



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
2. 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.

Det er tilladt at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

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

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

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2003 planlægges offentliggjort 16. september 2003.

Tryk: Scanprint as, Viby J

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Nye kontobestemmelser	21
Betalingsbalancen – fra langvarigt underskud til solidt overskud	23
Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling	
Betalingsbalancen udviser et solidt overskud, hvilket grundlæggende skyldes, at tidligere tiders danske opsparingsproblem synes løst. Stigende eksport af energi og søtransport samt faldende rentebetalinger til udlandet har bidraget til en forbedring af betalingsbalancesaldoen de senere år. I et fastkursregime som det danske må udviklingen i betalingsbalancen tillægges vægt.	
Nationalbankens indenlandske fondsbeholdning	43
Peter Jayaswal, Kapitalmarkedsafdelingen	
Nationalbanken har en beholdning af danske obligationer. Beholdningen og risikostyringen af den beskrives, og især risikostyringen af konverterbare realkreditobligationer uddybes.	
Konverteringer af 30-årige realkreditobligationer gennem de sidste 10 år	59
Ulrik Knudsen, Handelsafdelingen	
Det generelle rentefald siden begyndelsen af 1990'erne samt den voksende popularitet af rentetilpasningslån har betydet, at den cirkulerende mængde af 30-årige realkreditobligationer er blevet reduceret i betydeligt omfang. Udeståendet i den 30-årige realkreditobligation med en kupon på 6 pct. og udløb i 2026 er nu reduceret til knap 30 pct. af det højeste udestående beløb.	
To år med inflationsmål i Norge og Island	71
Niels C. Beier, Ulrik Bie og Lone Christensen, Økonomisk Afdeling	
Med få dages mellemrum i marts 2001 skiftede både Norges Bank og Seðlabanki Íslands pengepolitisk målsætning. Begge centralbanker overgik fra at føre fastkurspolitik til at føre pengepolitik efter en inflationsmålsætning med en flydende valutakurs. Baggrunden var stigende problemer med den hidtil førte form for fastkurspolitik. Denne artikel beskriver baggrunden for det nye regime og de foreløbige erfaringer.	

Stabilitets- og vækstpagten status 2003	93
Niels Bartholdy og Lars Falkenberg, Internationalt Kontor	
Artiklen gør status over debatten om pagtens regelsæt samt den seneste gennemgang af EU-landenes stabilitets- og konvergensprogrammer. Flere lande overtræder nu traktatens 3 pct. grænse for de offentlige budgetunderskud.	
Nye mekanismer for omlægning af kriseramte landes offentlige gæld	105
Ole Hollensen, Internationalt Kontor	
Nogle forslag til gældsomlægningsmekanismer til brug ved gældskriser i Valutafondens medlemslande gennemgås. IMF har fremsat forslag til en særlig mekanisme for at øge involveringen af den private sektor ved kriseløsninger. Amerikansk modstand har indtil videre blokeret for indførelse af mekanismen.	
Ny rentestatistik.....	119
Tina Christoffersen og Marie Jakobsen, Statistisk Afdeling	
Fra januar 2003 er der tilvejebragt en ny og væsentligt forbedret rentestatistik for MFler i Danmark. Statistikken er baseret på en forordning fra ECB, som definerer rammerne for en fælleseuropæisk rentestatistik. I præsentationen fokuseres der på fortolkningen af statistikken.	
Dansk værdipapirstatistik i et internationalt perspektiv	129
Katrine Skjærbæk og Birgitte Søgaard Holm, Statistisk Afdeling	
Nationalbankens nye værdipapirstatistik og -database præsenteres. Derudover betragtes den internationale udvikling på værdipapirområdet, hvor der er opstået en væsentlig interesse for at koordinere statistikker mellem lande og oprette internationale databaser. Sammenhængen mellem den danske og de internationale databaser beskrives.	
Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde den 30. april 2003	139
Pressemeddelelser	145
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

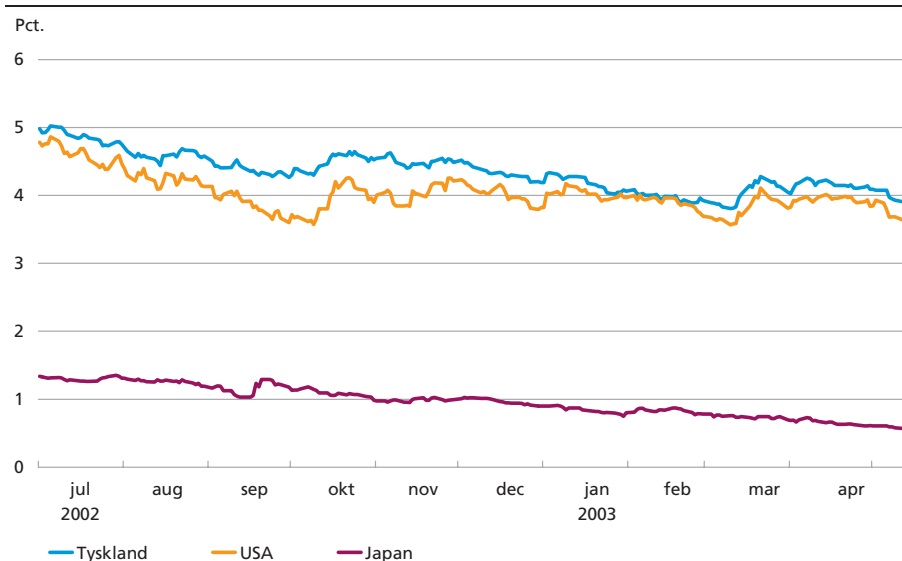
Oversigten vedrører perioden fra midten af februar til midten af maj 2003

DE INTERNATIONALE FINANSIELLE MARKEDER

De finansielle markeder var i den første del af perioden præget af udviklingen i Irak-krisen. Obligations- og aktiemarkederne fulgte hinanden tæt, og de lange renter og aktiekurserne bevægede sig som regel i samme retning. De 10-årige renter var generelt faldende indtil begyndelsen af marts, hvorefter de steg ganske kraftigt i ugen inden, at krigen i Irak brød ud, jf. figur 1. Siden midt i april har de lange renter igen været faldende. Usikkerheden om den fremtidige renteudvikling var relativt stor i marts, men aftog i april, jf. boks 1. Samtidig har volatiliteten på aktiemarkedet været faldende siden midten af marts.

10-ÅRIGE RENTER I TYSKLAND, USA OG JAPAN

Figur 1



Kilde: EcoWin.

Usikkerheden omkring den fremtidige rente kan udtrykkes ved hjælp af sandsynlighedsfordelinger baseret på optionspriser. En bred fordeling er tegn på stor usikkerhed.

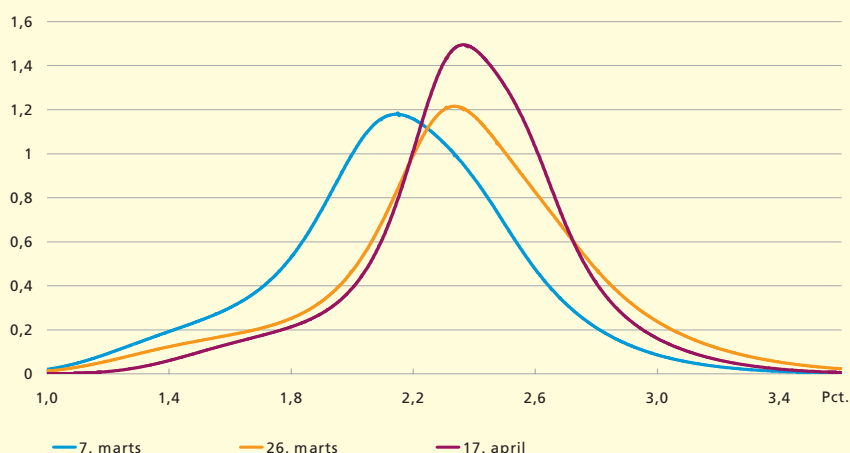
Fordelingerne i figur 2 for den fremtidige 3-måneders pengemarkedsrente i euroområdet er fra henholdsvis før, under og efter krigen i Irak.¹ Den 7. marts, ca. to uger inden krigsudbruddet, var sandsynlighedsfordelingen ret bred. Det indikerer, at markedsusikkerheden var relativt stor, bl.a. på grund af den endnu uafklarede situation. Fordelingen fra den 26. marts, ca. én uge efter krigsudbruddet, viser, at usikkerheden var stort set uændret, og at den fremtidige rente gennemsnitligt forventedes lidt højere. Den 17. april, efter krigens afslutning, viser fordelingen, at usikkerheden var blevet mindre, mens forventningen til niveauet var omtrent uændret.

Gennem hele perioden var fordelingernes form venstreskæv som tegn på, at markedet vurderer lavere renter som mere sandsynligt end højere renter i forhold til den aktuelle forward rente.

Overordnet tyder den gradvise indsnævring i fordelingerne i perioden på, at krigen forløb nogenlunde som ventet af de finansielle markeder. En lille del af indsnævringen skyldes dog den såkaldte løbetidseffekt, der følger af den aftagende restløbetid på de underliggende optioner i perioden.

SANDSYNLIGHEDSFORDELINGER FOR FREMTIDIG 3-MÅNEDERS RENTE

Figur 2



Anm.: Risikoneutrale sandsynligheder beregnet fra priser på optioner (med udløb den 17. september 2003) på 3-måneders pengemarkedsrente futures i euroområdet. Metoden er beskrevet i Allan Bødskov Andersen og Tom Wagener, *Extracting risk neutral probability densities by fitting implied volatility smiles*, Danmarks Nationalbank, *Working Paper nr. 9*, 2002.

Kilde: Bloomberg og EcoWin samt egne beregninger.

¹ I den betragtede periode var der ét rentemøde i ECB. På mødet besluttede Styrelsesrådet at fastholde de pengepolitiske renter, hvilket var i overensstemmelse med markedsdeltagernes forventninger.

Euroen er blevet styrket over for de andre hovedvalutaer siden februar. Over for den amerikanske dollar er euroen steget fra ca. 1,07 dollar pr. euro midt i februar til ca. 1,15 dollar pr. euro midt i maj. Styrkelsen fandt sted i den sidste halvdel af perioden. Den japanske yen har i peri-

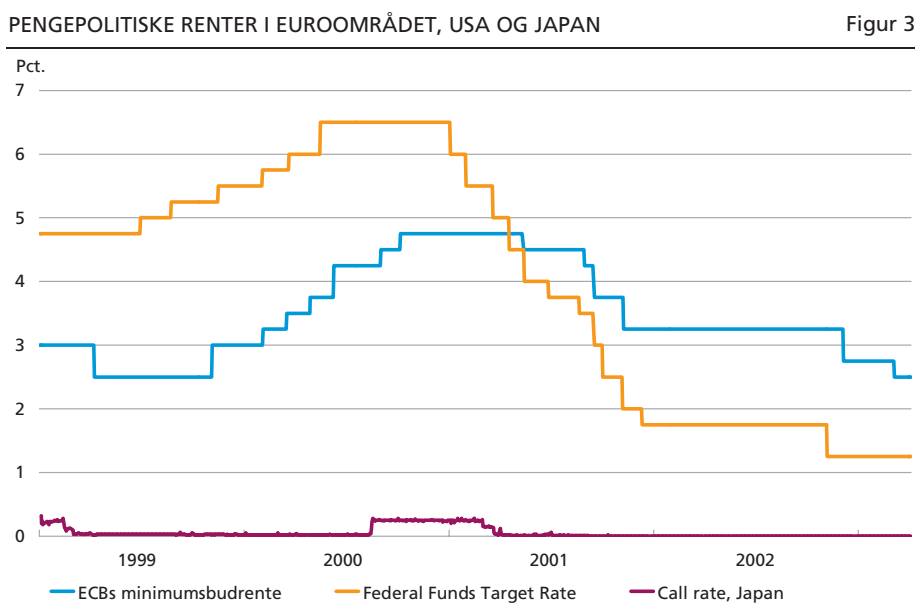
oden bevæget sig i intervallet fra 116 yen pr. dollar til 122 yen pr. dollar. Midt i maj lå yennen i den stærke ende af dette interval, hvilket også var tilfældet i slutningen af februar og begyndelsen af marts. For at imødegå styrkelsen af yennen intervenserede den japanske centralbank i februar og marts på valutamarkedet på finansministeriets vegne.

De tyske og amerikanske 10-årige renter var stort set ens midt i februar. I de følgende uger faldt den lange amerikanske rente mere end den tyske, og i slutningen af februar var rentespændet ca. 20 basispoint. Den lange amerikanske rente er i perioden faldet omkring 0,4 pct. til 3,52 pct., mens den lange tyske rente midt i maj var 3,90 pct., svarende til et lille fald i forhold til februar. Siden begyndelsen af marts har de lange renter i Tyskland og USA dog fulgt hinanden forholdsvis tæt. Den japanske 10-årige rente var midt i maj faldet yderligere til blot 0,58 pct.

Siden februar er det amerikanske aktieindeks S&P500 steget med ca. 13 pct., mens det europæiske indeks Dow Jones STOXX 600 kun er steget med ca. 5 pct. Det japanske aktiemarked har udviklet sig negativt, og Nikkei-indekset er faldet med ca. 4 pct.

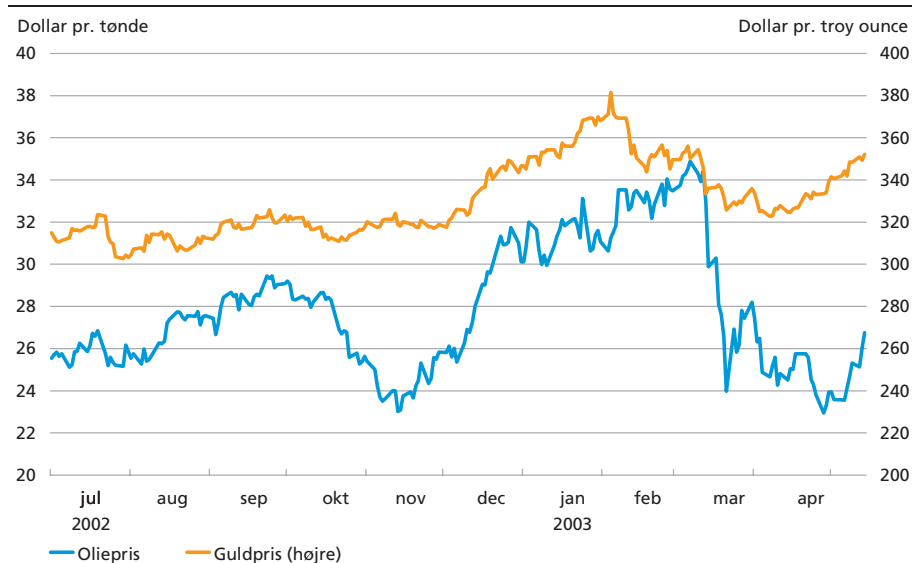
De pengepolitiske renter i euroområdet blev nedsat med 25 basispoint den 6. marts, mens de officielle renter i USA og Japan ikke er blevet ændret, jf. figur 3. På pengemarkedet har rentebevægelserne været beskedne, og 3-måneders renterne lå midt i maj fortsat tæt på de pengepolitiske renter.

Olieprisen (Brent) toppede i begyndelsen af marts på 35 dollar pr. tønde, og var midt i maj faldet til 27 dollar, jf. figur 4. Udviklingen i



OLIEPRIS (BRENT) OG GULDPRIS

Figur 4



Kilde: EcoWin.

olieprisen har været påvirket af udbudsforhold, herunder strejke i Venezuela, uro i Nigeria og krigen i Irak. Verdensmarkedsprisen på guld opgjort i dollar faldt i februar og marts, men var midt i maj tilbage på niveauet fra midt i februar. Den seneste stigning i guldprisen skal dog også ses i lyset af dollarens svækkelse. Opgjort i euro var guldprisen midt i maj ca. 6 pct. lavere end midt i februar. De faldende priser på olie og guld kan også være et udtryk for, at usikkerheden på de finansielle markeder er aftaget noget i den sidste del af perioden.

Schweizerfrancen, der traditionelt anvendes som tilflugtsvaluta i usikre tider, er siden marts blevet svækket over for euroen. Deprecieringen skal ses i lyset af, at den schweiziske centralbank den 6. marts nedsatte målet for 3-måneders pengemarkedsrenten med 50 basispoint til blot 0,25 pct.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMI

USA

Den amerikanske økonomi voksede beskedent i 1. kvartal, og der er endnu ikke tale om et egentligt opsving. I forhold til 4. kvartal 2002 var BNP i 1. kvartal 2003 0,4 pct. højere. Det private forbrug bidrog positivt til væksten, selv om stigningstakten har været aftagende gennem de seneste kvartaler. Længere tids fald i investeringerne blev vendt til en stigning i slutningen af sidste år, men i 1. kvartal i år var investeringerne stort set uændrede. I forhold til kvartalet før var såvel import som eksport lavere i

1. kvartal. Da importen faldt mest, blev underskuddet på handelsbalancen lidt mindre. En af årsagerne til det faldende underskud i udenrigshandlen kan være dollarens svækkelse over for især euroen sidste år.

Den beskedne vækst afspejles også i industriproduktionen, der faldt i marts og april, og på arbejdsmarkedet. Beskæftigelsesfaldet i 1. kvartal fortsatte i april, hvor arbejdsløsheden steg til 6 pct.

Forbrugerpriserne steg med 2,2 pct. i april, mens kerneinflationen, der har været aftagende siden slutningen af 2001, kun steg med 1,5 pct. Risikoen for deflation, dvs. længerevarende fald i det generelle prisniveau, jf. boks 2, vurderes at være begrænset.

Pengepolitikken i USA er fortsat ekspansiv via en negativ realrente, idet den amerikanske centralbank siden november 2002 har fastholdt sin toneangivende rentesats (federal funds target rate) på 1,25 pct. Samtidig er den amerikanske finanspolitik også ekspansiv. OECD skønner, at det offentlige underskud var 3,4 pct. af BNP i 2002, og venter, at det stiger til over 4 pct. både i år og næste år, jf. figur 6. Hvis der opstår tvivl om holdbarheden af finanspolitikken, kan det offentlige underskuds stimulerende virkning på økonomien fremadrettet blive begrænset af en modgående bevægelse i den private sektors opsparing. Desuden kan den samlede amerikanske finanspolitik blive påvirket af, at de enkelte stater i fremtiden tvinges til at forbedre deres budgetposition. Behovet for opstramninger er opstået som følge af et kraftigt fald i staternes reserver de seneste år.

På trods af øget opsparing i den private sektor i 2002 oversteg sektorens investeringer stadig dens opsparing. Underskud på såvel den private som den offentlige opsparingsbalance er ensbetydende med et stort underskud på opsparingsbalancen over for udlandet, jf. figur 6. Trillingeunderskuddene viser, at ubalancerne i amerikansk økonomi ikke er forsvundet.

Timeproduktiviteten steg med 4,8 pct. i 2002. Stigningen skal dog ses på baggrund af den svage udvikling i det meste af 2001, hvor produktionen faldt uden et tilsvarende fald i timeindsatsen, jf. figur 7. Den nødvendige nedadgående tilpasning af indsatsen af arbejdskraft skete i 2002, hvor produktionen igen voksede. Efter tilpasningen er produktivtetsvæksten tilbage på sporet fra perioden fra 1996 til 2000 på omkring 2,5 pct. om året. Da beskæftigelsen ser ud til at være tilpasset det aktuelle produktionsniveau, må en ny opgangsperiode med stigende produktion ventes at medføre stigende beskæftigelse.

De internationale organisationers forårsprognoser er forholdsvis positive. OECD, IMF og EU-kommisionens skøn for væksten i 2003 er på linje med sidste års vækst på 2,4 pct. Næste år forventer OECD og IMF en vækst i underkanten af 4 pct., mens EU-kommissionens skøn på 2,5 pct.

Den økonomiske vækst i USA og Tyskland har været afdæmpet gennem de seneste år, og samtidig har inflationen været lav, jf. figur 5. Fremadrettet er det usikkert, om væksten tager til, og det har ført til en diskussion af, om der er risiko for deflation, dvs. et generelt og vedvarende prisfald. Risikoen understreges af udviklingen i Japan, hvor priserne falder på fjerde år. Deflationen i Japan sker på en baggrund af 10 års lavvækst og strukturelle problemer, men forud for lavvækstperioden faldt ejendomspriser og aktiekurser betydeligt. USA og Tyskland har oplevet lignende aktiekursfald i de seneste år.

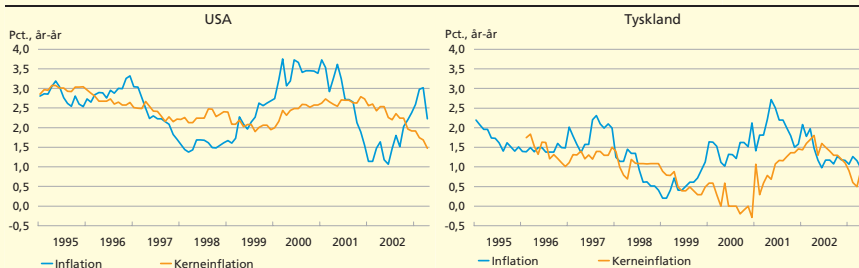
Udviklingen i priser og produktion hænger sammen. Når den samlede produktion er højere end økonomiens potentiale, vil inflationen typisk være stigende. Omvendt vil pristigningstakten være faldende, når produktion og efterspørgsel er under potentialet. Hvis det strækker sig over en længere periode, kan det medføre, at priserne decideret begynder at falde, dvs. deflation. Prisfald behøver dog ikke kun at afspejle lav produktion og efterspørgsel, men kan også forårsages af, at produktivtetsgevinster i nogle sektorer udmøntes i prisfald gennem en periode, jf. fx udviklingen i it-sektoren.

Når priserne generelt og vedvarende begynder at falde, er der mekanismer, der trækker i retning af fortsatte prisfald, og det kan true den finansielle stabilitet. Vedvarende prisfald indebærer en tilskyndelse til at udskyde forbrug, da man for et givet beløb kan købe mere i fremtiden end nu. Ligeledes forøger fald i priser og lønninger byrden af lån, idet husholdninger og virksomheder vil få sværere ved at tilbagebetale givne nominelle lån. Både incitamentet til udskydelse af forbrug og øget real gældsbyrde kan føre til yderligere fald i efterspørgslen. Det endelige resultat kan blive en spiral, hvor gældsbyrden og deflationen forstærkes.

Økonomiske nedgangsperioder kan normalt imødegås med stabiliseringspolitik, herunder pengepolitik. Traditionel pengepolitik virker bl.a. ved, at en nedsættelse af styrenten fører til en lavere realrente, hvilket har en ekspansiv effekt på økonomien. Ved deflation er realrenten positiv selv ved en rente lig nul. Med andre ord kan der opstå en situation, hvor en lavere realrente er ønskelig, men ikke mulig, fordi den pengepolitiske rente ikke kan sættes yderligere ned. Økonomien er dermed fanget i en likviditetsfælde. Den amerikanske centralbank har analyseret problemet og tilkendegivet, at man kan ændre sine operationer, så pengepolitikken bevarer sin effektivitet, selv om dag-til-dag renten skulle falde til nul.

