmie på 0,08 procentpoint, jf. tabel 2.

De efterfølgende dage bød på stigende nervøsitet og usikkerhed blandt investorerne, idet det ikke stod klart, hvorledes verdensøkonomien ville blive påvirket af terrorangrebene. Det medførte stigende risikoaversion, og investorerne foretrak mere sikre aktiver (fx statsobligationer) på bekostning af aktier. I Gordon modellen gav dette sig udslag i en yderligere stigning i den forventede risikopræmie fra 1,15 pct. til 1,47 pct. Dette forudsætter som nævnt, at hele faldet i KFX-indekset frem til dets foreløbige bund 21. september 2001 kl. 15:00 kan tilskrives stigende risikoaversion, så de øvrige variable i modellen var uændrede.

Dette eksempel illustrerer, hvorledes et skift i investorernes risikoaversion påvirker den risikopræmie, som investorerne forventer/kræver for at holde aktier. Når investorernes risikoaversion stiger, må aktiekurserne således falde, hvis de fremtidige dividendebetalinger efterfølgende skal kunne honorere den øgede risikopræmie.

Det skal understreges, at Gordon modellens estimat for den forventede risikopræmie er meget følsomt over for antagelsen om dividendernes vækstrate. En stigning i vækstraten på 1 procentpoint vil således altid give sig udslag i en stigning i den forventede risikopræmie på over 1 procentpoint. Ændres niveauet for den risikofrie rente, påvirker dette den forventede risikopræmie i forholdet 1:-1. Således vil en stigning i den risikofrie rente på 1 procentpoint betyde et fald i den forventede risikopræmie på 1 procentpoint.

Endelig påvirkes risikopræmiens niveau af størrelsen af dividendebetalingerne div_0 . Der kan sættes spørgsmålstejn ved, om det er rimeligt at benytte de seneste dividendebetalinger i Gordon modellen, eller om der i stedet bør anvendes et estimat for et langsigtetsniveau. I en variant af

Gordon modellen ses dividendebetalingerne erstattet med en andel af den faktiske indtjening i virksomhederne for på den måde at gøre modellen uafhængig af virksomhedernes udbyttepolitik, der bl.a. kan være påvirket af skattemæssige overvejelser.

LITTERATUR

Cornell, B. (1999), *The Equity Risk Premium – The Long-Run Future of the Stock Market*, John Wiley & Sons, Inc.

ECB (2002), *The Stock market and monetary policy, Monthly Bulletin* – February 2002.

Ejerskov, S. (2000), *Aktiekurser, boligpriser og pengepolitik*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2000.

Engsted, T. & Tangaard, C. (1999), *Risikopræmien på danske aktier*, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1999, Bind 137.

Fama, E. F. & French, K. R. (2002), *The Equity Premium*, *The Journal of Finance*, vol. LVII, No. 2, April 2002.

Gordon, M. J. (1962), *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Irwin.

Ilmanen, A (2002), *Stocks Versus Bonds*, Schroder Salomon Smith Barney.

Nielsen, S. & Risager, O. (2001), *Stock returns and bond yields in Denmark, 1922-99*, *Working Paper 3-2001* Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København.

Olesen, J. O. & Risager, O. (2000), *On the Predictability of the Danish Equity Premium*, *Working Paper 5-2000* Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København.

Panigirtzoglou, N. & Scammell, R. (2002), *Analysts' earnings forecast and equity valuations*, Bank of England *Quarterly Bulletin*, Spring 2002.

Wetherilt, A. V. & Weeken, O. (2002), *Equity valuation measures: what can they tell us?* Bank of England *Quarterly Bulletin*, Winter 2002.

Bodil Nyboe Andersens tale på Finansrådets årsmøde den 4. december 2002

Næsten alle rapporter og artikler om den internationale økonomiske udvikling starter i disse måneder med at konstatere, at usikkerheden er usædvanlig stor. Ikke alene er det ventede opsving endnu engang skudt et år ud i tiden. Det er også blevet mere almindeligt at høre bekymringer for både den amerikanske og den europæiske udvikling.

Ordene recession, depression og deflation optræder hyppigt i overskrifterne – ofte lidt i flæng som udtryk for det fænomen, at det ikke går så godt, som vi var vant til i årene op til 2000.

I økonomernes sprogbrug er de tre begreber forskellige:

- Recession er det mindst alvorlige. En tommelfingerregel siger, at et fald i produktionen to kvartaler i træk er en "teknisk recession". I USA opererer National Bureau for Economic Research med en mere sofistikeret recessionsdefinition, der baserer sig på udviklingen i en række makroøkonomiske størrelser. Efter den definition har Bureauet for et års tid siden fastslået, at USA gik i recession i marts 2001. Om denne recession vedvarer eller nu er ophørt, får vi først at vide, når tallene er revideret og nøje analyseret, så det sker med en forsinkelse på mange måneder, måske over et år.
- Depression er en langvarig periode med unormalt lav vækst og høj arbejdsløshed. Det er altså en langt mere alvorlig tilstand end recession. Ordet depression er især knyttet til den langvarige økonomiske krise i 1930'erne.
- På dansk betyder deflation et fald i det generelle prisniveau – altså det modsatte af inflation. Faldende priser er farligt, fordi det rummer en selvforstærkende tendens. Hvis man forventer stadigt faldende priser, vil man udsætte køb og investeringer, og det vil i sig selv forstærke krisen.