INFLATION OG KERNEINFLATION I USA OG TYSKLAND

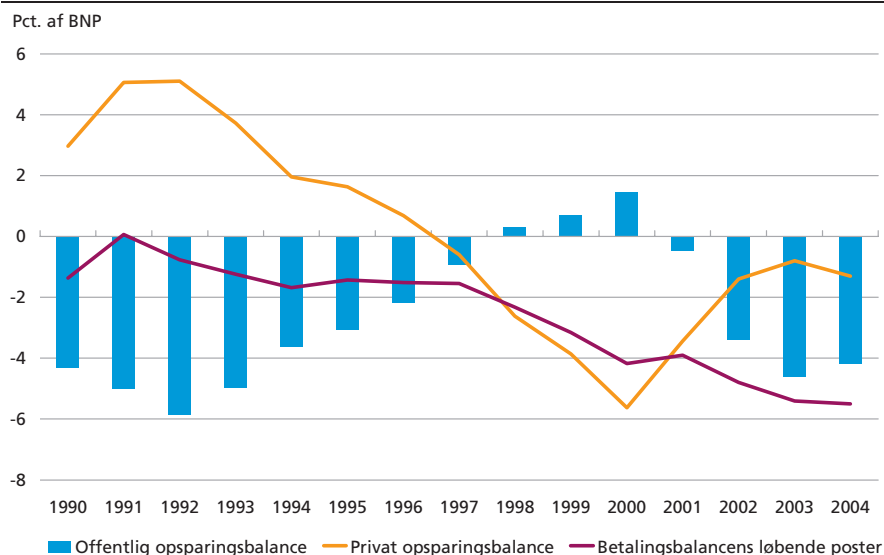
Figur 5



Anm.: Kerneinflationen er den årlige stigning i forbrugerprisindekset ekskl. energi og fødevarer.
Kilde: EcoWin og Eurostat.

TRILLINGE-UNDERSKUD I USA

Figur 6

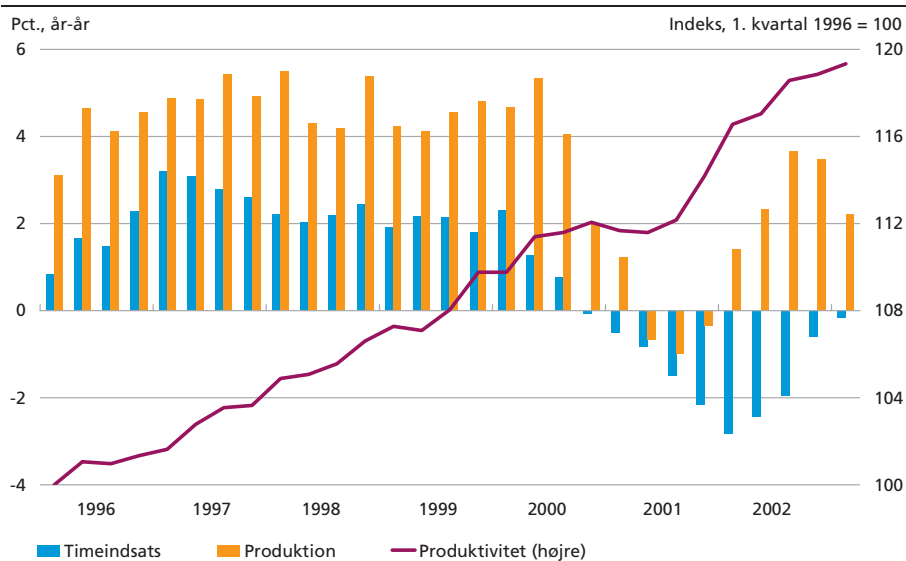


Anm.: Tallene for 2002-04 er skøn.
Kilde: OECD.

er noget lavere. Efter et svagt første halvår 2003 venter OECD og IMF, at stigende investeringer bliver drivkraften bag en tiltagende vækst i andet halvår. Tillidsindikatorerne tegner dog et ret pessimistisk billede af den økonomiske udvikling: Forbrugertilliden lå også i april meget lavt, og

PRODUKTIVITET SAMT VÆKST I PRODUKTION OG TIMEINDSAT I USA

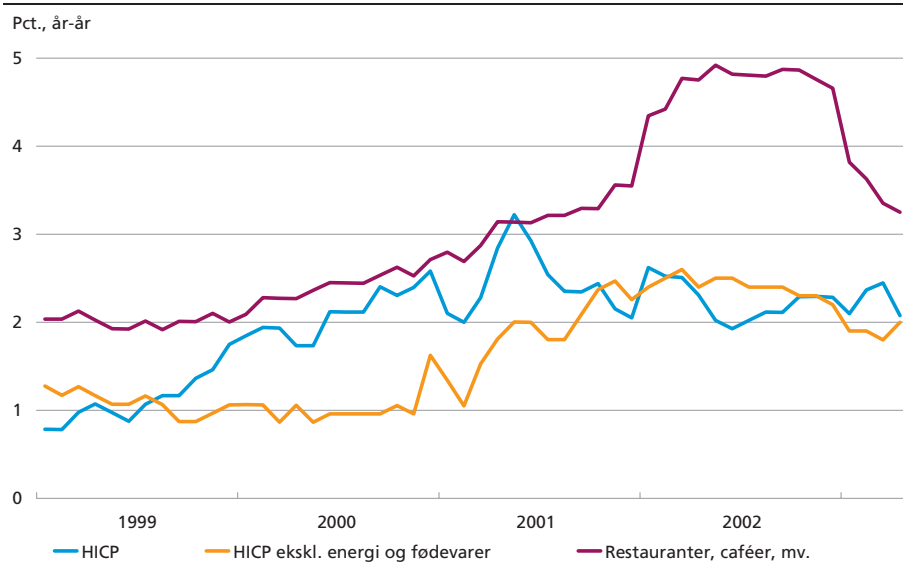
Figur 7



Kilde: EcoWin.

INFLATION I EUROOMRÅDET

Figur 8



Kilde: Eurostat og EcoWin.

virksomhedstilliden er igen faldet til et niveau, der indikerer faldende industriproduktion.

Euroområdet

I 4. kvartal 2002 steg euroområdets produktion med 0,1 pct., og væksten for året som helhed var beskedne 0,8 pct. Væksten i 4. kvartal kunne henføres til det private og offentlige forbrug, mens eksporten faldt lidt, og investeringerne var uforandrede. Arbejdsløsheden fortsatte med at stige ind i 2003 og var i marts 8,7 pct.

Forbrugerpriserne steg med 2,1 pct. i april, og ekskl. energi og fødevarer var inflationen i samme måned 2,0 pct., jf. figur 8. Det seneste års fald i kerneinflation skal ses i lyset af den svage realøkonomiske udvikling og styrkelsen af euroen over for især dollar. Prisstigningerne i restauranter, caféer, mv., der var særligt høje i 2002, er de seneste måneder igen faldet til niveauet fra før indførelsen af eurosedler og -mønter.

Den Europæiske Centralbanks styrelsesråd vurderede på sit møde i begyndelsen af marts, at udsigterne til prisstabilitet var forbedrede og nedsatte derfor de pengepolitiske renter med 0,25 pct. Minimumsbudrenten var herefter 2,50 pct.

På EU-topmødet i marts blev ECBs forslag om ændrede stemmeregler i Styrelsesrådet vedtaget af stats- og regeringscheferne.¹ Forslaget træder dog tidligst i kraft, når antallet af eurolande overstiger 15.

¹ Forslaget er nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2002*, s. 73 ff.

Efter gennemgangen af den pengepolitiske strategi bekræftede Styrelsesrådet definitionen af prisstabilitet som en år-til-år stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet på under 2 pct. Prisstabilitet skal fastholdes på mellemlangt sigt. I bestræbelserne på at opfylde målsætningen om prisstabilitet vil Styrelsesrådet sigte mod at fastholde inflationstakten tæt ved 2 pct. på mellemlangt sigt. Denne præcisering sikrer en tilstrækkelig sikkerhedsmargin som værn mod risikoen for deflation.

De pengepolitiske beslutninger vil fortsat blive truffet på baggrund af en omfattende analyse af risici for prisstabiliteten. For at forbedre formidlingen af det krydstjek af information, der indgår i den samlede vurdering, vil formandens indledende bemærkninger ved den månedlige pressekonference fremover blive struktureret anderledes. Redegørelsen vil begynde med den økonomiske analyse for at udpege de forhold, der på kort og mellemlangt sigt udgør en risiko for prisstabiliteten. Herefter følger den monetære analyse med henblik på at vurdere tendenserne i inflationsudviklingen på mellemlangt til langt sigt. De indledende bemærkningers nye format vil bedre kunne illustrere, hvordan de to analyseværktøjer komplementerer hinanden. I denne forbindelse tjener den monetære analyse primært til – ud fra et mellemlangt til langt perspektiv – at krydstjekke de kort- til mellemsigtede data, der stammer fra den økonomiske analyse.

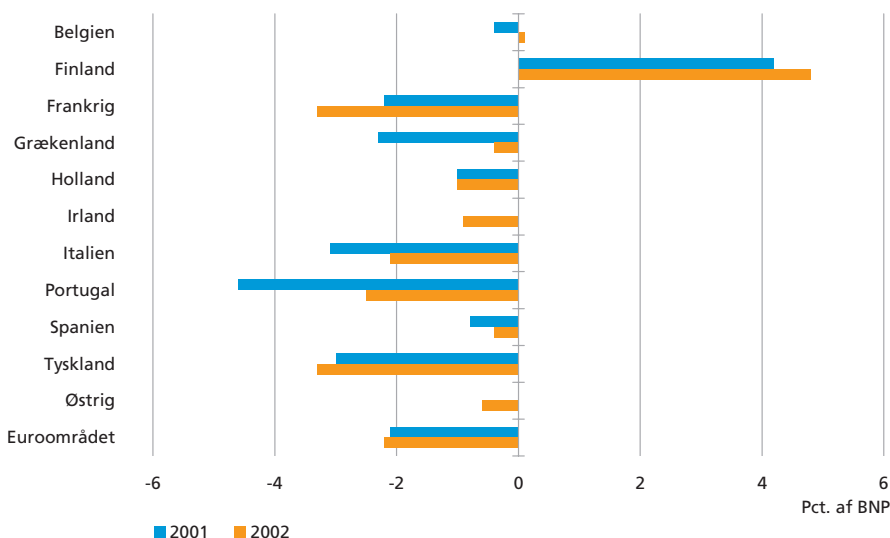
Da referenceværdien for væksten i pengemængden, der anvendes som sammenligningsgrundlag ved vurderingen af den monetære udvikling, har en mere langsigtet karakter, vil Styrelsesrådet ikke længere fastlægge referenceværdien årligt. De underliggende forhold og antagelser vil dog løbende blive vurderet af Styrelsesrådet.

Efter at have ført pengepolitik i euroområdet i godt fire år har Styrelsesrådet evalueret den pengepolitiske strategi. Resultatet af gennemgangen blev offentliggjort den 8. maj og er gengivet i boks 3.

Det offentlige underskud i euroområdet blev i 2002 øget til 2,2 pct. af BNP mod 1,6 pct. året før. Den primære årsag til forringelsen var den svage konjunkturudvikling, men det strukturelle underskud steg også, jf. figur 9.¹ Stigningen i det strukturelle underskud kan især henføres til Tyskland og Frankrig. Finanspolitikken i lande med store strukturelle underskud er mere lempelig end stabilitets- og vækstpagtens målsætning om offentlige budgetter tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt. Lempelsen af finanspolitikken under det seneste opsving indebærer, at der nu ikke er plads til at lade de automatiske stabilisatorer fungere frit.²

¹ Strukturelle budgetbalancer (også kaldet cyklisk korrigerede budgetbalancer) er et forsøg på at måle den strukturelle del af finanspolitikken, dvs. budgetbalancen rensat for den konjunkturmæssige påvirkning. En beskrivelse og diskussion af Kommissionens og andre internationale organisationers metoder til beregning af strukturelle budgetbalancer og af de problemer, der er forbundet med beregningerne, findes i Allan Bødskov Andersen, Cyklisk korrigerede offentlige budgetbalancer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

² Se Niels Bartholdy og Lars Falkenberg, Stabilitets- og vækstpagten status 2003, denne *Kvartalsoversigt*, side 93 ff.



Anm.: Tal for Luxembourg er ikke tilgængelige.

Kilde: Kommissionens forårsprognose 2003.

Euroområdet betalingsbalance viste i 4. kvartal 2002 fortsat et lille overskud på 1,3 pct. af BNP. Det private opsparingsoverskud var større end det offentlige underskud.

Vækstudsigterne for euroområdet blev justeret ned i de seneste prognoser fra OECD, IMF og Kommissionen. I 2003 ventes nu en BNP-vækst i overkanten af 1 pct. Tillidsindikatorerne tyder ikke på signifikante ændringer i den økonomiske situation i den nærmeste fremtid. Kommissionens indikator for virksomhedstilliden faldt yderligere lidt i april, men niveauet har været stort set uændret det seneste år. Forbrugertilliden lå stadig lavt i april, efter at længere tids fald blev afløst af en lille stigning.

Den tyske økonomi er fortsat svag, og væksten for 2002 som helhed blev på blot 0,2 pct. I 1. kvartal 2003 faldt BNP med 0,2 pct. i forhold til kvartalet før. Den harmoniserede arbejdsløshed steg til 9,4 pct. af arbejdsstyrken i april, og HICP-inflationen i samme måned var 1,0 pct., omkring 1 pct. lavere end gennemsnittet i euroområdet. Faren for, at den økonomiske situation forværres i en sådan grad, at der opstår deflation i Tyskland, jf. boks 2, er dog ikke umiddelbart overhængende.

Kommissionen forventede i april, at det offentlige underskud og den offentlige gæld i 2003 vil overstige EU-traktatens grænser på henholdsvis 3 og 60 pct. af BNP, ligesom det var tilfældet i 2002.

Bundesbank offentliggjorde i begyndelsen af marts rapporten "Wege aus der Krise" om den aktuelle økonomiske krise i Tyskland og nødven-

digheden af strukturelle reformer.¹ En mere tilfredsstillende økonomisk udvikling kræver ifølge Bundesbank en samlet reform, der skal indeholde en reduktion af de indirekte arbejdskraftomkostninger, et større incitament til at arbejde, opfyldelse af stabilitets- og vækstpagtens krav om et offentlig budget tæt på balance i 2006 og en løsning af de problemer, der følger af den demografiske udvikling.

En uge senere fremlagde regeringen sin plan for reformer af arbejdsmarkeds-, sundheds- og pensionsområdet.² Selv om Tysklands strukturelle problemer næppe løses med de fremlagte forslag, er den begyndende forståelse for problemerne udtryk for en positiv udvikling. Forslagene skal i den kommende tid behandles i Forbundsdagen og Forbundsrådet og er blevet mødt med kritik fra især fagbevægelsen.

Væksten i fransk økonomi aftog gennem 2002, og fra 3. til 4. kvartal faldt BNP med 0,1 pct. Det voksende offentlige forbrug var det vigtigste positive bidrag til væksten, mens investeringerne faldt. Det offentlige underskud voksede til 3,1 pct. af BNP i 2002, og Kommissionen har derfor indledt stabilitets- og vækstpagtens procedure om uforholdsmæssigt store underskud. For at begrænse underskuddet har den franske regering udsat en tidligere annonceret skattelettelse, men regeringen forventer alligevel, at underskuddet stiger til 3,4 pct. i 2003.

Japan

Den japanske økonomi udviklede sig sidste år bedre end forventet. Væksten i 4. kvartal blev på 0,5 pct. i forhold til kvartalet før. Det var primært eksporten, der bidrog til væksten, men den indenlandske efterspørgsel var også stigende.

De strukturelle problemer i den finansielle sektor og på arbejdsmarkedet er imidlertid fortsat uløste. Samtidig er de traditionelle stabiliseringspolitiske redskaber allerede udnyttet fuldt ud, idet den korte rente er nul, og den offentlige gæld er steget til 140 pct. af BNP i 2002 i henhold til OECDs seneste vurdering.

Af hensyn til den finansielle stabilitet har den japanske centralbank siden efteråret 2002 købt aktier af forretningsbankerne for at tilskynde dem til at reducere deres markedsrisiko. Centralbanken meddelte den 25. marts, at rammen for købet af aktier fra bankerne ville blive forhøjet med 50 pct. til 3.000 mia.yen, svarende til godt 1 pct. af værdien af det japanske aktiemarked. Efter det pengepolitiske møde sidst i april blev målet for pengeinstitutternes indskud i centralbanken hævet fra 17-22

¹ Hans-Werner Sinns artikel "The Laggard of Europe" fra november 2002 er et andet eksempel på en analyse af Tysklands strukturelle problemer. Artiklen er optrykt i CESifo Forum, volume 4, special issue no. 1, spring 2003 og kan findes på www.cesifo.de.

² Reformforslagene blev ledsaget af forslag om subsidierede lån til kommuner og byggesektoren for i alt 15 mia.euro og tilskud til kommunale investeringer for 2 mia.euro.

bio.yen til 22-27 bio.yen. Dermed fortsatte centralbanken sin politik med at sikre rigelig likviditet for at bevare stabiliteten på de finansielle markeder i Japan.

UK

Den kvartalsvise vækst i den britiske økonomi har været aftagende og var i 1. kvartal 2003 0,2 pct. Den høje vækst i boligpriserne er på det seneste aftaget en smule. Inflationen ekskl. renter og indirekte skatter har været stigende siden sidste sommer og nåede i marts op på 3,0 pct., hvilket er 0,5 pct. over inflationsmålet.

Det britiske pund er fra midten af februar til midt i maj blevet svækket med ca. 6 pct. over for euro. Handelsvægtet er svækkelsen dog noget mindre, da pund/dollar-kursen stort set er uændret. Svækkelsen kan betyde højere priser på importerede varer i de kommende måneder og dermed bidrage til at holde inflationstakten oppe, selv om det indlandske inflationspres skulle aftage.

Bank of England nedsatte sin toneangivende rente med 25 basispoint til 3,75 pct. i begyndelsen af februar. Den pengepolitiske komite fandt, at udsigterne for efterspørgslen var blevet svagere, og at der dermed var opstået en risiko for, at den fremtidige inflation ville ligge under inflationsmålet.

Regeringen planlægger betydelige stigninger i de offentlige udgifter i de kommende år, herunder øgede offentlige investeringer inden for sundheds-, uddannelses- og transportsektorerne. Udgiftsstigningerne ventes af det britiske finansministerium at føre til, at det offentlige underskud stiger til 2,4 pct. af BNP i finansåret 2003-04. Skønnet er baseret på en optimistisk forudsætning om, at væksten bliver 2 pct. i indeværende finansår og 2,25 pct. i 2003-04. Det kan derfor ikke udelukkes, at underskuddet kommer tæt på traktatens grænse på 3 pct.

Sverige og Norge

Der er flere fællestræk i de to skandinaviske landes seneste økonomiske udvikling. Den internationale afmatning har medført fald i eksporten i sidste halvår af 2002, men væksten er blevet understøttet af det private og offentlige forbrug. BNP voksede i Sverige med 0,3 pct. i 4. kvartal i forhold til 3. kvartal, mens den tilsvarende vækst i Norge var 0,2 pct. Efter betydelige stigninger i inflationen omkring årsskiftet som følge af kraftige prisstigninger på elektricitet og olie, har inflationen i begge lande været faldende siden februar.

I Norge har inflationen været holdt nede af en stærk norsk krone indtil årsskiftet. I januar blev kronen svækket, og det fortsatte, da Norges Bank sidst i februar signalerede, at pengepolitikken gradvist ville blive

lempet i den kommende tid. I overensstemmelse hermed nedsatte Norges Bank den pengepolitiske rente med 50 basispoint i både marts og april til 5 pct. Banken vurderede i april, at det var mere sandsynligt, at inflationen om to år vil være under inflationsmålet på 2,5 pct., end at den vil være over. Fremadrettet må det dog forventes, at svækkelsen af den norske krone på ca. 8 pct. over for euro siden årsskiftet vil betyde højere importeret inflation.

Sveriges Riksbank lempede også pengepolitikken i marts, idet den toneangivende rente blev sat ned med 25 basispoint til 3,5 pct.

Canada

Den beherskede vækst i USA og den deraf følgende svagere udvikling i canadisk eksport bidrog til at dæmpe væksten i Canadas økonomi i slutningen af 2002. Men den indenlandske efterspørgsel udviklede sig fortsat robust, og beskæftigelsen er fortsat med at stige. Inflationen har siden oktober 2002 ligget over 3 pct., der er den øverste grænse i båndet omkring inflationsmålet på 2 pct. På den baggrund hævede den canadiske centralbank de pengepolitiske renter med 25 basispoint i marts og igen i april. Herefter var Bank of Canadas mål for den toneangivende dag-til-dag rente 3,25 pct.

UDVIKLINGEN PÅ DE DANSKE FINANSIELLE MARKEDER

Kronen er fortsat stabil over for euro på et niveau lidt stærkere end centralkursen på 7,46 kroner pr. euro. Der har i perioder været en tendens til styrkelse af kronen, og Nationalbanken har enkelte gange købt valuta på markedet for at stabilisere kronens kurs over for euro.

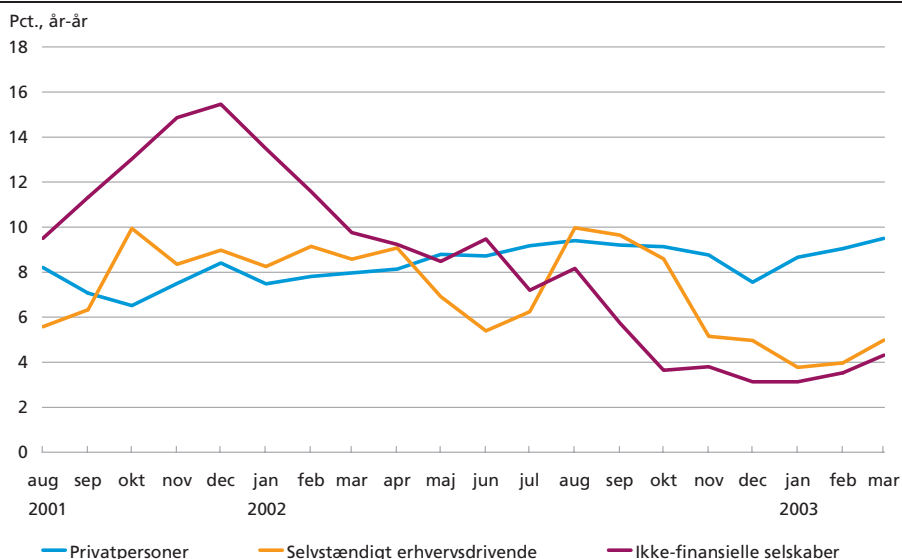
Renterne i Danmark har fulgt renterne i euroområdet tæt. Nationalbanken nedsatte de pengepolitiske renter med 25 basispoint den 6. marts, efter at ECB havde nedsat sine renter tilsvarende tidligere samme dag. Rentespændene mellem danske renter med længere løbetider og tilsvarende renter i euroområdet lå midt i maj også på samme niveau som i midten af februar. Den danske 3-måneders pengemarkedsrente var midt i maj 2,56 pct., hvilket var 15 basispoint over renten i euroområdet. Forskellen mellem de danske og tyske 10-årige renter var med 25 basispoint lidt større.

Kapitalmarkedsrenterne faldt frem til medio marts, men steg derefter. Den 10-årige rente var midt i maj 4,15 pct., hvilket er lidt lavere end midt i februar. Renteniveauet er dermed stadig lavt, og de finansielle forhold lempelige.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til privatpersoner steg i marts med 9,5 pct. i forhold til samme måned sidste år, jf. figur 10. Væksten i

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL UDVALGTE SEKTORER

Figur 10



Anm.: Ekskl. udlånet fra pengeinstitutternes udenlandske enheder.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

privatpersoners lån har været stigende i år, efter et mindre fald i slutningen af 2002. Stigningen skyldtes et voksende udlån fra realkreditinstitutterne. Samtidig er væksten i penge- og realkreditinstitutternes udlån til selvstændigt erhvervsdrivende og virksomheder også begyndt at stige. År-til-år væksten i udlånet til disse sektorer var i marts mellem 4 og 5 pct.

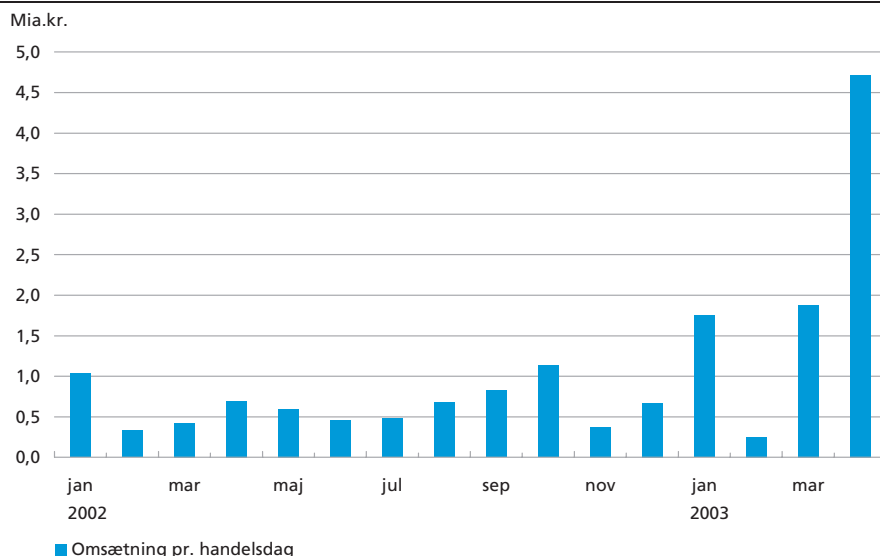
De ekstraordinære indfrielse af realkreditobligationer til aprilterminen var på 116 mia.kr. og dermed de højeste nogensinde. De tilknyttede betalinger blev gennemført på den første bankdag i april, hvor der samtidig var store betalinger i forbindelse med månedsskiftet. For at lette likviditetsudvekslingen mellem banker og realkreditinstitutter havde Nationalbanken på forhånd meddelt, at der ville være åbent for køb og salg af indskudsbeviser den 1. april. En betydelig del af likviditeten blev imidlertid udvekslet direkte mellem penge- og realkreditinstitutterne gennem indbyrdes handel med indskudsbeviser.

De senere måneder har penge- og realkreditinstitutternes indbyrdes handel med indskudsbeviser været højere end tidligere, jf. figur 11. I det omfang, der er tale om en mere permanent udvikling, er det positivt set ud fra ønsket om et velfungerende pengemarked.

Indekset over de tyve mest handlede danske aktier, KFX, var midt i maj 13 pct. højere end i midten af februar. Udviklingen i de danske aktiekurser har i store træk været som på de internationale aktiemarkeder med faldende kurser indtil midten af marts og en stigende tendens siden.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES INDBYRDES HANDEL MED INDSKUDSBEVISER

Figur 11



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Medio marts blev Danske Bank ramt af betydelige it-problemer, der bl.a. forhindrede banken i at deltage fuldt ud i betalingsformidlingen. Systemerne, herunder sumclearingen og VP-afviklingen, viste sig i stand til at håndtere det delvise bortfald af en stor deltager i flere dage, hvor der dog ikke var store betalinger som fx ved månedsskift.¹ For at sikre, at sektorlikviditeten var tilstrækkelig, valgte Nationalbanken den 12. marts at åbne for tilbagekøb af indskudsbeviser via pengemarkedsmægleren. Herved blev sektoren tilført 5 mia.kr. i likviditet. Påvirkningen af de korte pengemarkedsrenter som følge af episoden var begrænset.

Den 30. april 2003 fremsatte økonomi- og erhvervsministeren forslag til lov om ændring af lov om visse betalingsmidler. Den nuværende lov har hidtil forhindret, at pengeinstitutternes omkostninger ved drift af et betalingssystem pålægges betalingsmodtager, dvs. forretningerne, i den fysiske handel.²

Det helt centrale element i lovforslaget er, at pengeinstitutterne fra og med 1. januar 2005 kan opkræve et gebyr af forretningerne på op til 50 øre pr. transaktion, når der betales med et dankort forsynet med en

¹ Nationalbanken analyserer løbende de systemiske risici i de danske betalingssystemer. Nationalbankens publikation *Finansiel Stabilitet 2002* præsenterede en række simulationer af krisescenarier i bl.a. sumclearingen. Resultaterne viste, at sumclearingen kan håndtere bortfald af den største enkeltdebitor i én dag uden problemer.

² Ved en revision af den daværende lov om betalingskort i 1999 blev det tilladt at opkræve gebyrer af betalingsmodtager, når dankortet blev anvendt i den ikke-fysiske handel, dvs. på internettet.

såkaldt EMV-chip. Fra og med 1. januar 2010 kan gebyret over for forretningerne udgøre op til halvdelen af omkostningerne ved driften af dankortsystemet.

Alle nuværende dankort er magnetstribebaseret. En af intentionerne bag lovforslaget er således, at dankortet fremover forsynes med en chip. Et chipbaseret kort er sikrere at anvende og rummer desuden mulighed for at tilknytte flere funktioner til kortet. I den forbindelse vil Finansrådet opfordre alle dets medlemmer til at give tilsagn om at ville udbyde et moderne chipbaseret dankort.

Lovforslaget indebærer endvidere, at pengeinstitutterne kan udbyde et dankort med saldokontrol til personer i alderen fra 15 til 17 år. For dette kort kan der opkræves et gebyr på op til 75 øre af forretningerne pr. transaktion.

Forretningerne kan vælge at overvælte gebyrerne på forbrugerne. Gebyrerne må dog ikke overstige de gebyrer, som forretningerne betaler til pengeinstitutterne. Lovforslaget ændrer ikke på det forhold, at pengeinstitutterne kan opkræve gebyrer af dets kunder for udstedelse og administration af dankortet. For alle forretninger gælder det på årsbasis, at de første 5.000 dankorttransaktioner er gebyrfri.

Internationale betalingskort udstedt i Danmark vil fortsat være omfattet af lov om visse betalingsmidler. Som noget nyt vil der imidlertid blive sondret mellem debetkort og kreditkort. For valutaindlændinges anvendelse af dansk udstedte internationale debetkort som eksempelvis VISA Electron gælder, at udstederne heraf fra og med 1. januar 2005 kan opkræve op til 0,4 pct. af transaktionsbeløbet hos forretningerne, dog højst 4 kr. I dag kan der opkræves 0,75 pct. af transaktionsbeløbet uden begrænsning. For valutaindlændinges anvendelse af dansk udstedte internationale kreditkort, fx Eurocard og Mastercard, indebærer lovforslaget ingen ændringer, hvorfor der fortsat kan opkræves op til 0,75 pct. af transaktionsbeløbet af forretningerne.

Økonomi- og erhvervsministeren skal hvert andet år afgive en rapport om forholdene på betalingskortmarkedet til Folketinget.

Da de danske pengeinstitutter fremover holder lukket den 31. december (nytårsaftensdag), holder Nationalbanken også lukket. Nationalbanken vil derfor ikke fastsætte valutakurser og referencerenter den 31. december, men den danske del af det fælleseuropæiske betalingssystem TARGET vil fortsat være åbent.

DANSK ØKONOMI

De seneste nationalregnskabstal viser, at væksten i dansk økonomi gik ned i løbet af 2002. BNP var således uændret i 4. kvartal 2002 i forhold

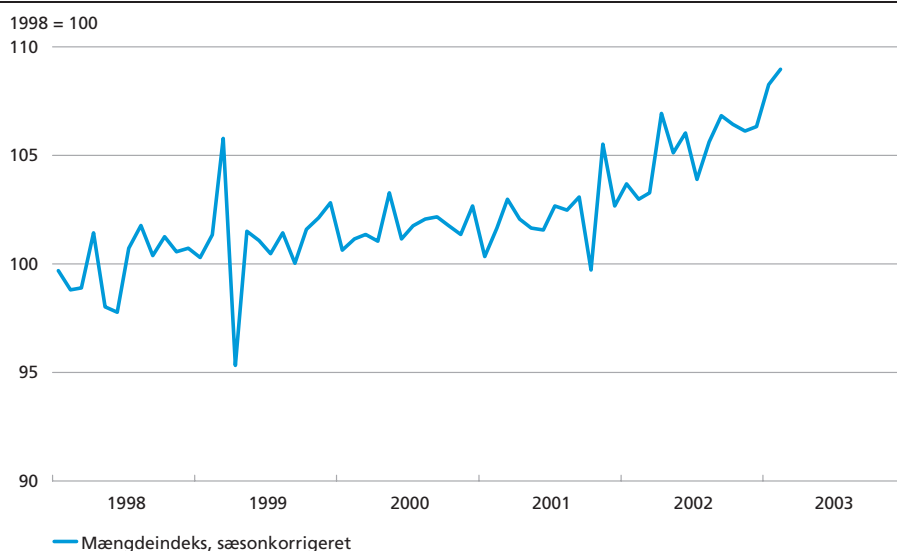
til kvartalet før, mens væksten for 2002 som helhed var 1,6 pct. Privatforbruget har bidraget positivt til væksten gennem hele 2002, og de tilgængelige indikatorer tyder på, at privatforbruget fortsat voksede i begyndelsen af 2003. Detailomsætningen var i januar og februar 2,3 pct. højere end i de to foregående måneder og 5,3 pct. højere end året før, jf. figur 12. Salget af nye biler har til gengæld været faldende i år, men nedgangen kan bl.a. skyldes tidsmæssige forskydninger af efterspørgslen som følge af forventninger om pris- eller afgiftsændringer.

Efter sæsonkorrektion faldt eksporten af varer og tjenester i faste priser i 4. kvartal med 0,8 pct. Faldet skal ses i lyset af den svage konjunktursituation hos vore samhandelspartnere. Importen faldt ligeledes, hvorfor påvirkningen af betalingsbalancen var beskeden. Handelsbalanceoverskuddet var fortsat stort i begyndelsen af 2003. Den særligt høje vareeksport kunne især henføres til energisektoren, hvor eksporten af olie og elektricitet var høj på baggrund af en gunstig prisudvikling. I de 12 måneder frem til marts 2003 var der fortsat et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster på 41 mia.kr.

Den seneste opgørelse af Danmarks udlandsgæld viser, at gælden ultimo 2002 var faldet til 250 mia.kr., svarende til 18 pct. af BNP. Reduktionen i gælden i 4. kvartal 2002 kan ud over overskuddet på betalingsbalancen henføres til positive nettoværdireguleringer på 12 mia.kr.

DETAILOMSÆTNING

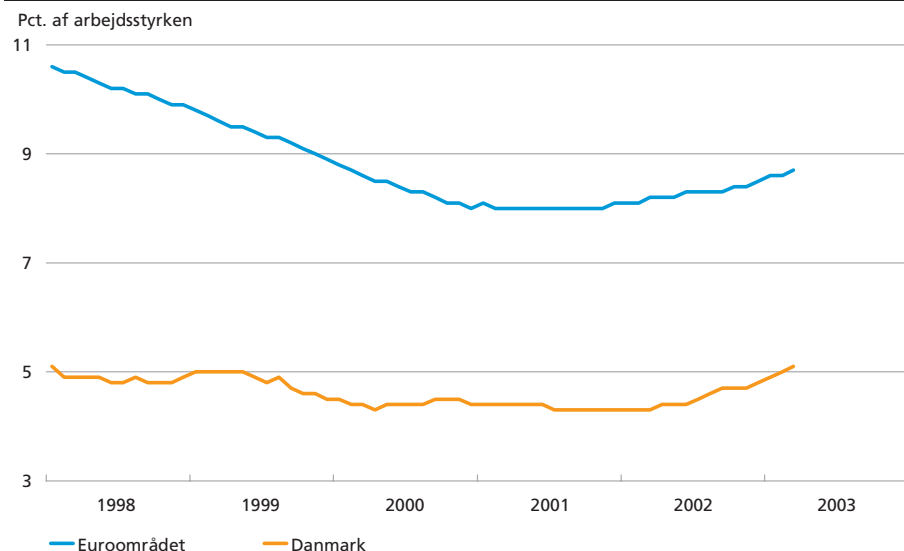
Figur 12



Kilde: Danmarks Statistik.

HARMONISERET ARBEJDSLØSHED

Figur 13



Anm.: Sæsonkorrigerede tal.
Kilde: Eurostat.

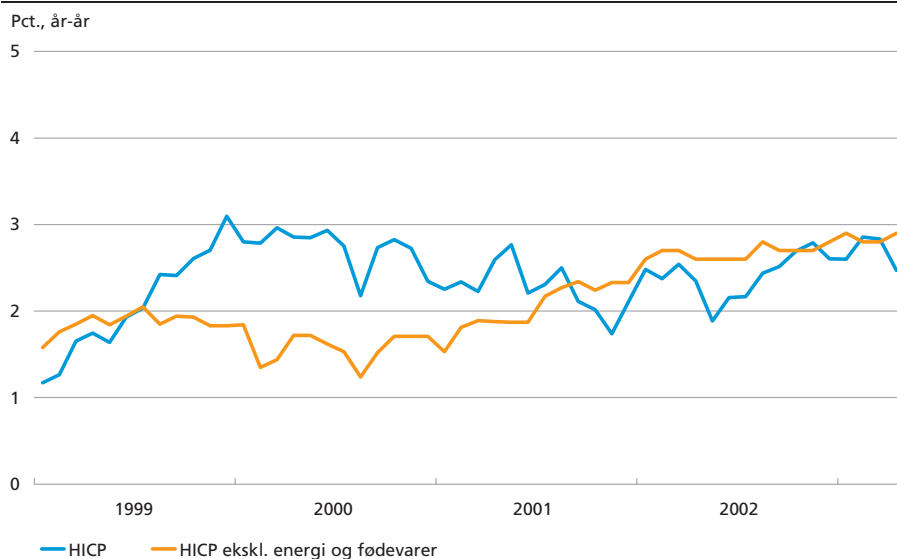
Arbejdsløsheden har været stigende de seneste måneder og var i marts 5,8 pct. Siden lavpunktet for et år siden er den sæsonkorrigerede arbejdsløshed vokset med 0,8 procentpoint. Den harmoniserede ledighedsstatistik viser, at den danske arbejdsløshed begyndte at stige omtrent et halvt år senere end arbejdsløsheden i euroområdet, jf. figur 13. Men ellers har forløbet været ret parallelt, og niveauforskellen på knap 4 procentpoint består derfor stadig.

Arbejdsmarkedet, der i de senere år har været meget stramt, er blevet lidt mindre presset i takt med stigningen i ledigheden. Den relativt høje efterspørgsel efter arbejdskraft har betydet, at de danske lønstigninger siden 1996 har ligget over lønstigningerne i euroområdet. Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik viser, at den årlige stigning i lønningerne på DAs område var 4,3 pct. i 4. kvartal 2002. Den stigende arbejdsløshed kan således endnu ikke ses i lønstatistikken.

I april steg forbrugerpriserne med 2,5 pct. i forhold til samme måned året før, jf. figur 14. Baseret på stigningerne i de harmoniserede prisindeks, HICP, har inflationen i Danmark været lidt højere end i euroområdet siden sommeren 2002. Udviklingen i forbrugerprisindekset har været påvirket af de volatile energipriser. Prisændringer på olie slår også igennem på naturgaspriserne, fordi forbrugerprisen på naturgas i Danmark reguleres efter udviklingen i prisen på fyringsolie. Olieprisernes betydning for dansk økonomi er nærmere behandlet i boks 4.

INFLATION I DANMARK

Figur 14



Kilde: Danmarks Statistik og Eurostat.

Den økonomiske situation i Danmark er således præget af modstridende tendenser i begyndelsen af 2003. De lave renter og konverteringer af realkreditlån bidrager til fortsat vækst i det private forbrug. På andre områder har signalerne været mere uklare, og den internationale økonomiske situation er blevet forværret. Privatforbruget vejer dog tungt i den samlede efterspørgsel og holder hånden under økonomien. Det tyder på en vis vækst i dansk økonomi, om end mere behersket end i den lange årrække, hvor arbejdsløsheden faldt. Den lidt svagere udvikling kommer således efter en længere periode med risiko for overophedning på arbejdsmarkedet og løn- og prisstigninger i overkanten af euroområdet. Finanspolitikken bidrager til at mildne konsekvenserne af en vækstnedgang gennem de automatiske stabilisatorer. Øgede udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse og lavere skatteindtægter er eksempler på effekter, der automatisk medvirker til at stabilisere konjunkturudviklingen. Ændringer af finanspolitikens stramhedsgrad er uhenigtsmæssige og risikerer at skubbe de offentlige finanser bort fra den nødvendige mellemfristede konsolidering.

Regeringen og Dansk Folkeparti er nået til enighed om en aftale om skattelettelser fra næste år. Aftalen indebærer bl.a. forhøjelser af bundfradraget for mellemskatten over en fireårig periode, samt et beskæftigelsesfradrag på 2,5 pct. af den del af arbejdsindkomsten, der ligger under mellemskattegrænsen. I forudsætningerne for aftalen indgår en begrænsning af realvæksten i det offentlige forbrug til 0,7 pct. i 2004 og

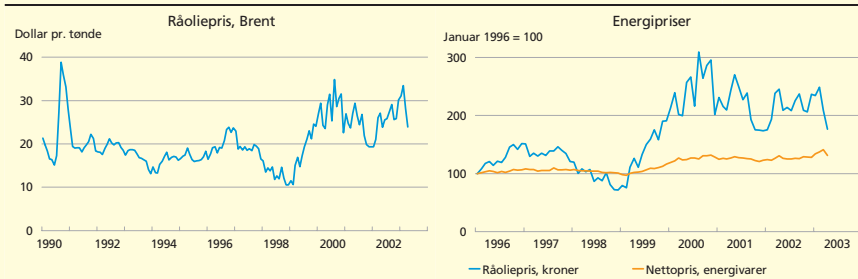
Oliepriserne har i de senere måneder været meget volatile. Fra et niveau omkring 24 dollar pr. tønde i november steg oliepriserne frem mod indledningen af Irak-krigen i marts til knap 35 dollar pr. tønde og er siden faldet tilbage til ca. 25 dollar pr. tønde, jf. figur 15. Siden begyndelsen af 2002 er oliepriserne regnet i dollar generelt steget, men fra et dansk synspunkt er virkningerne heraf reduceret af en svækkelse af den amerikanske dollar i samme periode.

Dansk økonomi er i dag mindre sårbar over for oliepriserne end under de to oliekriser i 1973/74 og 1979/80. Det skyldes især udvikling af nye energikilder, lavere energindhold i produktionen og mindre energiforbrug til fx boligopvarmning. Med den øgede udvinding af olie og gas i Nordsøen er Danmark gået fra at være nettoimportør til at være nettoeksportør af olieprodukter. Da ca. 60 pct. af olie- og gasproduktionen forestås af udenlandske selskaber, går en væsentlig del af sektorens indtjening til udlandet. Derved begrænses betalingsbalanceeffekten af en olieprisændring.

Oliepriserne har en direkte effekt på husholdningernes økonomi via såvel opvarmning af boligen som transport. I forhold til forbrugerprisindekset har energipriserne en samlet vægt på godt 10 pct. fordelt på de to poster. Den største del heraf er imidlertid moms og energiafgifter. Sidstnævnte er en fast stykaftag, og en stigning på fx 10 pct. i producentprisen på energi slår kun igennem med knap 5 pct. på forbrugerprisen. Generelt er udsvingene i prisen på råolie betydeligt større end i fx nettopriserne, jf. figur 15. Derudover er der en indirekte effekt fra prisen på øvrige produkter som følge af en stigning i virksomhedernes omkostninger. Den samlede effekt fra en stigning i oliepriserne på 10 pct. vil formentlig være under 1 pct. af husholdningernes forbrugsudgifter. Modelsimulationer viser, at en olieprisstigning på 5 dollar pr. tønde på 1-2 års sigt vil give et beskedent fald i BNP på ca. 0,2 pct., mens betalingsbalancen forbedres med 2-4 mia.kr.

PRISER PÅ RÅOLIE OG ENERGIPRISER I DANMARK

Figur 15



Kilde: Bloomberg og Danmarks Statistik.

0,5 pct. årligt i perioden 2005 til 2010. Sammenlignet med udviklingen i det offentlige forbrug i en årrække er der tale om et ambitiøst, men ikke uopnåeligt, mål. Den reale vækst i det offentlige forbrug har de sidste ti år i gennemsnit været 2,3 pct., men var dog kommet ned på 1,0 pct. i 2002.

Nye kontobestemmelser

Den 4. april 2003 foretog Nationalbanken en række ændringer i kontobestemmelserne. Kontobestemmelserne udgør det formelle grundlag for adgangen til og anvendelsen af konti, kreditgivning og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken.

Ændringerne vedrører først og fremmest introduktion af kontobestemmelser knyttet til Scandinavian Cash Pool (SCP). SCP er en brugerfinansieret ordning, der gør det muligt for kontohavere i Nationalbanken, Sveriges Riksbank og Norges Bank at få adgang til intradag-lån mod sikkerhed i indestående hos en anden skandinavisk centralbank. SCP-lånekonti skal benyttes af foliokontohavere, der ønsker adgang til intradag-lån i danske kroner i Nationalbanken mod sikkerhed i valutaindeståender hos Sveriges Riksbank eller Norges Bank. SCP-pantkonti skal benyttes af foliokontohavere, der ønsker adgang til lån i Sveriges Riksbank eller Norges Bank mod sikkerhed i et indestående i danske kroner hos Nationalbanken.

Herudover vedrører ændringerne præcisering af foliokontohaveres pligt til at tømme indestående på pantsatte afkastkonti samt af Nationalbankens adgang til umiddelbar realisation af foliokontohaveres sikkerhedsstillelse ved manglende inddækning af intradag-lån på foliokonti.

Kontobestemmelserne kan ses på Nationalbankens hjemmeside www.nationalbanken.dk under "Regelsæt".