Begrebsforvirringen forøges af, at "deflationary" på engelsk undertiden bruges til blot at betegne en tendens til afmatning.

Nu er en lavere vækst jo ikke nødvendigvis noget stort problem. Efter en periode med kraftig vækst og pres på arbejdsmarkedet kan en rolig periode være ganske sund.

Problemet er imidlertid, at ikke alle lande har haft en kraftig vækst med tilhørende reduktion af arbejdsløsheden op til og omkring årtusindskiftet.

Japan har i mange år haft en foruroligende dårlig økonomisk udvikling, som nærmer sig depression. Hertil kommer, at Japan også oplever deflation, altså prisfald. De japanske økonomiske problemer synes meget vanskelige at håndtere med de traditionelle økonomisk-politiske instrumenter.

I Europa er det især den tyske udvikling, der har givet anledning til bekymring. Efter i årtier at have været Europas økonomiske lokomotiv har Tyskland siden midten af 1990'erne været præget af beskeden vækst og høj arbejdsløshed. Disse problemer forstærkes yderligere af en international økonomisk afmatning.

Samtidig er Tyskland i en situation, hvor store underskud på statsbudgettet forhindrer en aktiv finanspolitik for at modvirke udviklingen. Og alene den automatiske budgetreaktion ved en yderligere afmatning vil skabe problemer for Tysklands overholdelse af kravene til budgettet.

Hvad så med Danmark? Har vi recession, depression eller deflation? Nej – vi har ingen af delene.

Danmark nåede ikke op på meget høje vækstrater i slutningen af 1990'erne. Vi havde en moderat økonomisk vækst, men en særdeles god beskæftigelsessituation, ja nærmest et presset arbejdsmarked. Og den situation er ikke ændret afgørende.

De indtil nu foreliggende tal tyder på, at Danmark har en robust økonomisk situation med en vis økonomisk vækst. Og dette har været nok til at stabilisere ledighedstallene på et niveau, der med europæisk målestok er meget lavt. Så indtil videre har den internationale konjunkturaformatning ikke skabt nævneværdige problemer for Danmark.

Den økonomiske udvikling har skabt debat i EU om stabilitets- og vækstpagten. Den bliver kritiseret for at være ufleksibel på grund af overgrænsen på 3 pct. af BNP for det tilladte budgetunderskud. Men denne grænse er jo kun en del af pagten. For at kunne holde sig på den rette side af de 3 pct. forpligter landene sig til at stile mod balance eller overskud på de offentlige finanser på mellemlangt sigt. I de konjunkturmæssigt gode år skal der derfor være et pænt overskud på budgettet. Så er der fleksibilitet i betydningen "noget at give af", når konjunkturerne svækkes og de automatiske stabilisatorer sætter ind.

Men hvis man allerede i de gode år opererer med et betydeligt underskud, så er der ikke nogen margin, når udviklingen svækkes. Og så støder man hurtigt mod grænsen på de 3 pct.

Derfor er den grundlæggende ide i pagten, at man skaffer sig manøvrerum ved at have en stærk budgetsituation i gode år. Igen her er Danmark faktisk et godt eksempel.

Den danske finanspolitik har gennem en årrække skabt en robust statsfinansiell situation. Hverken den tidligere eller den nuværende regering har været letsindige, men har fastholdt en sund finanspolitik med et pænt budgetoverskud.

Hvis konjunkturudviklingen også svækkes i Danmark og arbejdsløsheden stiger, vil budgettet forringes, fordi de automatiske stabilisatorer sætter ind. Lavere skatteindtægter og større udgifter til dagpenge er de klassiske eksempler på sådanne budgetreaktioner. Selv om disse effekter er ret stærke i Danmark, vil der med den underliggende gode budgetsituation være plads til at lade dem slå igennem.

Dette manøvrerum er vigtigt at opretholde, og derfor er der ikke plads til finanspolitiske lempelser.

Fra Nationalbankens side har vi til stadighed lagt stor vægt på at understrege betydningen af en fast og konsekvent finanspolitik. En sådan politik er vigtig for, at vi på troværdig vis kan fortsætte den fastkurspolitik, som vi i Danmark er enige om.

Mange lande har i årenes løb måttet opgive fastkurspolitikken på grund af spekulation mod valutaen. Men bag denne spekulation har næsten altid ligget en manglende vilje eller evne hos det pågældende land til at følge fastkurspolitikens spilleregler. Disse spilleregler stiller krav til indretningen af ikke bare pengepolitikken, men også finanspolitikken.

Danmark har i årevis fulgt disse spilleregler i stor enighed mellem regeringen og Nationalbanken. Og fastkurspolitikken er i dag en så indgroet del af vores økonomiske politik, at den faktisk ikke længere er til diskussion. Der er bred enighed om, at denne politik har tjent os godt, så vi oven på den noget kaotiske valutapolitik i 1970'erne har oplevet en lang række år med en god og stabil økonomisk udvikling.