Betalingsbalancen – fra langvarigt underskud til solidt overskud

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

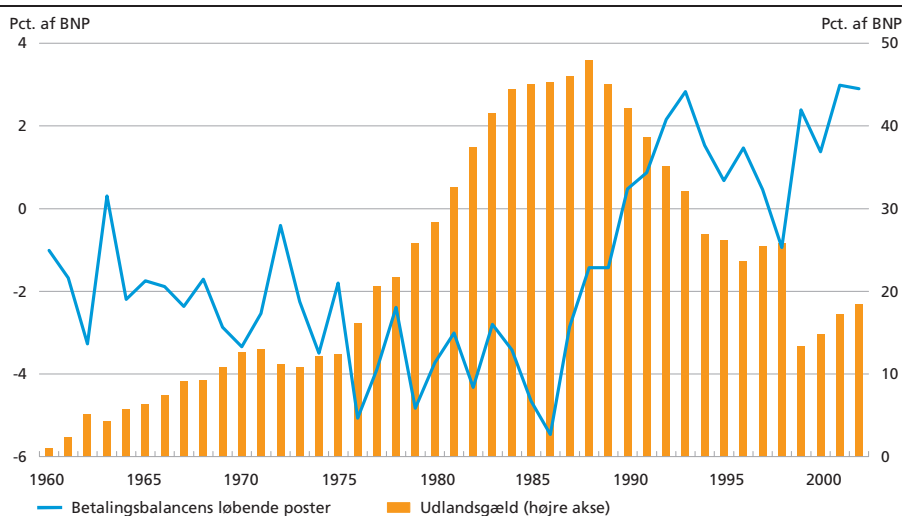
INDLEDNING OG KONKLUSION

Underskud på betalingsbalancens løbende poster var i mange år akilles-hælen i dansk økonomi og afgørende for megen af den førte økonomiske politik. I 1990 udviste betalingsbalancen et overskud for første gang i næsten 30 år, jf. figur 1, og den har siden da været i overskud bortset fra et enkelt år. I de senere år har overskuddet været robust omkring 2-3 pct. af BNP trods afmatning i den internationale økonomi og stærkere vækst i Danmark end hos mange af vore samhandelspartnere. I denne artikel beskrives baggrunden for denne udvikling, og det diskuteres, om saldoen på betalingsbalancens løbende poster med frie kapitalbevægelser overhovedet er noget, som de økonomisk-politiske beslutningstagere skal bekymre sig om ved fastlæggelsen af den økonomiske politik.

Det konkluderes, at vendingen i betalingsbalancesaldoen fra underskud til overskud har baggrund i, at tidligere tiders kroniske opsparings-

BETALINGSBALANCE OG UDLANDSGÆLD

Figur 1



Anm.: Udlandsgæld fra Danmarks Statistik (1960-75) og Nationalbanken (1991-2002). Tallene for perioden 1976-90 er beregnede, se appendiks til referencen i fodnote 1, side 32 for detaljer.

problem synes løst, hovedsageligt som følge af ændringer i skattesystemet, herunder først og fremmest reduktionen af rentefradragets skattemæssige værdi, samt sunde offentlige finanser.

De senere års solide overskud kan mere specielt tilskrives, at Danmark nu er nettoeksportør af energi, at eksport af søtransport er steget markant i både mængder og priser samt af, at der er vundet markedsandele i industrieksporten. Hertil kommer, at nettorentebetalingerne til udlandet har været faldende. Danmark synes ikke aktuelt at have noget konkurrenceevneproblem, men på længere sigt er det bekymrende, hvis den danske lønstigningstakt fortsætter med at overstige konkurrenternes.

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster bør fortsat have en central rolle i fastlæggelsen af den danske økonomiske politik. At frie kapitalbevægelser i mange tilfælde har gjort det let at finansiere et underskud er ikke ensbetydende med, at et sådant er uproblematisk.

OPGØRELSE OG TOLKNING AF BETALINGSBALANCEN

Som beskrevet i boks 1 er det ikke uden problemer i praksis at opgøre betalingsbalancen. I denne artikel er det Danmarks Statistiks opgørelse af de løbende poster, der lægges til grund.

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster kan anskues ud fra i hvert fald fire synsvinkler. Saldoen er udtryk for forskellen mellem værdien af eksporten og importen samt transfereringer og rentebetalinger til udlandet netto, jf. tabel 1. Dette er den traditionelle tolkning. Saldoen

BETALINGSBALANCEREGNSKABET FOR DANMARK		Tabel 1
Nettobetaling i mia.kr.	2001	2002
<i>Løbende poster</i>		
Varer og tjenester (X-M)	86	81
Transfereringer ¹ (T)	-20	-20
Rentebetalinger ² (r*A)	-25	-22
Betalingsbalancens løbende poster (BBLP) ..	41	39
Kapitaleksport i alt	13	-6
<i>Heraf</i>		
Direkte investeringer	15	-9
Porteføljainvesteringer	35	-3
Ikke-registrerede betalinger, lån mv.	-11	-14
Fejl og udeladelser	-26	20
Ændring af valutareserverne	27	45
Betalingsbalancen i alt	0	0

Anm.: BBLP = Kapitaleksport + Ændring af valutareserverne. På grund af afrunding summer posterne ikke eksakt til nul. Bogstaverne i parentes refererer til ligningerne i appendiks.

Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbanken.

¹ Fx ulandsbistand, bloktilskud til Færøerne og Grønland, miljøstøtte, EU-betalinger mv.

² Posten indeholder alle former for forrentning af nettogælden til udlandet, dvs. renter, udbytter, indeholdt overskud af udenlandske investeringer mv.

HVAD MÅLER BETALINGSBALANCEN?

Boks 1

Betalingsbalancen registrerer i princippet alle økonomiske transaktioner mellem valuta-indlændinge og -udlændinge. Som valuta-indlændinge betragtes alle virksomheder med hjemsted i Danmark, også datterselskaber og filialer af udenlandske virksomheder. Omvendt er danske virksomheders udenlandske enheder valuta-udlændinge. Personer er valuta-indlændinge, hvis de opholder sig i Danmark i over et år. En betalingsbalance registrerer således omfanget af transaktioner mellem geografisk afgrænsede områder, i vort tilfælde Danmark.

Betalingsbalancen kan opdeles i løbende poster og kapitalposter samt ændring i valutareserverne. Betalingsbalancen opgøres efter det dobbelte bogholderis princip, hvilket medfører, at den samlede betalingsbalance altid er nul. Når man lidt upræcist taler om under- eller overskud på betalingsbalancen, menes som regel under- eller overskud på betalingsbalancens løbende poster.

Tabel 1 viser nogle af hovedposterne på betalingsbalancen. Overskuddet på de løbende poster kan enten lånes ud til udlandet (kapitaleksport) eller placeres i valutareserverne. Som det fremgår af størrelsen på posten "fejl- og udeladelser", er der i praksis betydelige statistiske problemer med at få opgjort betalingsbalancen korrekt for det enkelte år. Set over en årrække er størrelsen på posten "fejl- og udeladelser" dog betydeligt mindre, da den svinger omkring nul.

Opgørelsesproblemerne afspejler sig også i, at der løbende typisk forekommer ganske betydelige revisioner af de offentliggjorte betalingsbalancetal. Dette er bl.a. et resultat af, at Danmarks Statistik offentliggør betalingsbalancestatistikken første gang, inden alle indberetninger er behandlet. Det er et stort ønske fra brugerne at få statistikken så hurtigt som muligt.

Mere generelt vil der være en tendens til at underdeklare indtægter, herunder eksport, og overdeklare udgifter, herunder import. Dette afspejler sig bl.a. i, at summen af saldi på de løbende poster for alle verdens lande under ét udviser et betydeligt underskud, hvor summen burde være nul. I Danmark og andre europæiske lande modvirkes dette af momssystemet, der giver et økonomisk incitament til at indberette eksporten korrekt, da denne er afgørende for virksomhedernes momsrefusioner. På importsiden er der ikke samme tilskyndelse.

kan også betragtes som et resultat af, at den indenlandske indkomst kan være større eller mindre end den indenlandske efterspørgsel. En tredje tilgang er at betragte saldoen som forskellen mellem indenlandsk opsparing og investering. Den fjerde og sidste tolkning udspringer af det faktum, at saldoen altid er lig med nettokapitalimporten. Kapitalposterne angiver, hvordan et underskud på betalingsbalancens løbende poster er blevet finansieret, eller hvordan et overskud er blevet placeret. De fire tolkninger af saldoen på betalingsbalancens løbende poster er nært beslægtede, som nærmere behandlet i artiklens appendiks. For at forstå omsvinget i betalingsbalancesaldoen fra langvarigt underskud til solidt overskud er opsparings-investeringsvinklen den mest frugtbare tilgang.

OPSPARING OG INVESTERING

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster kan tolkes som forskellen mellem dansk opsparing, privat såvel som offentlig, og investeringerne. Ved et betalingsbalanceunderskud overstiger investeringerne den samlede indenlandske opsparing svarende til, at Danmark lægger beslag på udenlandsk opsparing. Modstykket til dette er, at der oparbejdes en udlandsgæld, hvorved de udenlandske opsparere får et krav på en del af den fremtidige danske produktion.

Baggrunden for det robuste betalingsbalanceoverskud under højkonjunkturen i 1990'erne var den markante konsolidering, der fandt sted i den private sektor fra midten af 1980'erne og frem til 1993. I denne periode blev den private sektors nettoopsparing forbedret fra et underskud på 8 pct. af BNP til et overskud på 6 pct. af BNP, jf. figur 2. Dette skete samtidigt med, at det offentlige underskud blev holdt nogenlunde i skak. Gennem 1990'erne faldt det private opsparringsoverskud igen, men uden at det kom til længerevarende underskud på betalingsbalancens løbende poster, bl.a. fordi saldoen på de offentlige budgetter blev holdt i overskud. Det var et i historisk perspektiv enestående fænomen, at betalingsbalancen forblev i overskud under en højkonjunktur¹.

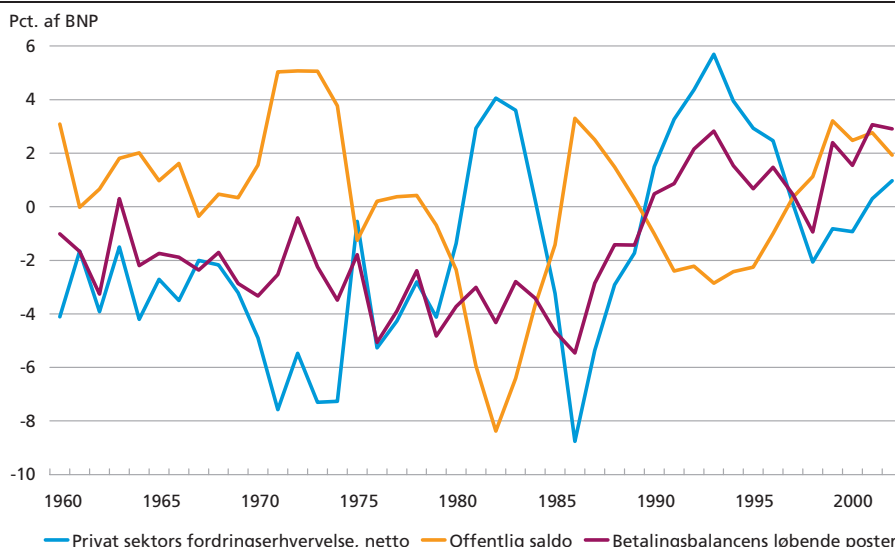
En forbedret saldo på betalingsbalancen kan fremkomme enten som følge af faldende investeringer, hvilket vil gå ud over den fremtidige vækst i økonomien, eller som resultat af stigende opsparing eller en kombination heraf. Som det fremgår af figur 3, kan det aktuelle overskud på betalingsbalancen hovedsagligt tilskrives en højere opsparing. Fra midten af 1980'erne og frem til 1993 var der ganske vist også en betydelig nedgang i investeringskvoten, men dette er siden redresseret. Investeringskvoten ligger dog stadig markant under niveauet i 1960'erne, hvor der bl.a. var højere boliginvesteringer samtidig med, at Danmarks transformation fra landbrugs- til industriland tog fart.

Lidt firkantet kan man sige, at mens betalingsbalanceunderskuddet i 1960'erne skyldtes et højt investeringsniveau, var underskuddet fra midten af 1970'erne og 1980'erne resultatet af en lav indenlandsk opsparing. Dette opsparringsproblem synes i dag at være blevet løst. Der kan være flere årsager til dette, men den væsentligste er givet den opsparringsfremmende effekt af den markante beskæring af rentefradragsrettens skattemæssige værdi, der gradvist er sket med skattereformerne i 1985, 1993 og 1998. Dette har sammen med en mere hensigtsmæssig beskatning af pensionsopsparing gjort det mindre fordelagtigt at gæld-

¹ For nærmere diskussion se Jørgen H. Gelting, (1972), *Betalingsbalancen 1872-1972, Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Bind 110, Hefte 5-6.

SEKTOROPSPARINGSBALANCER

Figur 2



Anm.: Saldoen på betalingsbalancens løbende poster = offentlig saldo + private sektors nettofordringshvervelse.

sætte sig. Høje rentefradrag gør typisk det private afkast ved opsparing mindre end det samfundsmæssige, da den enkelte private låntager kan overvælte en del af låneomkostningerne på resten af samfundet¹. Problemet forstærkes af en høj prisstigningstakt, da det er hele den nominelle renteudgift, der kan trækkes fra og dermed også den del, der blot er kompensation for inflationen. Ved tilstrækkeligt høje prisstignings-takter bliver realrenten efter skat negativ svarende til, at man præmie-res for at gældsætte sig, hvilket typisk var tilfældet for private låntagere i 1970'erne og første del af 1980'erne. Aktuelt har det historisk lave ren-teniveau igen gjort realrenten efter skat lav for private opsparende og investorer, uden at det dog på kort sigt truer betalingsbalanceoverskud-det.

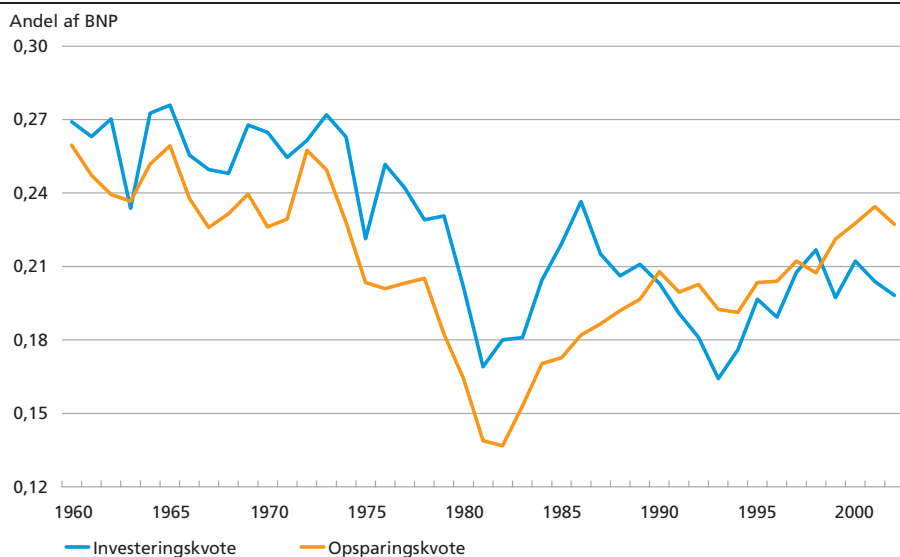
Opbygningen af arbejdsmarkedspensioner er et andet vigtigt element, der i opbygningsfasen styrker den samlede opsparing, såfremt en del af de personer, der sparer op via disse ordninger, ellers ikke ville have nogen opsparing af betydning.

På investeringssiden er skatte- og afskrivningsreglerne samt de direkte investeringssubsidier blevet færre og mindre, så der i mindre grad inve-steres i projekter, der kun er privat- men ikke samfundsøkonomisk ren-table. Vi har således i dag et skattesystem, som er mere neutralt over for

¹ Det er dog vigtigt at understrege, at der stadig er betydelige asymmetrier i den danske kapitalind-komstbeskatning. Se Kristian Kjeldsen og Erik Haller Pedersen, Kapitalafkastbeskatningens betydning for kapitalmarkederne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002.

OPSPARINGS- OG INVESTERINGSKVOTER

Figur 3



opsparings- og investeringsbeslutningerne og dermed betalingsbalancen end tidligere. Lav inflation trækker i samme retning. Alt i alt må en fornuftig og fremsynet økonomisk politik siges at have givet et væsentligt bidrag til det overskud på betalingsbalancens løbende poster, vi har i dag.

EKSPORT OG IMPORT SAMT RENTEBETALINGER OG TRANSFERERINGER

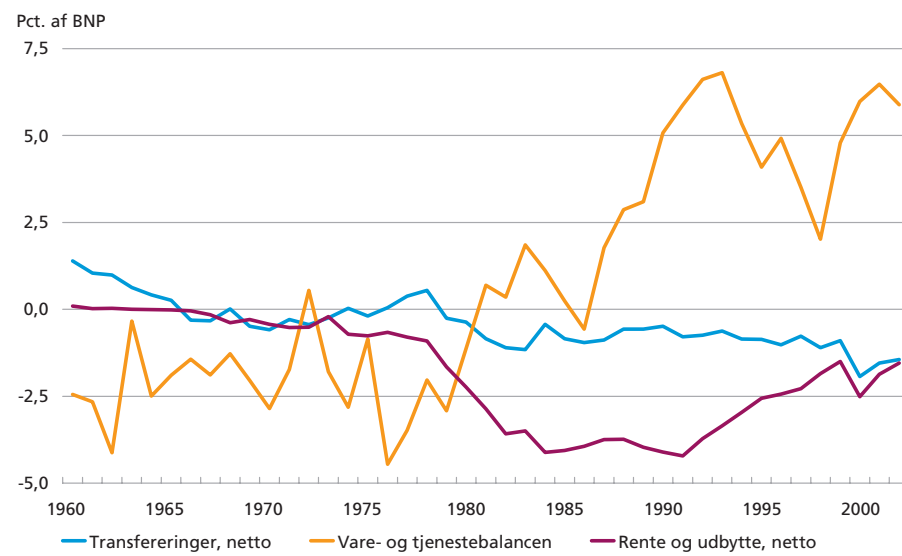
Figur 4 viser udviklingen i hovedposterne på betalingsbalancens løbende poster siden 1960. Vare- og tjenestebalancen var negativ op gennem 1960'erne og 1970'erne, men vendte til overskud omkring 1980 og har stort set været positiv lige siden. Det har således været reglen gennem de seneste tyve år, at værdien af det, vi eksporterer, overstiger værdien af det, vi importerer.

Eksporten bestemmes af væksten på eksportmarkederne, konkurrenceevnen samt graden af indenlandsk kapacitetsudnyttelse. Eksporten er historisk vokset hurtigere end økonomien som helhed som følge af den stigende internationale arbejdsdeling.

Den tyske genforening gav omkring 1990 et løft i den danske eksport, uden at der var tale om en forbedret priskonkurrenceevne. Timingen var heldig, da dansk økonomi på daværende tidspunkt befandt sig i en lavkonjunktur med masser af ledig kapacitet til at producere til eksportmarkederne. Dette affødte en midlertidig stigning i dansk industris mar-

HOVEDPOSTER PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 4



kedsandel. De senere år har industrien igen vundet markedsandele, jf. boks 2.

Den stigende produktion af olie og gas fra Nordsøen har medført en betydelig underliggende forbedring af vare- og tjenestebalancen. Mens anlægsinvesteringerne i opbygningsfasen bidrager negativt til betalingsbalancesaldoen, bliver bidraget positivt, når feltet begynder at producere. Fra at udgøre en udgift på omkring 3 pct. af BNP i 1980'erne blev nettoenergieksporten i 1998 positiv og viste sidste år et overskud på 2 pct. af BNP. Forbedringen har således været markant specielt de senere år, efter at en række nye felter er begyndt at producere. Samtidig har olieprisen været høj, men volatil. Det hører dog med, at en væsentlig del af Dansk Undergrunds Consortium (DUC), der er operatør i Nordsøen, er udenlandsk ejet. Et overskud på olieudvindingen vil således også give sig udslag i udbyttebetalinger til udlandet og dermed påvirke betalingsbalancens rentepost negativt.

Landbrugseksporten i faste priser er vokset stærkt, men priserne har været stagnerende de seneste tyve år. Selv om Danmark stadig har en stor nettoeksport af landbrugsvarer i størrelsesordenen 3 pct. af BNP i 2002, har overskuddet været faldende over perioden.

Der er ikke bare overskud på varehandelen med udlandet, men også på handlen med tjenester. Dette kan i første række tilskrives en stor eksport af søfragt. Værdien af søfragteksporten tog et spring opad i 2000 og 2001 bl.a. som følge af markante stigninger i fragtraterne. Mængdemæssigt har eksporten af søfragt været stigende ikke mindst

DANSK INDUSTRIIS MARKEDSANDEL

Boks 2

Dansk industris markedsandel¹ steg i kølvandet på den tyske genforening, jf. figur 5, men fortsatte i løbet af 1990'erne sin faldende trend. De sidste par år har industrien igen vundet markedsandele, bl.a. fordi den danske eksport er mindre konjunkturfølsom end mange andre landes eksport. Dette skyldes, at der er et stort indhold af varer, som er ufølsomme over for konjunktursvingninger, bl.a. farmaceutiske produkter, og et lille indhold af investeringsvarer som fx maskiner. Konsekvensen er, at Danmark typisk vinder markedsandele i konjunkturedgange og taber markedsandele i konjunkturopgange.

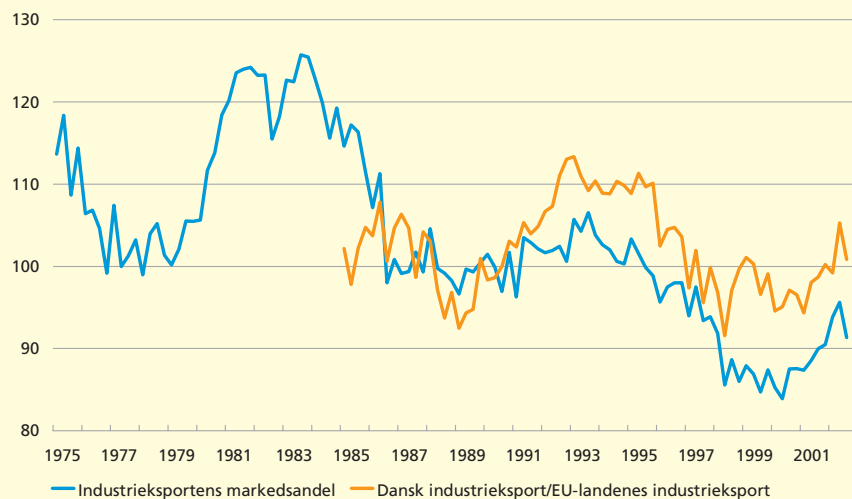
I det lange perspektiv har dansk industris markedsandele været faldende i takt med, at nyindustrialiserede lande er begyndt at gøre sig gældende på verdensmarkedet. Det spiller også ind, at den danske eksport bliver stadig mere diversificeret på tværs af lande, og i markedsandelsberegningerne indgår kun et udsnit af eksportmarkederne. For at rense for disse effekter er forholdet mellem den danske og EUs industrieksport afbildet. Målt på denne måde har den danske eksport ikke klaret sig dårligere end EU-landenes eksport over perioden.