Indtil 1. januar 1999 deltog Danmark i det europæiske valutasamarbejde, EMS, sammen med en stor del af EU-landene. Vores penge- og valutapolitik var så at sige efter europæisk standard. Men alle de andre lande i den gamle EMS har nu indført euroen, og nu deltager vi som det eneste af udelandene i valutasamarbejdet ERM2.

Selv om vores politik er uændret i forhold til de sidste år af 1990'erne, er der ikke længere tale om en internationalt kendt model. Vi må derfor selv gøre mere for at informere om mål og midler i vores penge- og valutapolitik. Vi kan ikke blot henvise til modellen.

Fastkurspolitikken er som udgangspunkt let at forklare. Valutaer handles døgnet rundt, og enhver kan hele tiden se, om kursen svarer til det fastlagte mål. Der skal ikke lægges til eller trækkes fra, og der kræves ikke økonometriske modeller for at vurdere, om man er på det rette spor.

Nationalbankens mål er at sikre, at kronens kurs over for euroen stabiliseres tæt på centralkursen i ERM2, og vi inddrager ikke andre hensyn end valutakursen i overvejelserne om pengepolitikken.

Der er blandt markedsaktørerne en smule usikkerhed om den præcise størrelse af decimalerne i de udsving, Nationalbanken finder acceptable. Bankerne efterspørger ofte en helt præcis udmelding. Men dette vil vi ikke give. En fuldstændig præcis beskrivelse ned til sidste decimal ville fjerne grundlaget for, at valutamarkedet i kroner mod euro kan fungere som et reelt marked med mulighed for gevinst og risiko for tab. I så fald ville Nationalbanken simpelthen overtage markedets funktion.

Vores bestræbelser går ud på at sikre, at udsvingene er så små, at de for langt de fleste almindelige virksomheder – i modsætning til valuta-handlerne – ikke er noget, man behøver at tænke over.

Vores instrumenter er også velkendte: Intervention på valutamarkedet og justeringer af Nationalbankens rentesatser. Selv om markedet i vidt omfang selv stabiliserer valutakursen, intervenserer Nationalbanken på valutamarkedet, når det er nødvendigt, og da ofte for ret betydelige beløb.

Nationalbankens rentepolitik er grundlæggende, at vi "skygger" Den Europæiske Centralbanks rente. Det betyder, at vi sætter diskonto og udlånsrente op eller ned, når ECB gør det. Herudover tilpasser vi rentespændet til ECB i lyset af valutasituationen. Vi tager hensyn til kronens placering i forhold til euroen og til, om der har været en vis vedvarende indstrømning eller udstrømning af valuta. Disse tilpasninger kan ske samtidig med ændringer af ECBs rente eller på andre tidspunkter. Men beslutninger træffes konkret ud fra al den information, der er til rådighed om valutamarkedet på det pågældende tidspunkt. Der bliver aldrig tale om automatik.

I det sidste år har der været stor interesse for at placere midler i kronefordringer, og vi har mest købt valuta. Valutareseven er derfor steget med omkring 50 mia.kr. Det har desuden været muligt at reducere rentespændet i forhold til eurorenten, og dette spænd er nu nede på 20 basispoint.

Når der på et tidspunkt kommer kapitalbevægelser den modsatte vej, er vi naturligvis klar til også at sælge valuta. De, der kender os fra tidligere, vil ikke være i tvivl om, at Nationalbankens valutaforsvar vil være yderst resolut, både hvad angår interventioner og udvidelse af rentespændet.

Nationalbanken må hele tiden følge kronens stilling på markedet, og beslutningsstrukturen skal være indrettet således, at der når som helst kan træffes beslutninger om intervention eller justering af renterne. Nationalbanken har den fleksibilitet, der skal til for at gribe ind straks.

Mange centralbanker har de senere år indført faste, offentliggjorte datoer for de pengepolitiske beslutninger, men fastkurspolitik er uforenelig med faste datoer for beslutningerne. Det er helt centralt, at der straks kan tages skridt til at standse en skæv kursudvikling, så den ikke får lov til at udvikle sig til en krise.

Situationen på valutamarkedet kan hurtigt skifte, og når der føres fastkurspolitik er der derfor ikke nogen idé i at forberede markedet på kommende ændringer af rentespændet, således som mange centralbanker med andre pengepolitiske målsætninger praktiserer.

Vi har desuden det synspunkt, at alle i markedet skal have adgang til den samme information fra Nationalbanken samtidig. Nationalbankens pengepolitiske meddelelser udsendes derfor omhyggeligt på samme tid via flere kanaler. Der gives ikke antydninger til udvalgte kredse, der forstår at fortolke sådanne budskaber. Nationalbanken kommenterer derfor aldrig på fremtidige ændringer, selv om vi meget hyppigt får spørgsmål om det.

På det mere tekniske plan har vi sikret, at markedsdeltagerne har god information om den forventede likviditetsudvikling. Nationalbanken offentliggør hver måned skøn over de forventede bevægelser dag for dag af pengeinstitutternes samlede likviditet og udsender samtidig meddelelse om forventede datoer for køb og salg af indskudsbeviser.

Der udsendes dagligt opfølgende oplysninger om likviditetsudviklingen, så markedsdeltagerne har god mulighed for både at forberede deres positioner og for efterfølgende at analysere, hvad der er sket. Der er på denne baggrund normalt ikke den store usikkerhed om størrelsen af Nationalbankens interventioner på valutamarkedet.

Åbenhed og gennemsigtighed er generelt højt prioriteret i vore dages samfund. For pengepolitikken er de desuden midler til at opnå den troværdighed, som er så vigtig for, at en centralbank kan gennemføre den valgte politik. Men det må ikke overskygge den kendsgerning, at den sikreste vej til at opnå troværdighed, er, at man i en lang årrække gør det, man har lovet at gøre. Eller sagt på moderne dansk: At man faktisk leverer varen.

Udgivne Working Papers

- Extracting risk neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: Some methodological points and an application to the 3M Euribor futures option prices
af Allan Bødskov Andersen og Tom Wagener 2002 • 9
- Systemic Risk in the Danish Interbank Netting System
af Morten L. Bech, Bo Madsen og Lone Natorp 2002 • 8
- Endogenous Exchange Rate Pass-through when Nominal Prices are Set in Advance
af Michael B. Devereux, Charles Engel og Peter E. Storgaard 2002 • 7
- The Real Interest Rate Gap: Measurement and Application
af Anders Møller Christensen 2002 • 6
- Propagation of nominal shocks in open economies
af Torben M. Andersen og Niels C. Beier 2002 • 5
- The formation of inflation expectations under changing inflation regimes
af Christian M. Dahl og Niels L. Hansen 2002 • 4
- Optimal Contract Currencies and Exchange Rate Policy
af Peter E. Storgaard 2002 • 3
- The Intraday Liquidity Managemet Game
af Morten L. Bech og Rod Garratt 2002 • 2
- Robust estimation of the expected inflationen
af Heino Bohn Nielsen og Dan Knudsen 2002 • 1

Pressemeddelelser

DEN 22. NOVEMBER 2002 OM TEMAMØNT MED ÅRHUS RÅDHUSTÅRN

Nationalbanken udgiver som noget nyt en temamøntserie, hvor det gennemgående motiv er tårne. Århus rådhusstårn er valgt som motiv for den første temamønt, der udsendes i 100-året for arkitekten Arne Jacobsen, der også har tegnet Nationalbanken. Det er samtidig et markant tårn, der repræsenterer den modernistiske stil, som kendetegner Arne Jacobsens arkitektur.

Mønten er den første i en serie af i alt 7-10 mønter, der vil udkomme over en årrække.

Baggrunden for at udsende en temamøntserie er et ønske om at introducere nye kunstnere til arbejdet med at udforme mønter, så der i Danmark findes et bredere udsnit af kunstnere, der mestrer dette speciale. Samtidig medvirker nye motiver til at gøre det mere spændende at få en mønt i hånden.

Tårnmotivet på den første temamønt er udformet af billedhugger og grafiker Lis Nogel. Motivet på forsiden viser Dronningen i højrevendt profil, som på de cirkulerende 10- og 20-kroner.

Temamønten udsendes som en 20-kronemønt, der har samme størrelse og er af samme materiale som den almindelige cirkulerende 20-krone. Den præges i ca. 1 million eksemplarer og kan bruges på samme måde som almindelige 20-kroner. Da den udsendes i et begrænset antal, vil hovedparten af 20-kroner i almindelig cirkulation dog fortsat være med rigsvåben på bagsiden.

Mønten kan købes fra den 2. december til pålydende værdi i pengeinstitutter og i Nationalbanken.

DEN 26. NOVEMBER 2002 OM NY 100-KRONESEDDEL – NY SIKKERHED, MEN DE SAMME MOTIVER

Den 27. november 2002 udsendes en ny og mere sikker 100-kroneseddel.

Selv om 100-kronesedlen er ny, så er den nem at genkende med Carl Nielsen på forsiden og basiliken på bagsiden. Det nye er, at sedlen får et hologram og fluorescerende farver, som lyser op i ultraviolet belysning. Det skal sammen med de eksisterende sikkerhedselementer være med til at sikre de danske pengesedler endnu bedre mod forfalskninger.

Antallet af danske falske sedler er beskedent. De nye sikkerhedselementer betyder, at det bliver sværere at forfalske en pengeseddel og nemmere at skelne en ægte seddel fra en falsk.

Gamle sedler forbliver gyldige

De gamle pengesedler forbliver gyldige, men inddrages løbende.

Øvrige sedler opgraderes også

De øvrige sedler i seddelserien bliver opgraderet og udsendt med ca. et halvt års mellemrum. Hele serien forventes at være opgraderet med de nye sikkerhedselementer i slutningen af 2004.

Huskekort til pungen

Folderen om den nye opgraderede 100-kroneseddel bliver husstands-omdelt fra 27. november 2002. Folderen indeholder bl.a. et lille huskekort med fire vigtige sikkerhedselementer – lige til at klippe ud og gemme i pungen. Udover folderen informeres der via gratis postkort og på www.nationalbanken.dk under Sedler og mønter.

DEN 5. DECEMBER 2002 OM RENTENEDSÆTTELSE

Diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,50 pct. til 2,75 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,50 pct. til 2,95 pct. Rentenedsættelsen har virkning fra 6. december 2002.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat den laveste budrente på sine primære markedsoperationer (refi-renten) med 0,50 pct. til 2,75 pct.