Der er ikke noget problem i tab af markedsandele så længe, der ikke er balanceproblemer i økonomien i form af arbejdsløshed og uholdbare underskud på betalingsbalancen. Set over en længere periode har stort set alle industrilande tabt markedsandele, og vurderet ud fra overskuddet på vare- og tjenestebalancen synes dansk industri ikke at have noget akut konkurrenceevneproblem. Dette skyldes bl.a. en positiv udvikling i produktiviteten.

DANSK INDUSTRIIS MARKEDSANDEL

Figur 5

1990 = 100

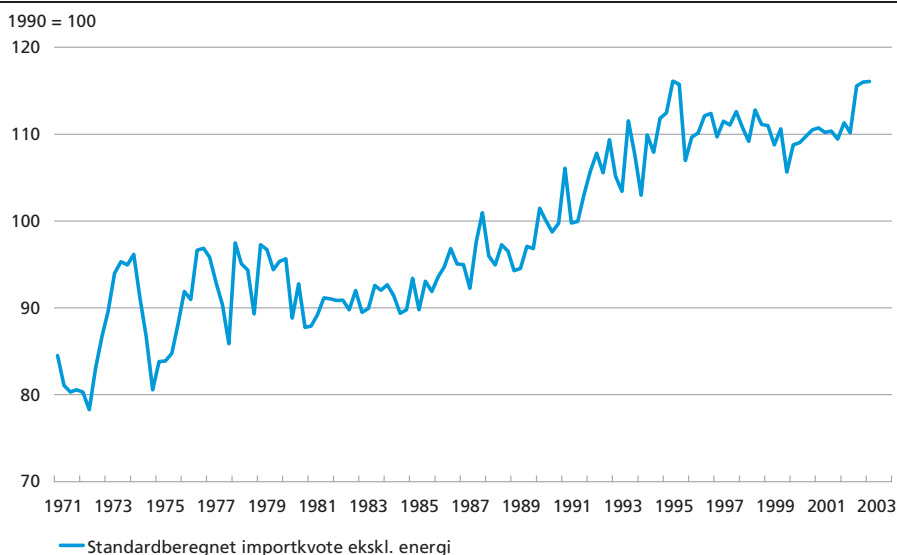


Anm.: Markedsandelen angiver størrelsen af dansk industrieksport til 13 større markeder i forhold til disse landes samlede import af industrivarer, alt sammen i løbende priser.

¹ For en nærmere analyse se Heino Bohn Nielsen, Industrieksportens markedsandele og konkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigten*, 2. kvartal 1999.

STANDARDISERET IMPORTKVOTE

Figur 6



Anm.: Importen til Danmark som andel af samlet indenlandsk efterspørgsel renset for sammensætningseffekter.

de senere år, hvor handelsflåden er øget, og rederivirksomhed er i dag et af vore største eksporterhverv.

Importen er tæt knyttet til væksten i den indenlandske efterspørgsel, men internationaliseringen af verdensøkonomien har også her betydet, at importen til Danmark som andel af indenlandsk efterspørgsel har været stigende over tid, jf. figur 6, der viser den standardiserede importkvote. Der var ikke nogen vækst af betydning i importkvoten i anden halvdel af 1990'erne trods fremgang i indenlandsk efterspørgsel svarende til, at danske producenter vandt markedsandele på hjemmemarkedet. I sidste kvartal 2002 steg importkvoten brat igen, hvilket kan være et tilfældigt udsving.

Rentebetalinger og transfereringer

Når betalingsbalancens løbende poster trods overskud på vare- og tjenestebalancen blev ved med at udvise underskud op gennem 1980'erne, var det først og fremmest resultatet af stærkt stigende renteudgifter som følge af en stigende international rente på den i den forudgående periode akkumulerede gæld til udlandet. Renterne, netto, på udlandsgælden voksede til at udgøre ca. 4 pct. af BNP igennem 1980'erne. I det følgende årti kom dansk økonomi ind i en positiv spiral med overskud på de løbende poster og dermed nedbringelse af gælden samtidig med, at renteniveauet faldt og dermed gjorde forrentningen af gælden lette-

re, hvilket i sig selv øgede overskuddet osv. Renteudgifterne, netto, udgjorde i 2002 stadig godt 1,5 pct. af BNP.

Det er værd at bemærke, at nettorentebetalingerne er resultatet af nogle stadig større bruttobetalingsstrømme som følge af stadig større bruttobalancer. Danmarks aktiver over for udlandet er således steget fra knap 90 pct. af BNP i 1993 til 165 pct. af BNP i 2002, og noget tilsvarende er sket for passiverne. Dette har gjort sammenhængen mellem det enkelte års saldo på betalingsbalancens løbende poster og udlandsgælden svagere, da der kan forekomme store værdireguleringer af gælden som følge af ændringer i børs- og/eller valutakurser¹. Kursgevinster og -tab indgår ikke i betalingsbalancens løbende poster, men påvirker gælden direkte. De senere år er nettogælden steget trods betydelige overskud på de løbende poster, men når den internationale konjunktur vender, og hvis vi igen ser stigende renter og aktiekurser², er det med fortsat overskud på de løbende poster på det nuværende niveau realistisk, at Danmarks nettogæld til udlandet passerer nul inden for en relativ kort tidshorisont. Selv i denne situation vil der i første omgang være nettorentebetalinger til udlandet, da passiverne over for udlandet traditionelt har været højere forrentet end aktiverne.

De ensidige overførsler ud af Danmark, her kaldet transfereringer, er steget støt siden 1960'erne, hvor Danmark var nettomodtager, og de udgør nu ca. 1,5 pct. af BNP. Til transfereringer hører u-landsbistand, bloktilskud til Færøerne og Grønland, miljøstøtte mv. samt EU-betalinger.

Alt i alt kan det solide betalingsbalanceoverskud tilskrives stigende olie- og gasproduktion i Nordsøen, øgede indtægter fra søtransport, en positiv udvikling i industrieksporten samt faldende rentebetalinger til udlandet. Vurderet ud fra de makroøkonomiske balancer er der ikke noget, der tyder på et akut konkurrenceevneproblem for den danske økonomi. Beskæftigelsen er stadig høj, den offentlige saldo og betalingsbalancens løbende poster udviser solide overskud, og inflationen er på niveau med euroområdet's inflation. På sigt kan det dog blive et problem, hvis den danske lønstigningstakt vedvarende overstiger konkurrenternes.

¹ For en nærmere analyse se Tom Nordin Christensen og Jens Hald, Danmarks udlandsgæld fra 1960-99, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2000.

² Stigende renter og aktiekurser giver begge kursgevinster på udlandsgælden for givne valutakurser. Værdien af udlandets beholdning af danske obligationer er højere end værdien af danskeres beholdning af udenlandske, dvs. obligationskursfald giver kursgevinst på nettogælden. Det omvendt gør sig gældende for aktier, hvor danskernes beholdninger af udenlandske aktier er større end udlandets beholdning af danske aktier, således at stigende aktiekurser giver en kursgevinst til Danmark og dermed reduktion af udlandsgælden.

RELATIV EFTERSPØRGSEL OG KONKURRENCEEVNE

Konkurrenceevnen er af afgørende betydning for eksportudviklingen. Figur 7 viser en tæt sammenhæng mellem relativ timeløn og markedsandele gennem 1970'erne og frem til midten af 1980'erne. Det store positive udsving i eksporten i sidste halvdel af 1970'erne kan forklares med en forbedring af konkurrenceevnen som følge af nedskrivninger af kronen, hvilket sammen med ledig kapacitet fik eksporten til at stige trods aftagende udenlandsk efterspørgsel.

Fra midten af 1980'erne er korrelationen mellem relativ løn og markedsandel betydeligt mindre end tidligere. Det svarer til tidspunktet, hvor fastkurspolitikken begynder at vinde troværdighed. Til gengæld er korrelationen mellem eksport og relativ indenlandsk efterspørgsel¹ blevet tættere.

Den indenlandske lavkonjunktur i kølvandet på kartoffelkuren og skattereformen i 1987 skabte kapacitetsmæssig plads til øget eksport, hvilket sammen med pæn udenlandsk efterspørgsel fik overskuddet på de løbende poster til at stige, jf. figur 8. Under højkonjunktoren fra 1993 til 1998 vendte billedet med faldende saldo på de løbende poster, der udviste underskud i 1998. De senere år har væksten i den indenlandske efterspørgsel ligget på linje med væksten i udlandet, men betalingsbalancesaldoen er alligevel forbedret. Det synes som om, at sammenhængen mellem betalingsbalance og efterspørgsel de senere år generelt er skiftet i retning af, at betalingsbalancen ligger højere for et givet forhold mellem udlandets og vor efterspørgsel, jf. figur 8. Det afspejler et løft i indtjeningen fra energi og søtransport, som ikke umiddelbart har skabt større forbrug og investering. Hvis dette varer ved, fungerer det som en konkurrenceevneforbedring på den måde, at man for et givet overskud på betalingsbalancen kan have en højere indenlandsk efterspørgsel.

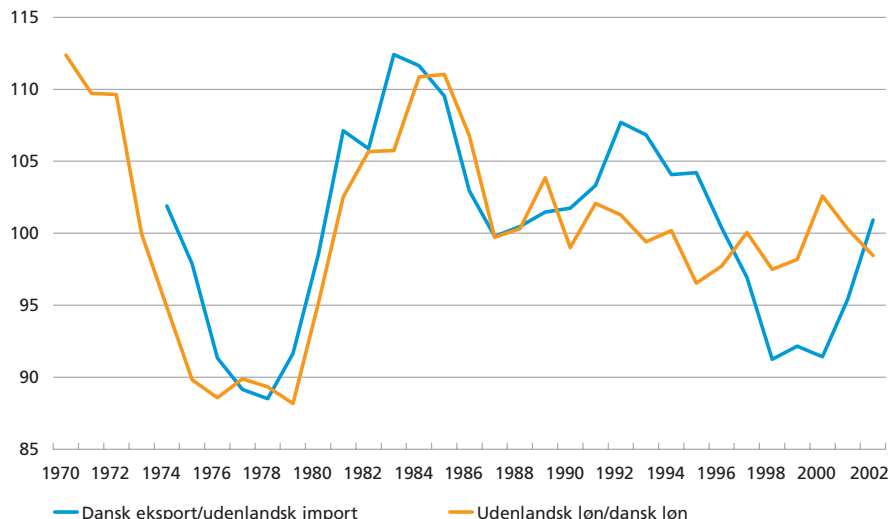
Skiftet fra konkurrenceevne til relativ indenlandsk efterspørgsel som hovedforklaring på betalingsbalanceudviklingen kan ses som et resultat af fastkurspolitikken, som gør konkurrenceevneforholdene mere stabile over tid i og med, at valutakursen ikke ændres over for en stor del af vore samhandels partnere. Konkurrenceevnen spiller dog stadig en rolle på det mellemlange sigt, da lønudviklingen kan være forskellig. Det er fortsat centralt, at de danske lønstigninger ikke kommer for meget ud af takt med konkurrenternes. Effekten af en dansk merlønstigning viser sig kun langsomt, men er svær at rette op på, når den

¹ Relativ efterspørgsel defineres som indenlandsk efterspørgsel i udlandet sammenvejet med kronekursvægtene relativt til dansk indenlandsk efterspørgsel.

KONKURRENCEEVNE OG MARKEDSANDEL

Figur 7

Gennemsnit 1970-2002 = 100

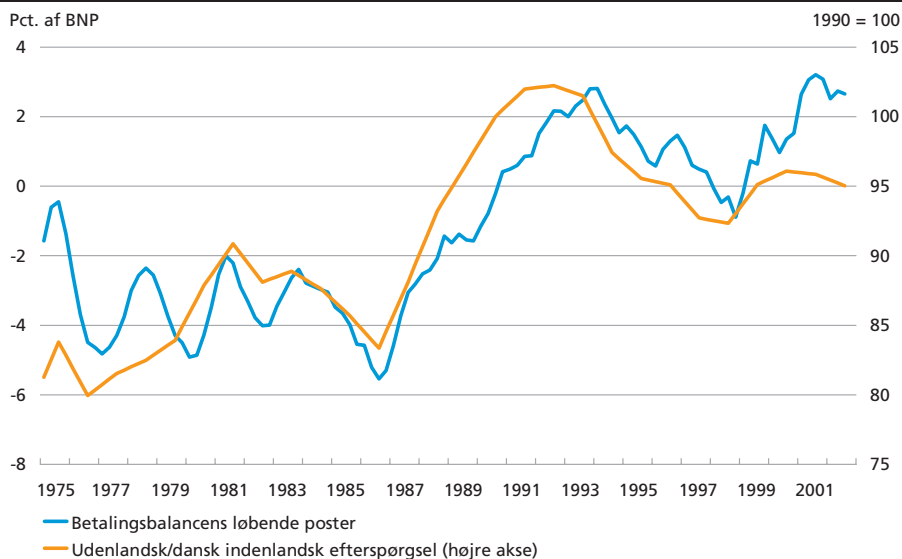


Anm.: Markedsandelsberegningen er i løbende priser.

først har fundet sted. Fastkurspolitikken har, i takt med at den har vundet stigende troværdighed, isoleret set forbedret konkurrenceevnen, da risikopræmien ved at placere produktion i Danmark er mindsket.

RELATIV EFTERSPØRGSEL OG SALDOEN PÅ BETALINGSBALANCEN

Figur 8



Anm.: Relativ efterspørgsel er beregnet som indenlandsk efterspørgsel i OECD-lande sammenvejet med vægtene i det effektive kronekursindeks sat i forhold til dansk indenlandsk efterspørgsel.

SALDOEN PÅ DE LØBENDE POSTER OG NETTOKAPITALIMPORTEN

En sidste tilgang til saldoen på betalingsbalancens løbende poster udspringer af den kendsgerning, at et under- eller overskud pr. definition modsvarer af en modsat saldo på kapitalposterne, netto, inkl. ændringen i valutareserverne. Dele af litteraturen anlægger det synspunkt, at saldoen på de løbende poster ikke først og fremmest skal ses som resultatet af reale opsparings- og investeringsbeslutninger eller handelsstrømme, men er en følge af porteføljeovervejelser blandt investorerne, og at forventningsskift er den egentlige bestemmende faktor bag ændringer i saldoen på kapitalposterne og dermed de løbende poster. Fokus flyttes således fra de løbende poster til kapitalposterne. Med fastkurspolitik som i det danske tilfælde vil en ændring i kapitalposterne, netto, i første omgang slå ud i valutareserverne og eventuelt siden i de korte og lange renter, hvilket kan påvirke de løbende poster.

De fire tilgange til forståelse af saldoen på betalingsbalancens løbende poster kan hver især være pædagogisk og analytisk hensigtsmæssige afhængig af, hvad der fokuseres på, men det er grundlæggende den samme virkelighed, der beskrives, jf. appendiks. Antag fx at økonomien får et stød i form af en nedgang i afsætningsmulighederne på eksportmarkederne. Dette betyder et fald i eksporten og dermed alt andet lige en forværring af de løbende poster (ligning 3*). Den indenlandske produktion falder som følge af den lavere eksport, hvilket med uændret indenlandsk efterspørgsel igen modsvarer forværringen af de løbende poster (ligning 4*). Samtidig falder den indenlandske opsparring, da faldende produktion betyder lavere indkomster (ligning 5*). Med lavere nettoopsparring er der færre midler at placere i udenlandske aktiver eller i valutareserverne (ligning 6*). De fire tilgange er således ikke alternativer, men supplerer hinanden, ligesom de illustrerer, at flere forhold typisk spiller ind, når saldoen på de løbende poster ændrer sig.

ER UNDERSKUD PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER NØDVENDIGVIS ET PROBLEM?

Som det fremgår af figur 3, er opsparings- og investeringskvoten i Danmark tæt korreleret. Det samme ses i mange andre lande. Det er naturligt i en verden med restriktioner på kapitalbevægelserne, da investeringerne så i vid udstrækning må finansieres med indenlandsk opsparring. Det er mere overraskende, at samvariationen også er høj i perioden med liberaliserede kapitalbevægelser. I en sådan verden vil investeringerne i princippet være drevet af, hvor afkastmulighederne er størst på tværs af lande, mens opsparringen bestemmes af opsparerens ønske om

at omfordele forbrug over tid samt isolere forbruget mod kortvarige udsving i indkomsten. Investerings- og opsparingsbeslutningerne skulle således være uafhængige, i hvert fald på kort og mellemlangt sigt. På det lange sigt vil den intertemporale budgetbegrænsning, jf. nedenfor, gøre opsparing og investeringer korrelerede.

Den tætte sammenhæng mellem opsparing og investeringer på det korte og mellemlange sigt kan være et resultat af, at det bliver opfattet som politisk uacceptabelt for et land at køre med vedvarende betalingsbalanceunderskud og dermed akkumulere en stadig større udlandsgæld. Dette har været holdningen herhjemme, hvor det at få underskuddet på betalingsbalancen vendt til et overskud, så vi kunne begynde at betale af på udlandsgælden, var en selvstændig målsætning i den økonomiske politik i mange år. Der findes lande, typisk råvareproducerende, som har anlagt en anden linje og kørt med underskud i årtier, fx Australien, selv om det ikke har været uden diskussion.

Synet på betalingsbalancen har varieret over tid. I perioden efter 2. verdenskrig frem til 1970'erne var fokus meget på eksport, import og relativ løn, dvs. konkurrenceevne. Denne var central, da en god konkurrenceevne for det enkelte land kunne forbedre betalingsbalancen og samtidig sikre lav ledighed. Underskud på betalingsbalancens løbende poster bekymrede, i og med at et sådant med restriktioner på kapitalbevægelserne og uudviklede internationale kapitalmarkeder kunne være svært at finansiere og dermed risikerede at tømme valuta-reserverne.

I takt med liberaliseringen af kapitalbevægelserne og stadigt dybere internationale kapitalmarkeder skiftede synspunktet på betalingsbalancens løbende poster til i højere grad at lægge vægt på det intertemporale aspekt, dvs. fokusere på opsparing og investering. Ifølge dette "nye" syn på betalingsbalancen er et underskud ikke nødvendigvis et problem, så længe det skyldes den private sektors gældsætning og blot afspejler et ønske om at omfordele forbrug over tid samtidig med, at der investeres der, hvor det risikosterede afkast af investeringen er størst. Problemet opstår ifølge dette synspunkt først, hvis betalingsbalanceunderskuddet skyldes offentlig gældsætning eller er et resultat af forvriddinger i incitamentsstrukturen for de private beslutningstagere, fx i form af rentebeskatning. Sigtepunktet i den økonomiske politik bør således i højere grad være at fjerne sådanne forvriddinger samt sikre balance på de offentlige finanser snarere end at fokusere på betalingsbalancesaldoen¹. Dette er det vanskeligt at være uenig i. Der er næppe tvivl om, at overskud eller

¹ For en argumentation af denne type se Peter Birch Sørensen (1999), *Betalingsbalancemålsætningen – en kommentar*, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 137.

balance på de offentlige budgetter samt fravær af forvridninger i opsparrings- og investeringsincitamenterne mindsker sandsynligheden for varige og uholdbare betalingsbalanceunderskud.

Selv om frie kapitalbevægelser i de fleste tilfælde gør det uproblematisk at finansiere et betalingsbalanceunderskud, kan langvarige underskud dog godt være problematiske. Først og fremmest er frie kapitalbevægelser ikke kun et gode, da de erfaringsmæssigt også i perioder kan virke destabiliserende. Dette er ikke et argument for restriktioner på kapitalbevægelserne, men for at man følger en sund økonomisk politik, og heri indgår saldoen på betalingsbalancens løbende poster som et væsentligt element i øvrigt sammen med saldoen på de offentlige finanser, arbejdsløshed, inflation mv. Dette gælder specielt i en lille åben økonomi, der fører fastkurspolitik, og som kan være sårbar over for pludselige forventningsskift og revurdering af risici på kapitalmarkederne.

Betalingsbalanceunderskud betyder akkumulering af gæld. Det er en tilstrækkelig betingelse for, at et land forbliver solvent, at forholdet mellem gæld og BNP stabiliseres. I en voksende økonomi er dette muligt selv med vedvarende underskud på vare- og tjenestebalancen plus transferinger, netto, så længe økonomien vokser hurtigere end forrentningen af udlandsgælden, jf. formel 10 i appendiks. Er forrentningen af gælden derimod højere end økonomiens vækstrate, kræver det overskud at stabilisere gældskvoten på langt sigt.

Mens økonomiens nominelle vækstrate frem til midten af 1970'erne oversteg obligationsrenten, der kan anvendes som indikator på de marginale låneomkostninger¹, skiftede billedet i anden halvdel af 1970'erne og frem, jf. figur 9, og nødvendiggjorde dermed et stadigt større overskud på betalingsbalancens løbende poster ekskl. renteudgifter² for at stabilisere gældskvoten. Dette illustrerer, at et land med høj udlandsgæld er sårbart over for skift i renteniveau og økonomiens vækstrate.

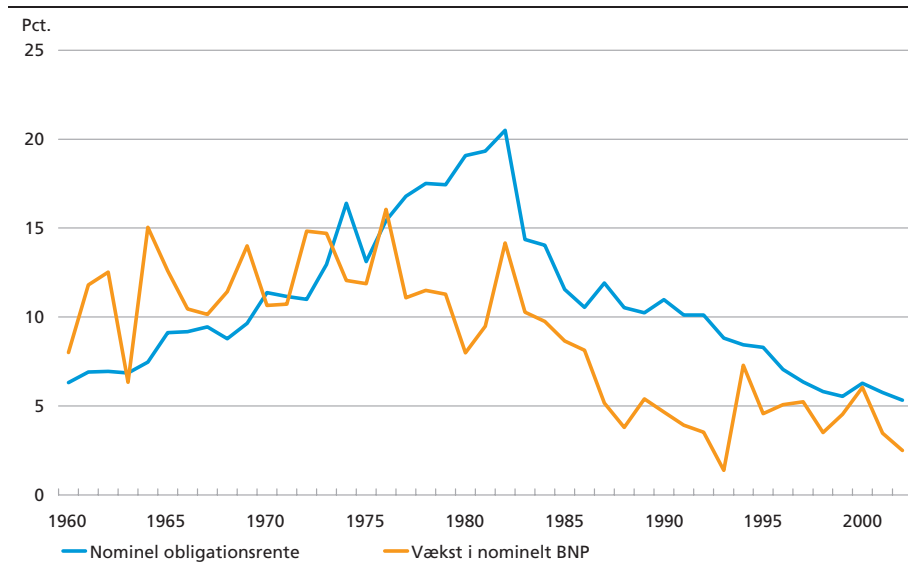
Gældsætning betyder, at en del af det fremtidige produktionsresultat må afleveres til udenlandske opsparere. Et klart eksempel er Irland, hvis bruttonationalprodukt pr. indbygger i dag er på højde med Danmarks, mens bruttonationalindkomsten pr. indbygger er betydeligt lavere, netop fordi en del af produktionsresultatet må afleveres til udlandet. En sådan strategi kan være hensigtsmæssig i nyindustrialiserede lande eller transitionslandene i Østeuropa, men for en moden økonomi som den

¹ Det relevante her er ikke, hvilken rente den udenlandske låntagning historisk er blevet optaget til, men derimod renten på nylåntagning. Størstedelen af den danske udlandsgæld er traditionelt blevet finansieret ved salg af (stats)obligationer til udlændinge.