DEN 12. DECEMBER 2002 OM KØB AF AKTIER I PBS

Nationalbanken har forhandlet om køb af 17,7 pct. af aktierne i dele af PBS, herunder BetalingsService, fra Danske Bank. Der er nu indgået en foreløbig aftale om købet, og der forhandles i den kommende tid om den endelige aftale. Købet er betinget af en række forhold, herunder konkurrencemyndighedernes godkendelse, og en endelig aftale forventes først at foreligge i 2003.

I forbindelse med fusionen mellem Danske Bank og RealDanmark pr. 1. januar 2001 afgav Danske Bank en række tilsagn over for Konkurrencestyrelsen, herunder at Danske Bank skal nedbringe sin aktieandel i PBS til 25,9 pct.

For Nationalbanken er det vigtigt at bevare den fælles, åbne infrastruktur på betalingsformidlingsområdet. Købet af aktier fra Danske

Bank kan være med til at sikre dette, idet Danske Bank har tilkendegivet, at banken er indstillet på fortsat at anvende infrastrukturen. Nationalbanken lægger yderligere vægt på, at der er fuld opbakning blandt de øvrige aktionærer.

DEN 16. JANUAR 2003 OM NY FÆRØSK 100-KRONESEDDDEL

I dag får Færøerne en ny 100-kroneseddel. Sedlen er den anden seddel i den nye seddelserie.

Motivet på forsiden af sedlen er et udsnit af en torsk. Bag motivet er en akvarel med elementer fra havet. Motivet på bagsiden af sedlen viser et kig ind over Klaksvík – en af Færøernes vigtigste fiskerihavne – gengivet efter en akvarel af kunstneren Zacharias Heinesen.

Den nye 100-kroneseddel måler 135x72 mm og har hovedfarven støvet gul.

Et nyt sikkerhedselement

Til sammenligning med 50-kronesedlen, som blev udsendt i 2001, har 100-kronesedlen fået yderligere et sikkerhedselement – et hologram. Det skal sammen med de andre sikkerhedselementer – fx vinduestråd med farveskift og vandmærke – være med til at sikre pengesedlerne endnu bedre mod forfalskninger.

Den nye seddelserie

De øvrige tre sedler i den nye seddelserie forventes udsendt i løbet af de næste to år. Fælles for den nye seddelserie er, at det er udsnit af færøske dyr, der er hovedmotiv på forsiden. På bagsiden er gengivet akvareller af færøske landskaber udført af kunstneren Zacharias Heinesen.

Gamle sedler forbliver gyldige

De gamle 100-kronesedler forbliver gyldige, men inddrages løbende.

Mere information

En folder om den nye seddel bliver husstandsomdelt fra 20. januar 2003. Der er desuden afholdt pressemøde, hvor sedlen er blevet præsenteret. For mere information se www.nationalbanken.dk under Sedler og mønster.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerens 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 (nettobetaling fra udlandet).....	7
Nationalregnskabets 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 17. februar 2003.

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 AKTIEKURSIDENDEKS

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
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
2002	2,75	2,95	2,75	2002	3,00	4,45	5,47	199,49
2002 1. feb....	3,25	3,55	3,25	2002 jan.....	3,59	5,16	6,53	263,06
9. aug ..	3,25	3,50	3,25	aug.....	3,45	4,91	6,25	224,34
30. aug. ..	3,25	3,45	3,25	sep	3,39	4,63	6,13	192,07
6. dec. ...	2,75	2,95	2,75	okt	3,37	4,86	6,17	200,23
				nov.....	3,19	4,81	5,72	208,53
				dec	3,00	4,45	5,47	199,49
2003 17. feb ..	2,75	2,95	2,75	2003 jan.....	2,90	4,29	5,44	186,82

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.						
1997	129,7	38,7	34,0	52,7	18,5	19,9	51,3
1998	101,4	41,0	37,1	34,8	12,6	29,8	17,6
1999	165,3	46,4	39,7	99,9	6,5	33,1	73,3
2000	117,5	44,8	37,7	51,9	8,1	25,3	34,6
2001	148,4	47,3	43,5	113,6	3,7	63,4	53,9
2002 jan.....	163,6	45,2	55,4	97,8	8,2	52,1	53,9
aug.....	194,1	45,4	71,5	123,7	2,5	58,5	67,7
sep.....	200,5	44,8	89,3	94,4	11,0	49,3	56,1
okt.....	195,6	44,7	80,8	104,1	12,8	57,9	58,9
nov.....	195,9	45,1	67,2	131,1	5,7	64,4	72,4
dec	193,9	47,7	46,7	160,7	10,1	81,2	89,6
2003 jan.....	195,3	45,2	66,0	115,1	2,8	45,0	72,8

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			National- bankens netto- valuta- køb	National- bankens netto- obliga- tionskøb	Andre faktorer	Penge- og real- kreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Inden- landsk brutto- finansie- rings- behov	Salg af inden- landske stats- papirer	Likvi- ditets- påvirk- ning				Ændring	Ultimo
Mia.kr.								
1998	64,1	68,0	-3,8	-28,7	3,2	-4,5	-33,7	17,6
1999	67,9	68,8	-0,9	62,7	1,9	-7,9	55,7	73,3
2000	62,3	65,7	-3,4	-37,7	2,1	0,4	-38,7	34,6
2001	81,2	87,7	-6,5	28,4	1,0	-3,6	19,3	53,9
2002	115,5	121,9	-6,4	...	...	...	...	...
2002 jan	-0,5	15,6	-16,0	16,0	-2,1	2,1	0,0	53,9
aug.....	-14,1	-3,9	-10,2	12,1	0,0	0,3	2,2	67,7
sep.....	4,2	20,5	-16,4	5,0	-0,8	0,6	-11,6	56,1
okt.....	14,2	9,9	4,3	-0,7	0,2	-0,8	2,9	58,9
nov	24,4	10,3	14,0	-0,1	1,4	-1,9	13,5	72,4
dec.....	22,8	4,6	18,2	0,2	1,4	-2,7	17,2	89,6
2003 jan	-0,4	20,5	-20,9	...	...	...	...	...

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE
SAMT PENGEMÆNGDEN

Tabel 4

	Balancesum	heraf:					
		Indenlandske udlån			Beholdning af indenlandske gældsinstrumenter	Udenlandske aktiver, netto ¹	Penge-mængden (M3)
		I alt	heraf:				
			Husholdninger	Ikke-finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.						
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	2.932,1	1.925,9	1.157,8	573,2	133,1	-46,9	546,4
2002	3.200,7	2.023,8	1.237,4	578,9	142,7	-59,4	606,8
2001 dec	2.932,1	1.925,9	1.157,8	573,2	133,1	-46,9	546,4
2002 jul	3.075,5	1.970,0	1.196,2	574,5	154,8	-75,7	588,9
aug.....	3.126,0	1.998,6	1.218,1	576,7	152,9	-72,3	588,9
sep	3.230,2	2.008,8	1.223,0	581,5	163,0	-49,7	591,1
okt	3.215,0	2.006,5	1.225,8	573,6	152,5	-43,6	604,6
nov.....	3.208,3	2.014,5	1.225,6	580,9	139,4	-58,5	604,6
dec	3.200,7	2.023,8	1.237,4	578,9	142,7	-59,4	606,8
Ændring i forhold til året før, pct.							
1998	12,5	9,4	10,2	6,4	10,8	...	3,7
1999	8,5	5,8	6,9	2,9	-17,9	...	0,0
2000	7,4	11,4	7,3	18,8	-9,4	...	-3,2
2001	4,5	9,6	8,5	14,8	16,8	...	7,9
2002	9,2	5,1	6,9	1,0	7,1	...	11,1
2001 dec	4,5	9,6	8,5	14,8	16,8	...	7,9
2002 jul	5,4	6,7	8,5	5,0	13,2	...	3,9
aug.....	6,4	8,2	9,4	6,0	10,5	...	1,7
sep	7,0	6,9	9,1	3,9	15,2	...	2,4
okt	8,7	6,5	8,8	1,7	6,5	...	2,9
nov.....	6,6	5,6	7,8	1,6	7,5	...	4,6
dec	9,2	5,1	6,9	1,0	7,1	...	11,1

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 differensen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

PENGEINSTITUTTERNES 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.								
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	588,0	250,0	228,8	112,7	293,5	34,6	259,0	994,2
2002	599,0	250,1	231,3	124,5	302,3	32,6	269,7	1.025,7
2001 dec.....	588,0	250,0	228,8	112,7	293,5	34,6	259,0	994,2
2002 jul	588,4	247,2	228,4	130,4	...	...	...	...
aug	586,3	243,5	227,0	123,6	...	...	...	...
sep	598,3	251,9	230,9	139,3	286,0	30,8	255,1	1.023,6
okt	589,2	248,3	223,2	146,6	...	...	...	...
nov	589,3	240,4	230,6	127,1	...	...	...	...
dec	599,0	250,1	231,3	124,5	302,3	32,6	269,7	1.025,7
Ændring i forhold til året før, pct.								
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	6,0	22,8	7,6	-6,1	-47,8	5,1	5,5
2002	1,9	0,0	1,1	10,5	3,0	-5,7	4,1	3,2
2001 dec	11,9	6,0	22,8	7,6	-6,1	-47,8	5,1	5,5
2002 jul	4,8	3,5	6,4	10,0	...	...	...	...
aug	5,9	1,0	7,5	5,2	...	...	...	...
sep	3,5	3,0	4,2	15,0	-7,2	-34,9	-2,1	1,6
okt	2,8	2,9	0,3	33,8	...	...	...	...
nov	1,4	0,4	1,1	2,8	...	...	...	...
dec	1,9	0,0	1,1	10,5	3,0	-5,7	4,1	3,2