² Betalingsbalancens løbende poster ekskl. rentebetalingen svarer til det, der kaldes den primære saldo, når det er holdbarheden af den offentlige budgetsaldo, der studeres.

LÅNERENTE OG VÆKST I NOMINELT BNP

Figur 9



danske er det et faresignal, hvis investeringerne ikke kan finansieres ud af egen opsparing. Dette gælder også, selv om der er store variationer over tid i andelen af befolkningen, der er erhvervsaktive og dermed nettoopsparende. Hvis der er tale om globale udviklingstræk, er det ikke muligt for alle lande at beslaglægge udenlandsk opsparing i perioder med mange ældre og få erhvervsaktive. Betalingsbalancesaldoen er således som udgangspunkt neutral over for globale ændringer i demografien. Til gengæld vil faldende global opsparing betyde en stigende realrente.

Låneomkostningerne vil i sig selv være afhængige af, hvor stor udlandsgælden er via kreditværdigheden. Denne spiller en særlig stor rolle ved finansiering af udlandsgælden ved hjælp af obligationer og direkte låntagning, men er mindre afgørende ved direkte investeringer. Sammensætningen af gældsfinansieringen kan således være bestemmende for, hvor følsomt et land er over for forventningsskift på de finansielle markeder. I finansieringen af den danske udlandsgæld har direkte investeringer traditionelt kun spillet en mindre rolle.

Synspunktet om, at betalingsbalanceunderskud i tilfælde af ligevægt på de offentlige finanser er en privat sag, som de økonomisk-politiske beslutningstagere ikke skal bekymre sig om, holder kun under en lang række af forsimplede antagelser. Tager man derimod udgangspunkt i modeller, hvor fremtidige generationers velfærd indgår eksplicit, samt hvor der ikke kan lånes ubegrænset til en fast rente, kommer man typisk

frem til, at store vedvarende betalingsbalanceunderskud vil udgøre et velfærdsproblem for et samfund som det danske¹.

Der har nu i en årrække været overskud på betalingsbalancens løbende poster, og fokus er dermed flyttet noget bort fra denne. Betalingsbalancesaldoen er dog stadig en vigtig indikator i den forstand, at en hurtig forringelse kan være tegn på, at kapacitetsgrænsen i økonomien er ved at være nået, eller at der er blevet skabt nye forvriddninger.

Konkluderende må det konstateres, at der er al mulig grund til at bekymre sig om betalingsbalancesaldoen i fastlæggelsen af den økonomiske politik, hvis der er store vedvarende underskud. Dette gælder i særlig grad i den danske situation med fastkurspolitik som et bærende element i den økonomiske strategi. Ved en eventuel deltagelse i Den Økonomiske og Monetære Union falder dette argument væk, men det vil sandsynligvis alligevel være hensigtsmæssigt at undgå vedvarende udenlandsk gældsætning, da dette alt andet lige dels gør økonomien mere sårbar, dels betyder, at en stigende del af årets produktionsresultat må afleveres til udenlandske opsparende.

¹ For yderligere diskussion af dette synspunkt se Lars Haagen Petersen (1999), Velfærdseffekter af betalingsbalanceunderskud i en lille, åben økonomi samt Claus Vastrup (1999), Kan betalingsbalancen være et problem? Begge i L. Langhoff-Roos (red.), *Socialøkonomisk Debat Gennem 25 År*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

APPENDIKS

Bruttonationalproduktet kan skrives som:

$$1) Y = C + G + I + X - M$$

hvor

Y = bruttonationalproduktet, dvs. værditilvækst skabt i landet i en given periode.

C = privatforbrug.

G = offentligt forbrug.

I = investeringer i alt.

S = opsparing.

X = eksport.

M = import.

Herudover anvendes følgende betegnelser:

T = overførsler til udlandet fx u-landsbistand eller EU-betalinger.

r = den internationale lånerente.

r*A = rentebetalinger på udlandsgælden (A) inkl. aktieudbytter.

BBLP = betalingsbalancens løbende poster. Denne størrelse angiver også ændringen i udlandsgælden, når der bortses fra værdireguleringer.

Lægges transfereringer (T) og rentebetalinger til udlandet (r*A) til på begge sider af lighedstegnet fås:

$$2) Y + T + r*A = C + G + I + BBLP$$

hvor

$$3*) BBLP = X - M + r*A + T$$

Ifølge denne ligning er der underskud på BBLP, hvis værdien af importen er større end værdien af eksporten korrigeret for rentebetalinger til udlandet samt transfereringer. I Danmarks tilfælde er størrelserne r*A og T negative, jf. tabel 1, dvs. værdien af eksporten må ud over værdien af importen også dække disse udgifter, før BBLP er i balance.

Ligning 2) kan også skrives:

$$4^*) \text{ BBLP} = (Y + T + r^*A) - (C + G + I)$$

Ifølge denne ligning vil der være underskud på BBLP, såfremt den samlede indenlandske efterspørgsel ($C + G + I$) overstiger produktionen (Y) i landet korrigeret for den del af denne, der går til udlandet ($T + r^*A$).

Ligning 4*) kan også skrives som:

$$5^*) \text{ BBLP} = (Y + T + r^*A - C - G) - I = S - I$$

Størrelsen ($Y + T + r^*A$) er bruttonationalindkomsten. Fratrækkes yderligere offentligt og privat forbrug, C og G , fås den indenlandske opsparring. BBLP kan derfor tolkes som forskellen mellem et lands opsparring og investeringer. Overstiger investeringerne opsparringen vil der være et underskud på betalingsbalancens løbende poster. Dette svarer til at anvende udenlandsk opsparring til finansiering af investeringerne. Modstykket er en stigning i udlandsgælden, dvs. de udenlandske opsparende får en fordring på fremtidig indenlandsk produktion.

Den fjerde og sidste tolkning af BBLP er, at et underskud altid vil svare til en nettokapitalimport inkl. ændringen i valutaeserverne, og omvendt vil et overskud svare til en nettokapitaleksport, da betalingsbalancen altid skal saldere.

$$6^*) \text{ BBLP} = \text{nettokapitaleksport}$$

Ligningerne 3*, 4*, 5* og 6* angiver de fire måder at anskue BBLP på.

Kaldes de danske aktiver på udlandet for A vil gælde at:

$$7) \text{ BBLP} = A_{t+1} - A_t \quad \text{når der ses bort fra værdireguleringer og med tiden, } t, \text{ som fodtegn.}$$

Indsættes 7) i 3*) fås:

$$8) X_t - M_t + T_t + (1 + r_t)^*A_t = A_{t+1}$$

Divideres igennem med BNP dvs. Y fås:

$$9) X_t/Y_t - M_t/Y_t + T_t/Y_t + (1 + r_t)^*A_t/Y_t = Y_{t+1}/Y_t * A_{t+1}/Y_{t+1}$$

Kaldes væksten i det nominelle bruttonationalprodukt for g fås i langsigtsligevægt:

$$10) X/Y - M/Y + T/Y = (g - r) \cdot A/Y$$

Denne ligning er den intertemporale budgetbegrænsning, der kan anvendes til at vurdere, om et givet underskud på vare- og tjenestebalancen samt transfereringer, netto, er holdbart på langt sigt. Det vil være tilfældet, såfremt væksten i økonomien (g) overstiger lånerenten (r) på udlandsgælden. For et givet spænd ($g - r$) kan der beregnes en maksimal langsigtet gældsbrøk (A/Y) for givet underskud ($X/Y - M/Y + T/Y$)¹. Er r derimod større end g , kræver det et overskud at stabilisere gældsbrøken på langt sigt.

¹ For nærmere diskussion se M. Obstfeld and K. Rogoff, The Intertemporal Approach To The Current Account, *Handbook of International Economics* (1997), Vol. 3, eds. G. M. Grossman and K. Rogoff.

Nationalbankens indenlandske fondsbeholdning

Peter Jayaswal, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbankens indenlandske fondsbeholdning består af danske obligationer. Det giver normalt en øget indtjening sammenlignet med helt korte placeringer, da de lange renter normalt er højere end de korte. Det indebærer dog også en risiko for kurstab ved rentestigninger. Fondsbeholdningen afspejler således en langsigtet afvejning af *afkast* og *risiko*.

Det er Nationalbankens politik, at bankens risici skal ses under ét.¹ *Risikostyringen* af den indenlandske fondsbeholdning og valutareserven er derfor sammenfaldende på mange områder. Fx vurderes rentefølsomheden ikke isoleret for henholdsvis den indenlandske fondsbeholdning og valutareserven, men derimod under fælles overordnede rammer. Der er dog forskelle i styringen af de to beholdninger, som følge af deres forskellige karakter.

Valutareserven skal med kort varsel kunne anvendes til interventioner, hvorfor likviditetsrisikoen på valutareserven holdes på et lavt niveau. Den indenlandske fondsbeholdning har ikke samme funktion og kan derfor placeres i mindre likvide papirer, hvis merafkastet herved anses for at være fordelagtigt. En anden forskel er, at valutakursrisiko er irrelevant for den indenlandske fondsbeholdning.²

På andre områder er der mere snævre begrænsninger på fondsbeholdningen end for valutareserven. Nationalbanken er dels en større aktør på det danske obligationsmarked, dels en speciel aktør i form af sin rolle som centralbank og bank for staten. Det tilstræbes, at håndteringen af fondsbeholdningen er neutral på det danske obligationsmarked.

Som følge af forbud mod monetær finansiering, jf. EU-traktatens artikel 101, er der også en række hensyn at tage i forbindelse med køb og salg af obligationer udstedt af offentlige myndigheder.

¹ Se Ib Hansen og Christian Ølgaard, Nationalbankens risikostyring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2000.

² Styring af valutareserven er beskrevet i Peter Kjær Jensen, Styring af renterisiko på valutareserven, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2001.

Fondsbeholdningen rummer konverterbare realkreditobligationer, hvis egenskaber der skal tages højde for i risikostyringen. Det ikke-lineære forhold mellem kursen og renten ved lave renteniveauer betyder, at rentefølsomheden ved større renteændringer ikke blot kan beregnes ved en skalering af rentefølsomheden beregnet ved en marginal renteændring. Desuden kan niveauet for rentefølsomheden ændres markant ved renteændringer.

Nationalbankens styring af den indenlandske fondsbeholdning sikrer, at Nationalbanken kender risici på beholdningen, og at de er inden for de rammer, der er fundet acceptable. Desuden sikrer styringen, at der tages hensyn til Nationalbankens specielle rolle som centralbank.

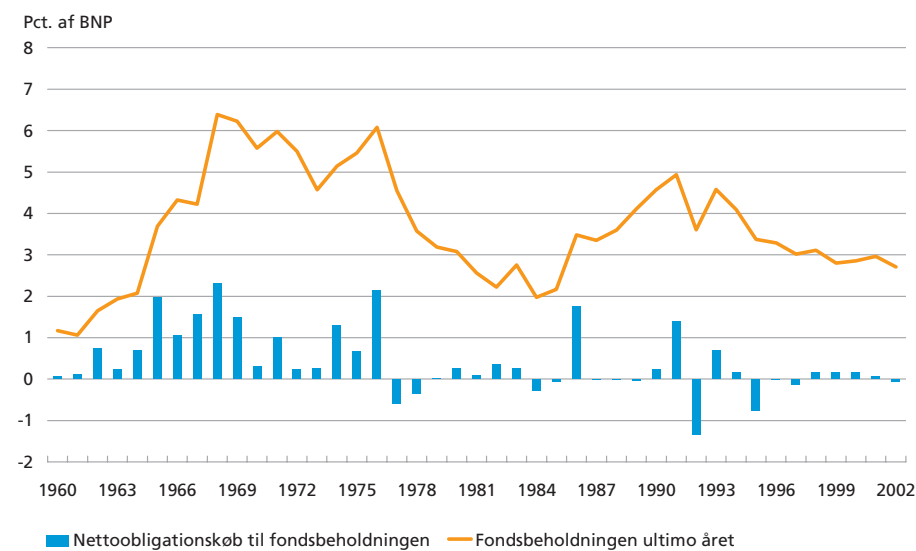
Rammerne og retningslinjerne afspejler, at Nationalbanken gerne vil påtage sig en vis renterisiko ud fra indtjeningsmæssige hensyn, men ikke ønsker nogen egentlig kreditrisiko eller markedsdominans. Overvågning af, om den indenlandske fondsbeholdning overholder rammerne og retningslinjerne, finder sted på daglig basis.

DEN INDENLANDSKE FONDSBEHOLDNING

Nationalbanken har altid haft en beholdning af danske obligationer, der har tjent forskellige formål over tid. Tidligere blev obligationer fx brugt til at påvirke obligationsrenten. Udviklingen i fondsbeholdningen siden 1960 er vist i figur 1.

UDVIKLING I FONDSBEHOLDNINGEN

Figur 1



I 1960'erne søgte Nationalbanken til tider at modvirke tendenser til rentestigning ved køb af obligationer. Købene var tillige led i at tilbageføre likviditet, som blev opsuget via de statslige budgetoverskud i denne periode.

I løbet af 1970'erne ændrede Nationalbanken sin tilstedeværelse på obligationsmarkedet og forsøgte ikke længere systematisk at stabilisere renten, men dæmpede dog fortsat kraftige kursudsving, når valutaforholdene tillod det.

I 1986 var Nationalbanken igen for alvor aktiv på obligationsmarkedet, hvor Nationalbanken i en kort periode over sommeren forsøgte at dæmpe et fald i obligationskurserne ved at købe obligationer.

Bortset fra helt kortsigtede markedsoperationer for at styre likviditeten i begyndelsen af 1990'erne har pengepolitiske operationer på obligationsmarkedet ikke været anvendt siden.

Med fastkurspolitikken og frie kapitalbevægelser er interventioner på obligationsmarkedet ikke længere effektive eller relevante til at påvirke den lange rente, der i høj grad bestemmes af internationale forhold. Pengepolitikken er i dag alene indrettet mod styringen af de korte pengemarkedsrenter med henblik på sikringen af en stabil kronekurs over for euro.¹

Nationalbankens historiske rolle ved støtte til skibskredit

Nationalbanken har historisk haft en rolle i forbindelse med politiske aftaler omkring støtte af forskellige erhverv. Det er ikke længere tilfældet, og langt de fleste aftaler er afviklet. Selv om aftalerne for længst er lukket for ny tilgang, er der enkelte aftaler omkring finansiering af skibsbyggeri med så lang løbetid, at de fortsat påvirker Nationalbankens balance og styringen af fondsbeholdningen i en årrække frem.

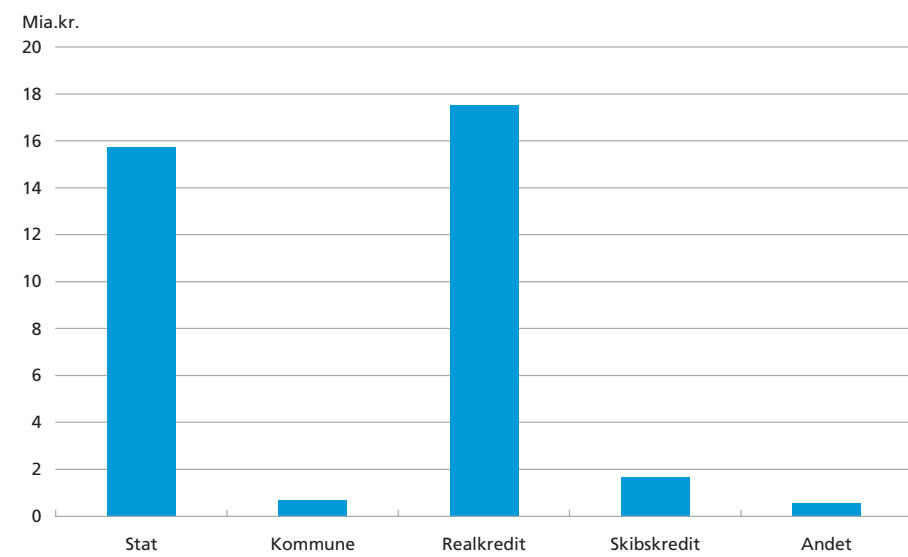
En af aftalerne åbnede mulighed for lån til skibsbyggeri ved udstedelse af indeksobligationer. Nationalbanken købte ved udstedelse obligationerne til kurs 100, og ved førtidige indfrielse er Nationalbanken forpligtet til at levere de underliggende obligationer tilbage.

Den seneste aftale er fra 1993 og gav mulighed for, at Danmarks Skibskreditfond kunne låne i dollar mod udstedelse af nominelle kroneobligationer. Nationalbanken overtog obligationerne til markedskurs og modtager i lånets løbetid et dollarbeløb og betaler et kronebeløb. Ved førtidige indfrielse under denne aftale er Nationalbanken ligeledes forpligtet til at levere de underliggende obligationer. Der eksisterer stadigvæk lån under begge aftaler, som senest er afviklet i 2012.

¹ Jf. Anvendelse af pengepolitiske instrumenter Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003.

INDENLANDSKE FONDSBEHOLDNING TIL KURSVÆRDI FORDELT PÅ UDSTEDER

Figur 2



Anm.: Fordelingen er opgjort for den 16. april 2003.

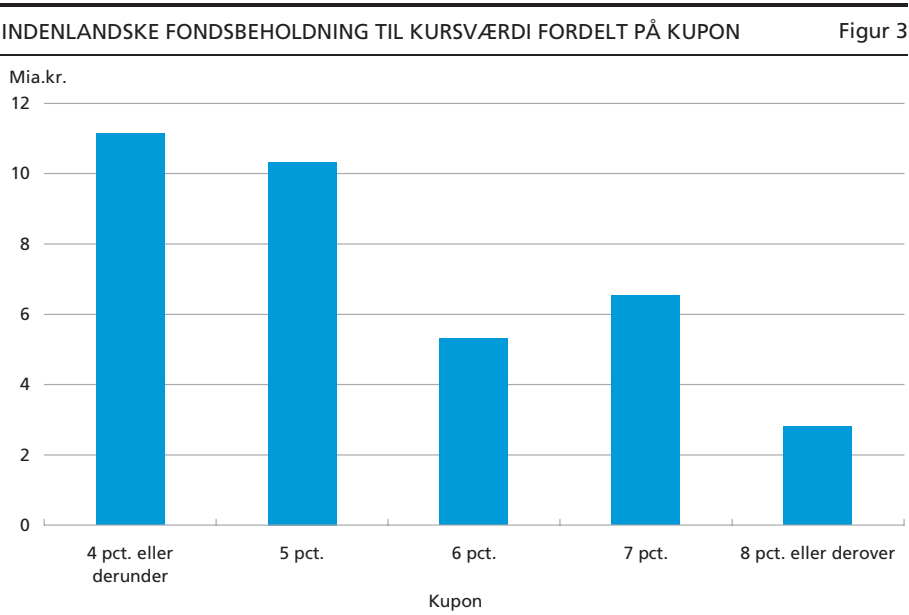
Den indenlandske fondsbeholdning i dag

Via fondsbeholdningen har Nationalbanken en renterisiko, der bidrager til bankens indtjening. En spredning af aktiverne mindsker også bankens kreditrisiko. Figur 2 viser fondsbeholdningen fordelt på udsteder. Størstedelen af beholdningen er placeret i statsobligationer og realkreditobligationer.

Realkreditobligationerne er fordelt næsten ligeligt mellem inkonverterbare og konverterbare obligationer. Sidstnævnte er de traditionelle lange realkreditobligationer med løbetid på op til 30 år. At obligationerne er konverterbare betyder, at låntageren har ret til at indfri lånet til kurs 100 under hele lånets løbetid. Det tages der højde for i risikostyringen, jf. senere.

Fondsbeholdningens fordeling på kupon er vist i figur 3. Der er en del obligationer med høj kuponrente, som ved det nuværende renteniveau ligger over kurs 100. Det betyder, at der vil være et kurstab alene som følge af, at obligationerne gennem løbetiden nærmer sig kurs 100.¹ Omvendt giver de en høj rentebetaling. Kuponfordelingen har således betydning for, hvordan Nationalbankens samlede resultat fordeler sig på renteindtægter og kursregulering.

¹ Denne effekt på kursen kaldes for matematisk kursregulering. Tilsvarende er der en matematisk kursgevinst, hvis kursen er under pari.



Anm.: Obligationer med skæv kupon er placeret under nærmeste hele kupon. De udgør en ubetydelig andel af fondsbeholdningen. Fordelingen er opgjort for den 16. april 2003.

Det tilstræbes, at håndteringen af fondsbeholdningen er neutral på det danske obligationsmarked. I forhold til det samlede danske obligationsmarked udgør Nationalbankens fondsbeholdning da også kun 2 pct., jf. tabel 1.

I forhold til andre markedsdeltagere er fondsbeholdningen ikke specielt stor, og den gennemsnitlige handel i fondsbeholdningen er ubetydelig i forhold til den daglige omsætning på Københavns Fondsbørs.

Pengeinstitutterne kan låne obligationer fra fondsbeholdningen mod et gebyr og sikkerhedsstillelse. Det kan være relevant for et pengeinstitut, der mangler en obligationsserie for en kortere periode i forbindelse med afviklingen af en handel.

NATIONALBANKENS ANDEL AF OBLIGATIONSBEHOLDNINGEN, ULTIMO 4. KVARTAL 2002 Tabel 1

Mia.kr., nominal værdi	Cirkulerende mængde	Fondsbeholdning	Andel (pct.)
Statsobligationer	579,3	15,1	3
Realkreditobligationer	1.473,6	17,7	1
Kommuneobligationer	33,3	0,7	2
Skibskreditobligationer	43,8	1,2	3
Andre obligationer	5,6	0,5	9 ¹
I alt	2.135,6	35,2	2

Anm.: Kun obligationer udstedt i kroner på Københavns Fondsbørs.
Kilde: Danmarks Statistik og egne tal.
¹ Skyldes en stor beholdning af obligationer udstedt af Kongeriget Danmarks Fiskeribank.

RISICI

Obligationsbeholdningen giver et højere forventet afkast end korte placeringer, men indebærer også en række risici. Det drejer sig om *markedsrisici*, dvs. hvordan udvikler renten sig på markedet, hvilke obligationsserier bliver konverteret, hvordan udvikler likviditeten i markedet sig osv. Herudover er der *kreditrisiko*, dvs. risikoen for at låntager ikke overholder sine forpligtelser med hensyn til rentebetalinger og afdrag på lånet. Kreditrisiko omfatter ikke alene tab i form af nødlidende lån, men også en risiko for en rentespændudvidelse mellem kreditproduktet og et risikofrit aktiv. Denne risiko kaldes *spændrisiko*.

Der er også en række andre risici forbundet med en beholdning af obligationer. Der er en afviklingsrisiko ved handler, juridiske risici, modelrisiko i beregning af nøgletal mv.

Hver risikokategori kan have mange underkomponenter, og de enkelte risici kan ikke ses isoleret fra de andre. Reduktionen i *en* risiko vil ofte indebære, at *en anden* risiko forøges.