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

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

Ultimo	Balancesum	heraf:				
		Indenlandske udlån ¹				Udstedte gælds-instrumenter
		I alt	heraf til hushold-ninger ²	heraf rente-tilpasnings-lån	heraf i valuta	
Mia.kr.						
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	1.579,5	1.191,8	900,5	245,7	54,5	1.421,3
2002	1.719,7	1.286,2	981,4	364,9	82,5	1.583,9
2001 dec	1.579,5	1.191,8	900,5	245,7	54,5	1.421,3
2002 jul	1.384,3	1.240,2	941,8	324,4	79,4	1.292,2
aug.....	1.443,4	1.270,3	967,5	328,4	79,6	1.347,6
sep	1.470,0	1.268,6	965,1	334,0	80,2	1.370,3
okt	1.455,6	1.276,0	971,5	342,8	81,1	1.370,0
nov.....	1.490,9	1.285,2	979,2	351,6	81,9	1.400,0
dec	1.719,7	1.286,2	981,4	364,9	82,5	1.583,9
Ændring i forhold til året før, pct.						
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	17,8	8,8	9,4	146,1	252,2	17,2
2002	8,9	7,9	9,0	48,5	51,4	11,4
2001 dec	17,8	8,8	9,4	146,1	252,2	17,2
2002 jul	9,4	8,8	10,0	113,9	177,0	9,9
aug.....	11,8	10,6	11,9	99,4	155,9	12,8
sep	11,2	10,0	11,1	90,8	134,8	12,0
okt	9,3	9,6	10,7	79,7	107,2	9,5
nov.....	6,3	9,0	10,1	67,1	84,3	7,7
dec	8,9	7,9	9,0	48,5	51,4	11,4

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 erhvervsdrivende.

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	8,9	0,9	66,2	116,5	-118,2	14,6	-11,7	64,2
2000	21,8	-0,1	-21,9	264,9	-202,5	-21,2	-42,8	-43,0
2001	45,6	-0,2	-44,9	88,4	-105,5	-17,9	27,0	27,5
dec 00 - nov 01...	47,8	0,0	-35,3	81,7	-103,9	-33,8	16,5	28,9
dec 01 - nov 02...	30,9	0,7	30,9	53,3	-42,0	9,3	-17,8	44,7
2001 nov	3,1	0,0	1,8	3,6	0,3	-8,0	-3,2	1,7
2002 jun	2,2	0,0	-6,1	2,5	-3,2	12,4	2,6	-1,3
jul	1,7	0,0	3,1	9,8	-1,5	4,8	-0,5	4,3
aug	4,6	0,1	8,7	2,4	-2,0	6,8	-1,6	11,8
sep	3,8	0,3	15,1	4,5	2,7	12,3	-12,8	6,4
okt	4,5	0,6	-17,7	-1,2	-1,4	5,7	7,7	-4,9
nov	0,0	0,0	1,8	1,8	-5,0	-10,2	-1,5	0,3

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		
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	1.207,7	599,5	312,1	240,9	-2,6	1.149,9	459,6	401,8
2000	1.279,6	608,7	323,8	267,6	5,1	1.205,2	567,9	493,5
2001	1.324,5	626,5	342,9	268,5	1,7	1.239,6	599,3	514,3
2001 3. kv.	328,5	153,6	87,4	62,6	0,8	304,5	150,2	126,1
4. kv.	345,1	162,4	88,8	71,7	0,9	323,9	151,5	130,3
2002 1. kv.	326,3	159,9	85,6	64,7	0,3	310,4	143,6	127,7
2. kv.	345,5	163,4	89,0	69,7	4,6	326,6	151,7	132,8
3. kv.	336,0	160,7	89,6	65,1	-0,5	314,9	151,0	130,0
Realvækst i forhold til året før, pct.								
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	2,6	0,7	2,0	1,5	...	0,1	12,3	5,5
2000	2,8	-1,9	1,1	9,1	...	2,0	13,1	11,9
2001	1,4	0,4	2,1	1,3	...	0,8	3,2	1,8
2001 3. kv.	1,7	0,5	3,2	-2,1	...	2,3	-1,3	-0,5
4. kv.	1,0	1,0	2,5	5,4	...	1,0	-2,1	-2,5
2002 1. kv.	1,2	1,4	0,4	1,4	...	0,8	0,2	-0,9
2. kv.	3,0	1,8	2,0	-0,8	...	1,5	6,4	3,1
3. kv.	1,1	2,6	0,1	4,5	...	1,2	3,8	4,5
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
2001 3. kv.	1,2	-0,3	1,8	-4,4	...	0,6	0,1	-1,8
4. kv.	-0,1	0,3	-0,6	5,3	...	-0,3	0,1	-0,6
2002 1. kv.	0,3	1,4	-0,7	-2,4	...	-0,2	2,8	2,1
2. kv.	1,5	0,0	1,5	0,8	...	1,5	1,8	2,3
3. kv.	-0,7	0,8	-0,2	1,0	...	0,2	-1,0	0,7

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	46,7	11,1	57,8	-17,4	-19,3	21,2
2000	55,1	19,4	74,4	-32,0	-24,8	17,7
2001	59,3	25,6	84,9	-24,9	-20,3	39,7
dec 00 - nov 01	64,9	26,2	91,1	-26,5	-19,8	44,8
dec 01 - nov 02	59,3	15,7	75,0	-22,9	-20,5	31,7
2001 nov	6,7	1,1	7,7	-4,1	-1,9	1,8
2002 jun	6,2	0,6	6,7	-0,6	-2,3	3,8
jul	3,1	1,6	4,7	-1,3	-2,3	1,1
aug	5,9	2,4	8,2	-1,6	-1,2	5,5
sep	6,9	2,0	8,9	-1,1	-2,4	5,4
okt	5,5	1,7	7,1	-2,1	-1,9	3,2
nov	6,8	0,7	7,5	-5,1	-1,7	0,7