Niveauet for en risiko kan i betydelig grad styres ved valget af instrumenter og modparter. Typisk er der en afvejning mellem forventet indtjening på investeringen og risikovilligheden. Fx kan kreditrisikoen begrænses ved at investere i statsobligationer frem for realkreditobligationer, men statsobligationer forventes også at give et lavere afkast.¹

For at kvantificere de enkelte risici er det nødvendigt at vurdere, hvor meget risikofaktorerne påvirker porteføljen og de sandsynlige udfald i faktorerne. Sammenhængen er:

$$\boxed{\text{Risiko}} = \boxed{\text{Følsomhed}} \times \boxed{\text{Sandsynlighed}}$$

Konsekvensen af de forskellige risikofaktorer kan udtrykkes ved deres følsomhed. Fx fortæller følsomheden over for renten, hvor stor kurseffekten af en renteændring er, men ikke hvor store tab, der normalt kan forventes. Denne risiko må knyttes op på sandsynligheder for ændringer i risikofaktorerne, i dette eksempel renten.

Det er ikke nødvendigvis hensigtsmæssigt at finde et enkelt udtryk for risikoen. I mange tilfælde er det nyttigt at operere med flere risikomål, der anskuer risiko fra hver sin vinkel. Det kan bl.a. være forskellige Value-at-Risk (VaR) beregninger og stress scenarier, jf. senere. Det kan også

¹ De enkelte instrumenter kan også betragtes som pakker af forskellige risikofaktorer, der ved hjælp af afledte instrumenter kan købes og sælges. Afledte instrumenter anvendes ikke på den indenlandske fondsbeholdning.

være mere verbale overvejelser omkring mulige konsekvenser i forskellige situationer og sandsynligheder for at disse opstår. Den primære risiko for fondsbeholdningen er renterisiko, herunder konverteringsrisiko på de konverterbare obligationer.

Rentefølsomheden

Der er flere måder at opgøre en obligations følsomhed over for renteændringer. Fx angiver *varigheden* en obligations relative følsomhed over for renteændringer, dvs. obligationens procentvise prisændring ved en marginal renteændring.¹ En obligations rentefølsomhed kan også udtrykkes ved *Basispoint Value*, der angiver den absolutte prisændring i kurspoint ved en renteændring på 0,01 pct. (1 basispoint). En tredje mål er *kronervarigheden* (svarer til investerede beløb i kroner gange varigheden), der angiver, hvor meget markedsværdien på en obligation ændrer sig ved en renteændring på 1 procentpoint.

For *inkonverterbare* obligationer er beregningerne lige til og rentefølsomheden påvirkes kun lidt af renteniveauet. Ved beregninger for *konverterbare* realkreditobligationer skal der tages hensyn til låntagerens mulighed for at indfri sit lån førtidigt til kurs 100, og rentefølsomheden vil typisk være følsom over for renteniveauet.

Konverterbare obligationer

En konverterbar obligation kan betragtes som en købt inkonverterbar obligation og solgt option, der giver låntager ret til at købe obligationen til kurs 100. *Konverteringsrisikoen* er dels, at værdien af konverteringsretten er følsom over for volatilitet, dels at rentefølsomheden er meget afhængig af renteniveauet.

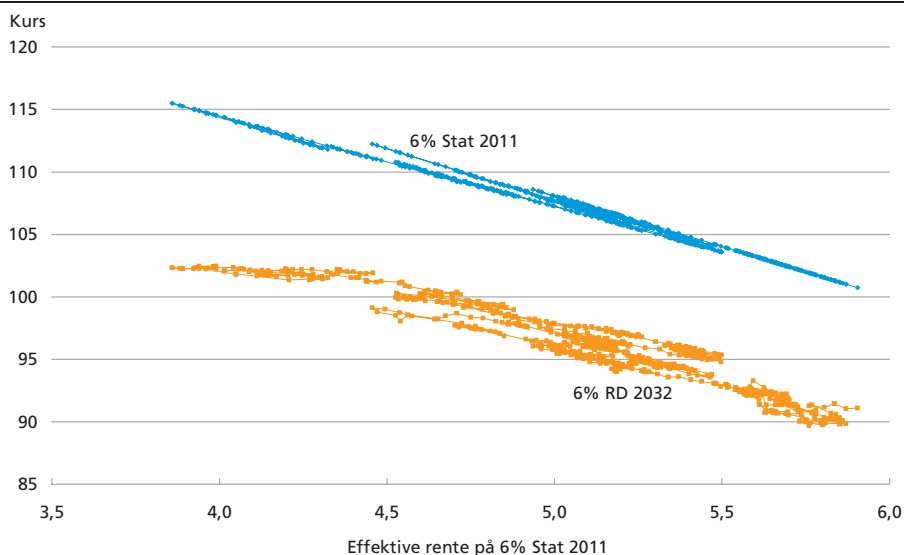
Følsomheden over for volatilitet hænger sammen med, at værdien af konverteringsretten i høj grad afhænger af rentens volatilitet. Jo større udsving i renten, jo højere sandsynlighed er der for, at det bliver muligt at udnytte optionen, og desto højere værdi får konverteringsretten. Det betyder dermed også, at hvis optionen sælges til et givet volatilitetsniveau, så indebærer det et tab, hvis volatiliteten efterfølgende stiger, da optionen dermed har fået større værdi. Der er derfor en volatilitetsrisiko forbundet ved konverterbare realkreditobligationer.

Rentefølsomheden varierer stærkt med *renteniveauet*. Jo tættere kursen på en konverterbar realkreditobligation kommer på pari, jo større sandsynlighed er der for, at konverteringsretten udnyttes, og desto hø-

¹ Rentefølsomheden er beregnet ved hældningen (tangenten) i et punkt på kurs-rente kurven. Den procentvise kursændring ved en renteændring gælder således kun marginalt omkring punktet med mindre kurs-rente kurven er lineær. Jo mere krum kurven er, jo mindre præcis vil en skalering af kursfølsomheden over for større renteændringer være, jf. afsnittet om konveksitet.

OPTIONSELEMENTETS BETYDNING FOR PRISDANNELSEN

Figur 4



Anm.: Rente og kurs er for perioden 4. maj 2000 til 16. april 2003. Grunden til, at kursen på realkreditobligationen kan overstige pari er, at der skal tages hensyn til transaktionsomkostninger, skat, opsigelsesvarsel mv.

jere værdi får optionen. Det bevirker, at kursen stiger mindre og mindre, når renten falder, dvs. rentefølsomheden falder, og det er svært for en konverterbar obligation at stige meget over kurs 100. Denne sammenhæng er vist i figur 4.

Rentefølsomheden, aflæst som hældningen på kurverne, er næsten konstant for statsobligationen. For realkreditobligationen falder rentefølsomheden derimod markant, når renten falder, dvs. kurven udviser negativ konveksitet, jf. senere. Ved et meget lavt renteniveau kan der endda være en positiv sammenhæng mellem renten og kursen, dvs. obligationen får negativ rentefølsomhed.¹

Model til beregning af nøgletal for konverterbare obligationer

Optionselementet gør, at der er usikkerhed knyttet til den fremtidige betalingsrække på en realkreditobligation. Det er derfor meget vanskeligt at bestemme nøgletal som fx rentefølsomheden. Det kræver en model for, hvornår boligejere vil konvertere deres boliglån, hvilket ud over renten afhænger af alternativet, dvs. vilkårene for det nye lån.² Herud-

¹ Optionselementet kan ved lave renteniveauer medføre selvforstærkende effekter i rentebevægelserne. Se Louise Mogensen, Markedsdynamik ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002 for en uddybning.

² Med udbredelsen af rentetilpasningslån, hvor de bagvedliggende obligationer er inkonverterbare, er refinansieringsmulighederne udvidet og konverteringsadfærden sandsynligvis ændret. Konvertering af realkreditobligationer er uddybet i Ulrik Knudsen, Konverteringer af 30-årige realkreditobligationer gennem de sidste 10 år, denne *Kvartalsoversigt*, side 59.

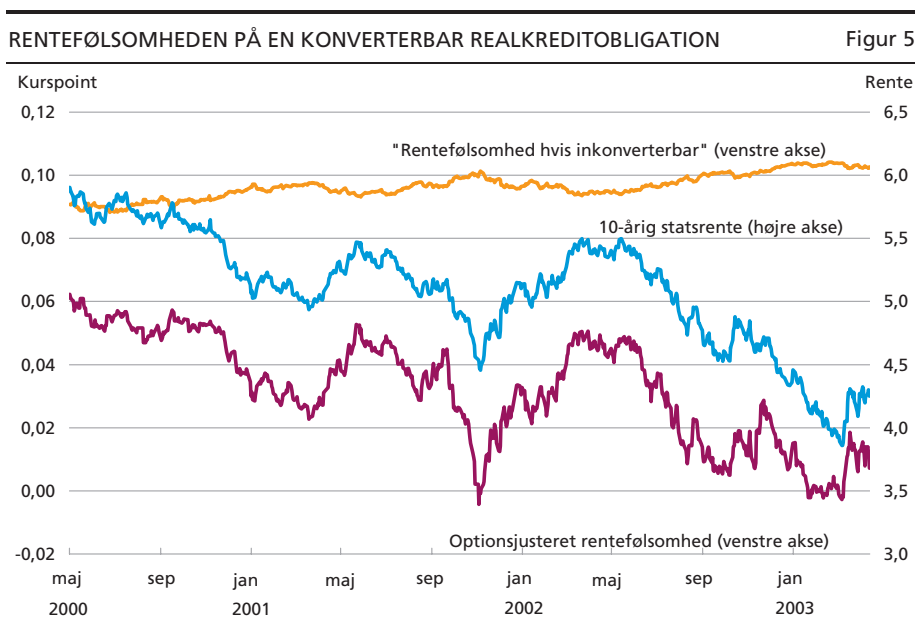
over er der omkostninger forbundet ved en konvertering, og der kan også være tale om psykologi, hvor man konverterer efter fx at have hørt om det i medierne.

Der findes flere modeller til beregning af nøgletal for konverterbare realkreditobligationer, og nogle finansielle analytikere har udviklet deres egne modeller. Til beregning af rentefølsomheden på de konverterbare realkreditobligationer i fondsbeholdningen anvender Nationalbanken en ekstern beregningsmodel, der også anvendes af andre aktører.

Beregning af konverterbare realkreditobligationer indebærer dermed en *modelrisiko*, da de beregnede nøgletal i høj grad afhænger af modellens antagelser. Beregningerne skal derfor vurderes kritisk, og nøgletallene for en obligation kan variere i markedet som følge af forskellige modeller og antagelser.

Trods modelrisiko vil beregninger, der tager højde for optionselementet, dog give et langt bedre billede af en obligations risiko, end hvis obligationen blot betragtes som inkonverterbar. Figur 5 viser rentefølsomheden for en konverterbar realkreditobligation, beregnet som ændringen i kursen ved en renteændring på 0,01 pct. Obligationen betragtes dels som inkonverterbar, dels hvor der tages højde for optionselementet.

Betragtes obligationen som inkonverterbar er rentefølsomheden svagt stigende som følge af den faldende rente. Medio april 2003 var rentefølsomheden 0,10 kurspoint, dvs. kursen vil falde med 0,10 kurspoint ved en rentestigning på 0,01 pct. ved det givne renteniveau. Dette er imid-



Anm.: Rentefølsomheden er beregnet som ændringen i kursen ved en renteændring på 0,01 pct.

lertid stærkt misvisende. Det fremgik af figur 4, at rentefølsomheden på en konverterbar obligation faldt ved meget lave renteniveauer. Det billede fremgår af den optionsjusterede rentefølsomhed. Den lave rente har medført mange konverteringer i obligationsserien, og rentefølsomheden er faldet markant. Medio april 2003 var den optionsjusterede rentefølsomhed 0,01 kurspoint, dvs. kun 1/10 af den ikke-optionsjusterede rentefølsomhed.

Konveksitet

Den faldende rentefølsomhed ved faldende rente svarer til, at kurs-rentekurven krummer, jf. også figur 4. Det betegnes "*negativ konveksitet*". Ikke-lineariteten betyder, at følsomhedsmålet ikke blot kan skales med forskellige renteændringer. Beregning af kurstabet ved en renteændring er kun "korrekt" ved en meget lille renteændring. Ved blot at gange den beregnede rentefølsomhed med en større renteændring undervurderes det faktiske kurstab ved en rentestigning, mens kursgevinsten ved et rentefald overvurderes.¹ Jo større krumningen på kurven er, jo større bliver fejlen. For at beregne den præcise rentefølsomhed for en given renteændring skal ændringen i kursen ved denne renteændring beregnes eksplicit.

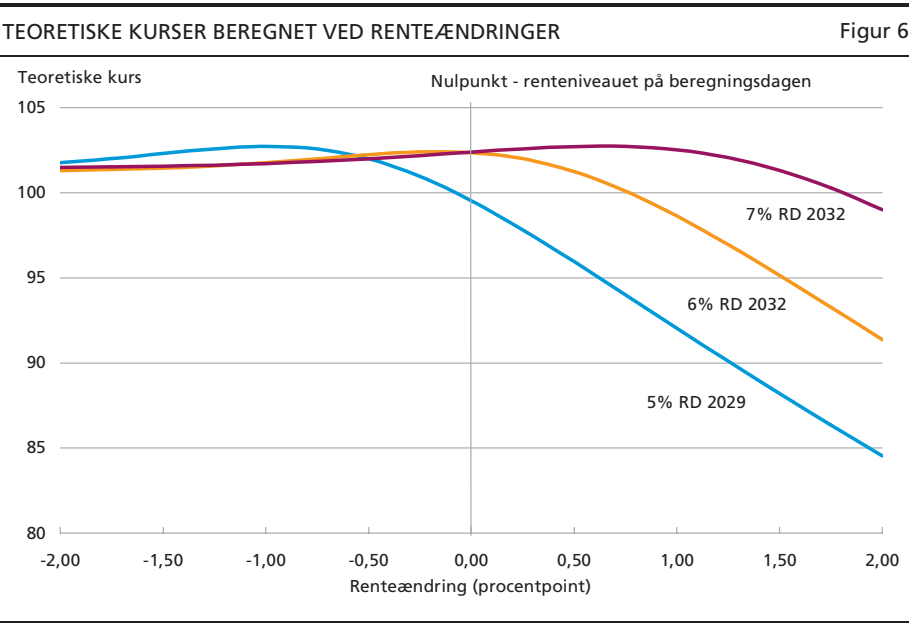
En anden konsekvens af konveksiteten er, at for to obligationer med samme rentefølsomhed ved det givne renteniveau, kan rentefølsomheden ændres forskelligt ved et skift i renten. Hvor følsom rentefølsomheden på en obligation er over for renteændringer afhænger af kurs-rentekurvens krumning.²

I figur 6 er den teoretiske kurs for tre konverterbare obligationer beregnet ved forskellige renteskift. I nulpunktet, dvs. ved det givne renteniveau på beregningsdagen, kan den teoretiske kurs i princippet sammenholdes med den faktiske kurs samme dag for at vurdere prisfastsættelsen af obligationen i markedet.

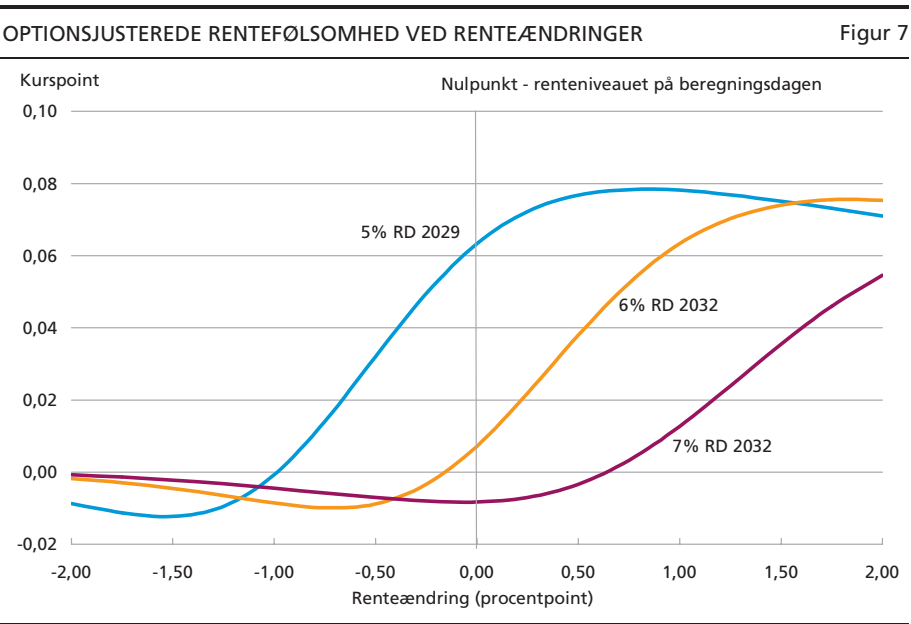
Alle tre kurver viser den observerede sammenhæng mellem renten og kursen for konverterbare obligationer (negativ konveksitet). Ved det givne renteniveau vil 5% obligationen "opføre" sig som en inkonverterbar obligation ved mindre renteændringer, men ved større rentefald vil obligationen blive "konverteringstruet", og kursen vil blive mindre følsom over for renteændringer. Rentefølsomheden for 6% obligationen er meget lille ved det givne renteniveau, hvor kursen ligger over pari, og obligationen er "konverteringstruet". Ved en større rentestigning vil

¹ For en inkonverterbar obligation krummer kurven den anden vej. Så er der tale om positiv konveksitet, og kurstabet vil overvurderes ved en rentestigning, og kursgevinsten undervurderes ved et rentefald.

² I matematiske termer svarer rentefølsomheden til den 1. afledte på kurs-rentekurven, mens rentefølsomhedens følsomhed over for renteændringer svarer til den 2. afledte på kurven.



rentefølsomheden stige markant, da obligationen så vil være mindre konverteringstruet. Rentefølsomheden på 7% obligationen er negativ. Det afspejler, at obligationen er så konverteringstruet ved det givne renteniveau, at yderligere rentefald medfører en lavere kurs. Sammenhængen illustreres bedre ved en såkaldt "S-kurve", jf. figur 7.



I figur 7 er den optionsjusterede rentefølsomhed ved forskellige renteskift beregnet. I nulpunktet kan obligationernes rentefølsomhed ved det givne renteniveau på beregningsdagen aflæses. For 5% og 6% obligationerne er den henholdsvis 0,06 og 0,01 kurspoint. Rentefølsomheden for 7% obligationen er negativ, da risikoen for, at obligationen konverteres til kurs 100 ved lavere rente, er meget stor, jf. også figur 6.

Effekten på rentefølsomheden over for renteskift er ikke ens for de tre obligationer. Ved en rentestigning på 0,5 procentpoint vil rentefølsomheden på 7% obligationen næsten være uændret, mens rentefølsomheden på 5% og 6% obligationen vil være højere, da de bliver mindre konverteringsstruede. Især rentefølsomheden på 6% obligationen vil stige markant ved en rentestigning, da den ved det givne renteniveau er meget følsom over for renteniveauet.

Renterisiko

For at kvantificere renterisikoen er det udover rentefølsomheden for henholdsvis inkonverterbare og konverterbare obligationer nødvendigt at bestemme nogle sandsynligheder for udviklingen i renten. Bestemmelse af rentens forventede fordeling kan ske på flere måder. Fordelingen kan simuleres ud fra historiske observationer eller kunstigt fremkaldte observationer. Fordelingen kan også antages at følge en statistisk fordelingsfunktion, hvor parametrene estimeres på baggrund af historiske data.

Der er flere risikomål, der anskuer risiko fra hver sin vinkel. Et meget anvendt risikomål er Value-at-Risk (VaR) beregninger. VaR er et skøn for det maksimale tab, der med en valgt sandsynlighed kan forventes under normale markedsforhold. Derimod siger VaR beregningen ikke noget om tabenes størrelse under ekstremt negative forhold. Det kan belyses ved stress test, der angiver forventede tab i de værste tilfælde.¹

STYRING AF DEN INDENLANDSKE FONDSBEHOLDNING

Nationalbankens risikostyring af den indenlandske fondsbeholdning følger de gængse standarder og metoder, der anvendes af andre finansielle aktører.

Hertil kommer visse hensyn i investeringspolitikken og styringen som følge af Nationalbankens specielle rolle som centralbank. Fx skal kreditrisikoen i form af nødlidende lån holdes på et meget lavt niveau. Derimod omfatter fondsbeholdningen renterisiko, konverteringsrisiko, likviditetsrisiko og spændrisiko, der afspejler indtjeningsmålsætningen.

¹ Se Morten Malle Høyer, Anvendelse af Value-at-Risk som mål for Nationalbankens markedsrisiko, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002 for en uddybning af emnet.

NATIONALBANKENS FAKTISKE RENTEFØLSOMHED		Tabel 2
Kurstab i mia.kr. ved en generel rentestigning på 1 procentpoint		Ultimo marts 2003
Valutareserven	1,4	
Indenlandske fondsbeholdning	0,9	
Total	2,3	

Mål for fondsbeholdningens rentefølsomhed

Fondsbeholdningens primære tabsrisiko stammer fra den rentefølsomhed, der er forbundet ved obligationer. Et væsentligt element i styringen er derfor et mål for rentefølsomheden. Nationalbanken anvender et varighedsmål, *kronevarighed*, der angiver, hvor meget beholdningens markedsværdi i *kroner* ændrer sig ved en renteændring på 1 procentpoint.¹

Nationalbankens risici betragtes under ét, og rentefølsomheden ses således ikke isoleret for henholdsvis valutareserven og den indenlandske fondsbeholdning. Tabel 2 viser den faktiske kronevarighed ultimo marts 2003 på henholdsvis valutareserven og fondsbeholdningen.

Rammerne for rentefølsomheden fastsættes på baggrund af en vurdering af Nationalbankens samlede finansielle risici og afspejler en langsigtet afvejning af afkast og risiko. Den faktiske kronevarighed afviger fra rammerne inden for fastsatte grænser.

Mål for kronevarighedens rentefølsomhed

Som tidligere nævnt er rentefølsomheden på konverterbare obligationer følsom over for renteniveauet. Hvor meget en porteføljes rentefølsomhed ændres ved renteændringer afhænger af porteføljens sammensætning ved det givne renteniveau.

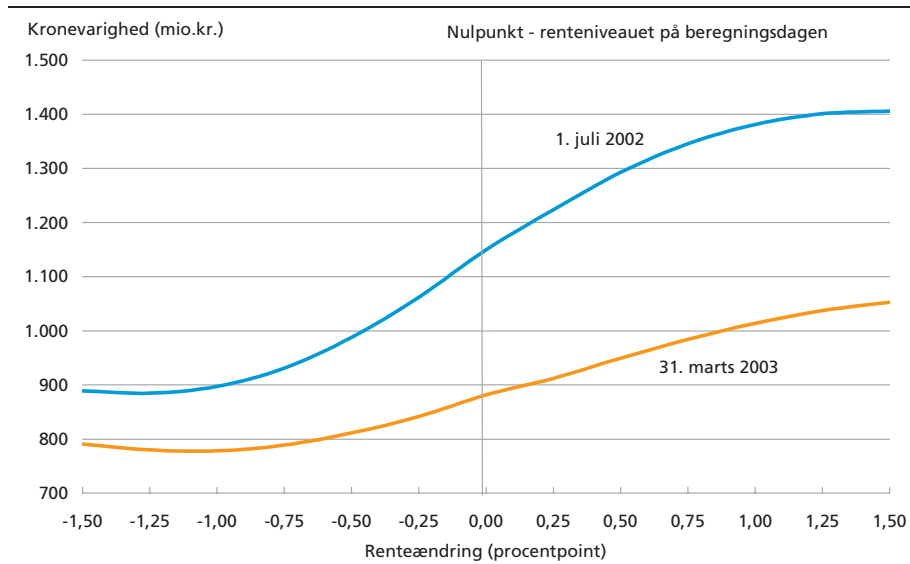
Da Nationalbanken styrer rentefølsomheden efter et mål for kronevarigheden, kan omlægninger af porteføljen som følge af renteutviklingen være nødvendig. For at undgå store omlægninger og styre konverteringsrisikoen, er der et loft for, hvor følsom *kronevarigheden* må være over for renteændringer.