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE

Tabel 10

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

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2000.
Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korrigeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til nedsættelse af priserne.
IMI udtrykker den indenlandske, markedsbestemte inflation. IMI er normalt større end stigningen i 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					
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	1.223,33	88,26	95,6	100,6
2001	745,21	831,88	1.197,74	80,58	96,9	101,8
2002	743,04	788,12	1.182,10	81,12	97,7	103,5
2002 jan	743,29	841,68	1.205,53	80,55	97,2	102,2
aug	742,70	759,62	1.167,21	80,31	98,2	103,8
sep	742,71	757,30	1.177,83	81,02	98,2	104,0
okt	742,97	757,30	1.179,44	81,60	98,2	104,2
nov	742,80	741,82	1.165,94	81,79	98,4	104,6
dec	742,62	729,94	1.156,82	81,64	98,8	104,7
2003 jan	743,24	699,87	1.131,15	81,03	99,5	...

¹ I 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- auktioner	Konkur- ser	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for	
		Råstof- udvin- ding og fremstil- lingsvirk- somhed	Detail- handel					Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed
		1995=100	2000=100					Nettotal	
1998	6,6	109	98,2	2.426	1.652	162.708	2	-3	-2
1999	5,7	111	99,3	2.397	1.636	144.259	-2	-11	-8
2000	5,4	118	100,1	2.584	1.771	113.634	2	5	-1
2001	5,2	120	100,6	2.682	2.329	96.124	0	-3	-11
2002	5,2	120	...	3.041	2.469	111.747	1	-4	-14
Sæsonkorrigeret									
2002 jan	5,0	119	102,9	254	207	8.711	2	-2	-10
aug	5,1	120	104,6	262	224	9.644	-1	-7	-16
sep	5,3	119	106,2	249	190	10.029	1	-9	-16
okt	5,3	123	105,5	244	209	9.657	1	-5	-17
nov	5,4	120	...	258	213	9.180	2	-2	-17
dec	5,4	116	...	273	190	9.172	2	-2	-20
2003 jan	...	...	...	276	222	8.361	3	-4	-20

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				
1997	2.636	1.838	105,2	100,3	123,5
1998	2.681	1.868	109,8	103,3	134,4
1999	2.716	1.896	114,4	102,9	143,7
2000	2.743	1.918	118,4	98,8	153,0
2001	2.739	1.915	123,5	101,4	162,0
Sæsonkorrigeret					
2001 3. kvt.....	2.741	1.915	124,2	101,7	163,8
4. kvt.....	2.738	1.908	125,3	102,4	162,5
2002 1. kvt.....	2.722	1.887	126,6	102,1	163,6
2. kvt.....	2.737	1.904	127,7	102,8	165,8
3. kvt.....	2.720	1.891	128,9	104,1	...
Vækst i forhold til året før, pct.					
1997	1,6	1,3	3,8	-2,0	11,4
1998	1,7	1,6	4,4	2,9	8,8
1999	1,3	1,5	4,1	-0,4	6,9
2000	1,0	1,2	3,5	-4,0	6,5
2001	-0,1	-0,2	4,3	2,6	5,9
2001 3. kvt.....	-0,4	-0,6	4,5	3,4	5,3
4. kvt.....	0,0	-0,4	4,4	4,3	3,6
2002 1. kvt.....	-0,8	-1,9	4,3	1,4	2,5
2. kvt.....	0,1	-0,5	3,7	2,1	2,4
3. kvt.....	-0,8	-1,3	3,8	2,3	...

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

Nationalbanken offentliggør ny statistik i elektroniske publikationer umiddelbart efter udarbejdelse. En publicering af ny statistik for et område består af følgende tre dele:

- **E-mail** indeholdende et kort resumé med udvalgte hovedtal samt links til nedennævnte publikationer på bankens websted.
- **Nyt-publikation** med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt 1-2 sider med oversigtstabeller.
- **Tabeltillæg** indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne. Tillæg findes som både pdf-dokumenter og Excel-regneark.

Tabel- og figurtekster i Nyt-publikationerne er oversat til engelsk i lighed med tabeltekster og beskrivelser af kilder og metoder i tabeltillæg.

Et abonnement på modtagelse af Nationalbankens statistikpublikationer på e-mail er gratis og kan bestilles ved at sende en anmodning herom til stat@nationalbanken.dk.

Særlige opgørelser

I særlige opgørelser offentliggøres statistikker af tematisk karakter, som ikke udarbejdes regelmæssigt. Særlige opgørelser udgives normalt alene i en elektronisk udgave, men vil i visse tilfælde efter konkret vurdering tillige blive udgivet på papir.

Trykte publikationer

Nationalbanken udgiver hvert kvartal en papirpublikation, **Finansiell statistik**, der indeholder seneste version af ovennævnte tabeltillæg for hvert område, som der udarbejdes statistik for. Finansiell statistik udsendes den 10. bankdag i marts, juni, september og december.

Et årsabonnement på Finansiell statistik koster 130 kr. og 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.

Udgivelseskalender

En udgivelseskalender for de statistiske publikationer dækkende løbende måned samt følgende 3 måneder fremgår af nationalbankens websted.