Figur 8 viser ændringer i fondsbeholdningens kronevarighed ved renteændringer for to givne dage. Kronevarigheden i nulpunktet var 882 mio.kr. den 31. marts 2003, dvs. hvis renten steg med 1 procentpoint den 31. marts, ville kursværdien på fondsbeholdningen være faldet med 882 mio.kr. Den 1. juli 2002 var kronevarigheden højere, og en rentestigning på 1 procentpoint den 1. juli ville have medført et større kurstab end den 31. marts. Rentefølsomheden er således blevet mindre.

¹ Målet siger ikke noget om, hvor store tab der risikeres, jf. tidligere. Til at vurdere dette anvendes hovedsageligt Value-at-Risk og stress-test.

FONDSBEHOLDNINGENS KRONEVARIGHED VED RENTEÆNDRINGER

Figur 8



Det ses også, at rentefølsomheden er blevet mindre følsom over for renteændringer. Ved en rentestigning på 1 procentpoint ville kronevarigheden den 31. marts 2003 være steget til 1.014 mio.kr., mens kronevarigheden den 1. juli 2002 ville være steget til 1.381 mio.kr.

At kronevarigheden er blevet mindre følsom over for renteændringer skyldes bl.a. færre konverterbare realkreditobligationer i fondsbeholdningen ultimo marts 2003 sammenholdt med sommeren 2002.

Kreditrisiko på den indenlandske fondsbeholdning

Nationalbanken har valgt at investere i obligationer med meget lille kreditrisiko. Størstedelen af beholdningen er placeret i statsobligationer og realkreditobligationer. Danske realkreditobligationer vurderes af ratingbureauerne til at have en lille kreditrisiko og har typisk rating AA og opefter.¹ Alligevel er der fastsat en ramme for mængden af realkreditobligationer, der må holdes i fondsbeholdningen.

For at begrænse kreditrisikoen på udstederniveau er der et øvre loft for, hvor meget én udsteder må udgøre af den samlede fondsbeholdnings kursværdi. Desuden er der et øvre loft for, hvor meget Nationalbankens ejerandel af en udsteders obligationer må udgøre af udstederens samlede udestående obligationsmængde. Den sidste ramme er også med til at understøtte Nationalbankens neutralitet på det danske obligationsmarked.

¹ Ratings er uddybet i Thomas Enevoldsen og Ole Bøgemark, Ratings i 2002, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003.

Regler for køb af obligationer udstedt af offentlige myndigheder

Alle EU lande er i henhold til EU traktaten forpligtet til at have sunde og holdbare offentlige finanser. Medlemslandenes centralbanker må således ikke finansiere de offentlige udgifter, hverken direkte ved at låne staten penge eller indirekte ved at købe uforholdsmæssigt mange obligationer udstedt af offentlige myndigheder.¹ Der er derfor regler for centralbankernes køb af disse papirer.

Nationalbanken må ikke købe statsobligationer direkte af staten, dvs. på det primære marked. På det almindelige obligationsmarked, dvs. på det sekundære marked, må Nationalbanken gerne købe og sælge statsobligationer på lige vilkår med andre aktører, idet Nationalbanken dog ikke må købe uforholdsmæssigt mange papirer udstedt af offentlige myndigheder.

¹ Obligationer udstedt af offentlige myndigheder dækker primært over statsobligationer og kommuneobligationer. Obligationer udstedt med statsgaranti eller anden væsentlig offentlig indflydelse er også omfattet af reglerne.

Konverteringer af 30-årige realkreditobligationer gennem de sidste 10 år

Ulrik Knudsen, Handelsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

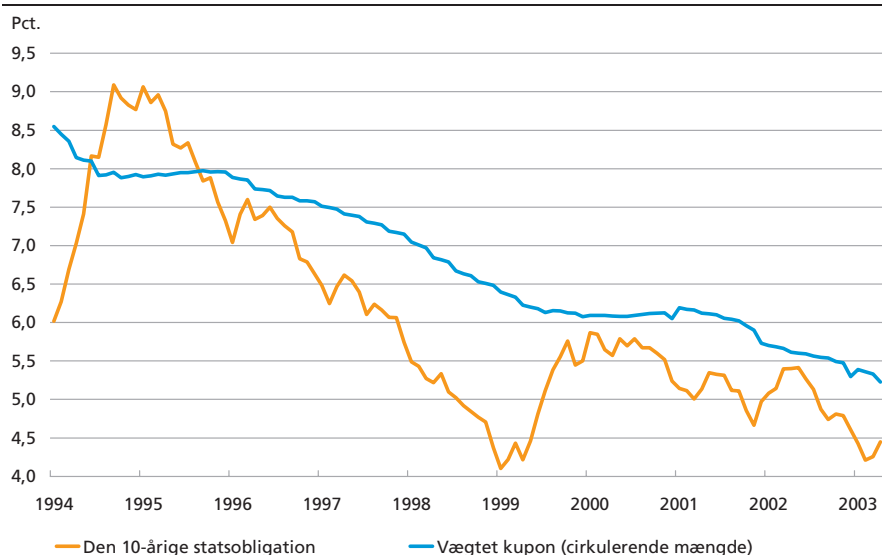
Det generelle rentefald siden begyndelsen af 1990'erne har sammen med periodevis udsving i renteniveauet medført betydelig aktivitet blandt boligejere i form af aktiv gældspleje af deres realkreditlån. Gennem de sidste 10 år er der således foretaget ekstraordinære udtrækninger af realkreditobligationer for 1.392 mia.kr. Til sammenligning var den cirkulerende mængde realkreditobligationer i marts 2003 på 1.508 mia.kr. Udviklingen på realkreditmarkedet igennem de sidste 10 år kan lidt forenklet opdeles i to faser. Fra begyndelsen af 1990'erne skete der først en omlægning af realkreditlån fra højt forrentede til lavt forrentede obligationer. I slutningen af 1990'erne og frem til i dag er der derudover foretaget en udskiftning af de traditionelle konverterbare realkreditlån med rentetilpasningslån.

Effekten af disse konverteringer har bl.a. været, at realkreditobligationer med en kupon på 8 pct. eller derover i dag udgør en meget begrænset del af den cirkulerende mængde realkreditobligationer. Hertil kommer, at også en stor del af de 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. og 7 pct., som er blevet udstedt inden for de sidste 10 år, allerede er forsvundet fra markedet igen, fordi de enten er blevet opkøbt i markedet eller ekstraordinært udtrukket. Eksempelvis er udestående i den 30-årige realkreditobligation med en kupon på 6 pct. og udløb i 2026 allerede nu reduceret til kun 29 pct. af det højeste udestående beløb. Hvis de eneste reduktioner havde været de ordinære udtrækninger, ville den cirkulerende mængde i serien have været 87 pct.

Varigheden af en 30-årig realkreditobligation ændrer sig i takt med renteniveauet. Uden konverteringsretten ville en 30-årig realkreditobligation med en kupon på 6 pct. eller 7 pct. typisk have en varighed på mellem 8-10 år. Imidlertid er muligheden for førtidig indfrielse medvirkende til, at varigheden for disse serier er langt lavere, når kursen kommer tæt på eller overstiger 100 (pari).

UDVIKLINGEN I DEN VÆGTED KUPON FOR DE CIRKULERENDE REALKREDITOBLIGATIONER SAMT RENTEN PÅ DEN 10-ÅRIGE STATSOBLIGATION

Figur 1



Anm.: Den vægtede kupon er baseret på den cirkulerende mængde realkreditobligationer, herunder rentetilpasningsobligationerne, opgjort til nominal værdi på månedsbasis. Beregningerne er ekskl. indeksobligationer samt variabelt forrentede obligationer.

Kilde: Københavns Fondsbørs, Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

UDVIKLINGEN I KUPONSAMMENSÆTNINGEN PÅ REALKREDITMARKEDET

I takt med, at det generelle renteniveau er faldet siden begyndelsen af 1990'erne, har kuponsammensætningen af den cirkulerende mængde realkreditobligationer ændret sig. Der bliver nu udstedt realkreditobligationer med en lavere kupon end før. Den vægtede kupon på de bagvedliggende realkreditobligationer er således faldet fra et niveau på omkring 8 pct. i midten af 1990'erne til nu under 5,5 pct., jf. figur 1.

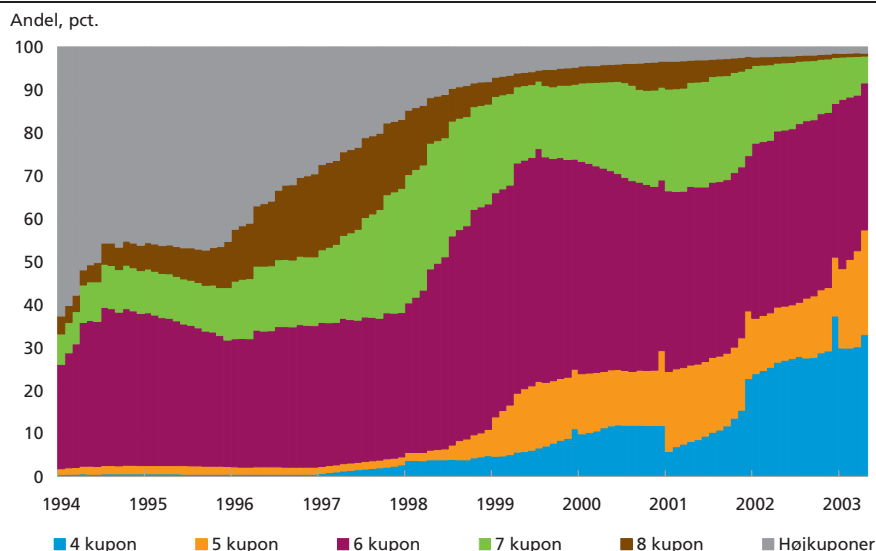
Gennem de sidste 10 år har låntagerne i stort omfang omlagt højtforrentede realkreditlån til lån med lavere kupon. Med den voksende popularitet af rentetilpasningslån¹ fra slutningen af 1990'erne begyndte der også at ske omlægninger fra de traditionelle konverterbare realkreditlån til rentetilpasningslån.

Andelen af de højtforrentede realkreditobligationer (i denne artikel betegnelsen for realkreditobligationer med en kupon på 9, 10, 11 og 12 pct.) har været faldende siden 1994. Fra at udgøre 63 pct. af den samlede cirkulerende mængde realkreditobligationer i midten af 1990'erne udgør de i dag kun 1 pct., jf. figur 2.

¹ For en nærmere gennemgang af rentetilpasningslån henvises til Anders Møller Christensen og Kristian Kjeldsen, Rentetilpasningslån, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

KUPONSAMMENSÆTNINGEN AF DEN CIRKULERENDE MÆNGDE REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 2



Anm.: 4 kupon: Obligationer med kupon på 3, 3½, 4 eller 4½ pct., 5 kupon: Obligationer med kupon på 5 eller 5½ pct., 6 kupon: Obligationer med kupon på 6 eller 6½ pct., Høj kupon: Obligationer med kupon på 9, 10, 11 eller 12 pct. Opgørelsen af kuponsammensætningen er baseret på den cirkulerende mængde realkreditobligationer, herunder rentetilpasningsobligationerne, opgjort til nominal værdi på månedsbasis. Beregningerne er ekskl. indeksobligationer samt variabelt forrentede obligationer. December-tallene fra 1999-2002 er påvirket af de afholdte auktioner over obligationerne, der ligger til grund for rentetilpasningslånene. I januar 2001 faldt andelen af obligationer med en kupon på 4 pct. Dette skyldtes, at den afholdte auktion i december 2000 i forbindelse med finansieringen af rentetilpasningslånene hovedsageligt bestod af obligationer med en kupon på 5 pct.

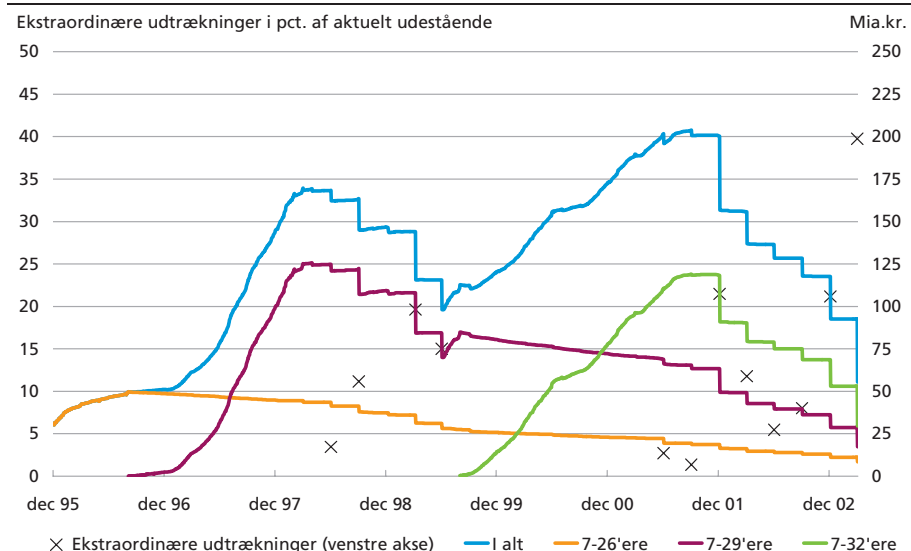
Kilde: Københavns Fondsbørs, Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

Den traditionelle boligfinansiering for låntagere har været baseret på konverterbare realkreditobligationer. Gennem de sidste 10 år har disse obligationer typisk haft en kupon på 6 pct. eller 7 pct. Andelen af realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. har fra 1994 til 1998 ligget mellem 30-35 pct. af den samlede cirkulerende mængde realkreditobligationer. Efter en voksende tilgang sidst i 1990'erne steg andelen af 6 pct. kuponer til over 50 pct. De sidste par år har andelen ligget mellem 35-40 pct. I april 2003 var den cirkulerende mængde af 6 pct. kuponer 420 mia.kr. Andelen af realkreditobligationer med en kupon på 7 pct. har været igennem et mere varierende forløb og udgør nu omkring 5 pct. af den samlede cirkulerende mængde af realkreditobligationer. Rentetilpasningslån, som blev introduceret i midten af 1990'erne¹, er hovedsageligt blevet finansieret ved udstedelser af inkonverterbare obligationer med en kupon på 4 pct. og i mindre grad 5 pct.

¹ Rentetilpasningslån har tidligere været anvendt på det danske realkreditmarked i perioden 1976-85, jf. Peter Engberg Jensen, Realkreditlån med rentetilpasning – en større succes denne gang, *FinansInvest*, december 1997.

UDVIKLINGEN I DEN CIRKULERENDE MÆNGDE FOR DE 30-ÅRIGE REALKREDITOBLIGATIONER MED KUPON PÅ 7 PCT.

Figur 3



Anm.: Figuren er baseret på daglige observationer fra samtlige realkreditinstitutter med udstedelser i 7-32'ere, 7-29'ere og 7-26'ere (alle med 4 terminer) og opgjort til nominal værdi. De ekstraordinære udtrækninger samt i alt er summen af værdierne for 7-32'eren, 7-29'eren og 7-26'eren. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

UDVIKLINGEN I DE 30-ÅRIGE REALKREDITOBLIGATIONER MED EN KUPON PÅ 7 PCT.

De seneste 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 7 pct. består af tre serier¹ med udløb i henholdsvis 2032, 2029 og 2026. I april 2003 var den cirkulerende mængde i de tre serier på 55 mia.kr., jf. figur 3.

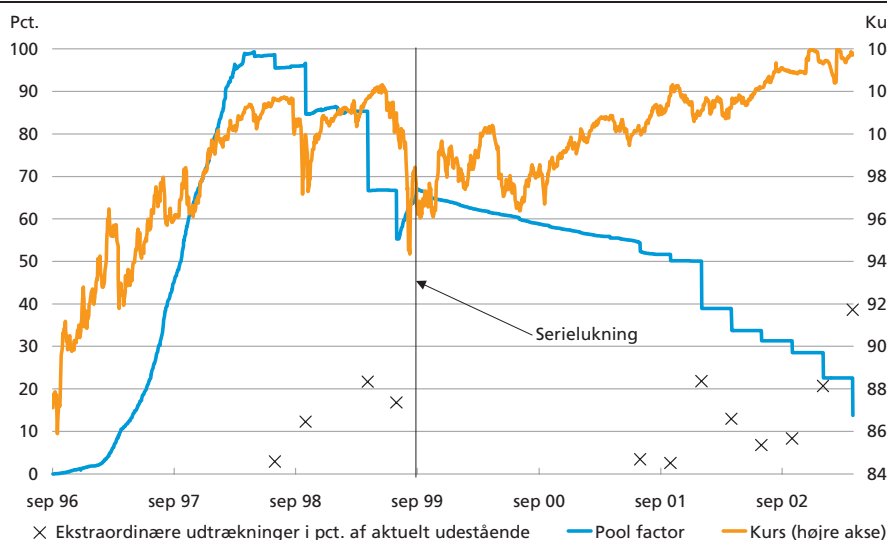
Den 30-årige realkreditobligation med en kupon på 7 pct. og udløb i 2029 (7-29'eren) blev åbnet i efteråret 1996 og lukket igen 3 år senere. Allerede i 7-29'erens åbningsperiode var det i en længerevarende periode ikke muligt at udstede nye lånetilbud, fordi kursen oversteg pari². Der har været adskillige ekstraordinære udtrækninger i serien på mellem 10-20 pct., hvorfor den aktuelle cirkulerende mængde er blevet reduceret til godt 14 pct. i forhold til det tidspunkt, hvor den cirkulerende mængde i serien var på sit højeste niveau. Denne udvikling er vist ved

¹ I denne artikel dækker en serie over alle de fondskoder (dvs. forskellige udstedelser), som har den samme kupon, udløb og antal terminer. Serien 7-29'eren dækker fx over 8 forskellige fondskoder, der alle har en kupon på 7 pct., udløber i 2029 og har 4 årlige terminer. Betegnelsen "seneste" refererer til, at alle de viste serier er åbnet i løbet af 1990'erne.

² Blandt realkreditinstitutterne er der indgået en kollegial aftale om, at der ikke må afgives lånetilbud, der indebærer udstedelser af konverterbare realkreditobligationer over kurs pari. Allerede afgivne lånetilbud, som kan gælde op til 6 måneder, er dog undtaget.

UDVIKLINGEN I 7-29'EREN

Figur 4



Anm.: Figuren er baseret på daglige observationer fra samtlige realkreditinstitutter med udstedelser i 7-29'eren (alle med 4 terminer). Opgørelsen af pool factoren samt de ekstraordinære udtrækninger er baseret på nominelle værdier. Beregningen af de ekstraordinære udtrækninger er baseret på den aktuelle cirkulerende mængde. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr. Kursen er et vægtet gennemsnit af kurserne på de enkelte fondskoder.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

den såkaldte "pool factor"¹, jf. figur 4. I april 2003 udgjorde den cirkulerende mængde 17 mia.kr., hvilket skal sammenholdes med den maksimale cirkulerende mængde på 127 mia.kr. medio 1998, dvs. knap 5 år tidligere. For de to øvrige 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 7 pct., henholdsvis 7-32'eren og 7-26'eren, gør det samme billede sig gældende. I de perioder, hvor kurserne er kommet over pari, er der foretaget ekstraordinære udtrækninger, hvorved de cirkulerende mængder er blevet reduceret betydeligt. I april 2003 var pool factoren for 7-32'eren og 7-26'eren på henholdsvis 25 pct. og 17 pct., jf. bilag 1.

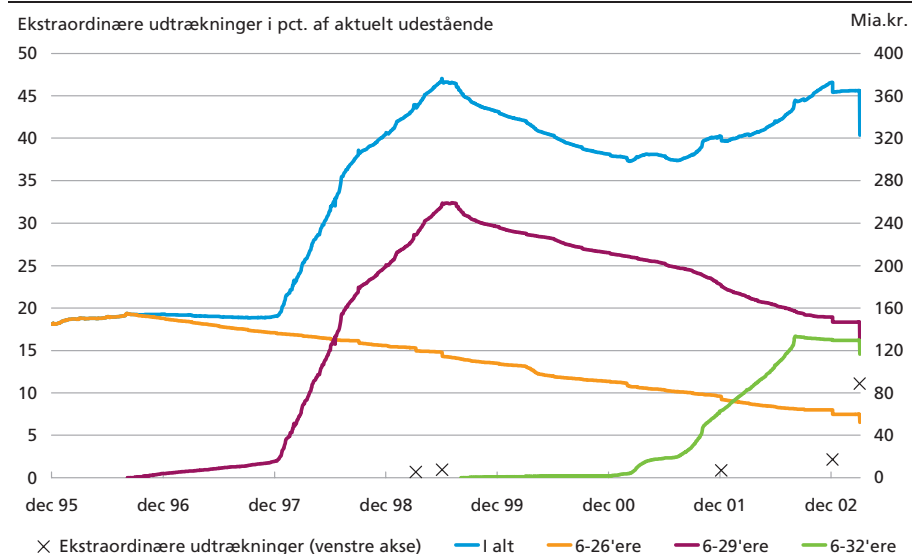
UDVIKLINGEN I DE 30-ÅRIGE REALKREDITOBLIGATIONER MED EN KUPON PÅ 6 PCT.

De seneste serier af de 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. har udløb i henholdsvis 2035, 2032, 2029 og 2026. I april 2003 var den samlede cirkulerende mængde i de fire serier 323 mia.kr., jf. figur 5.

¹ Pool factoren viser den aktuelle cirkulerende mængde realkreditobligationer i en serie i forhold til seriens maksimale udestående. De viste pool factorer er ikke blevet korrigeret for de kendte ekstraordinære udtrækninger. Disse vil først påvirke pool factoren på terminsdatoen. I forbindelse med investeringsovervejelser eller ved brug af risikomodeller, vil det imidlertid være relevant at inddrage de ekstraordinære udtrækninger, så snart de er kendt.

UDVIKLINGEN I DEN CIRKULERENDE MÆNGDE FOR DE 30-ÅRIGE REALKREDITOBLIGATIONER MED KUPON PÅ 6 PCT.

Figur 5



Anm.: Figuren viser alle 6-32'ere, 6-29'ere og 6-26'ere fra samtlige realkreditinstitutter (alle med 4 terminer) opgjort til nominal værdi. De ekstraordinære udtrækninger samt i alt er summen af værdierne for 6-35'eren, 6-32'eren, 6-29'eren og 6-26'eren. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

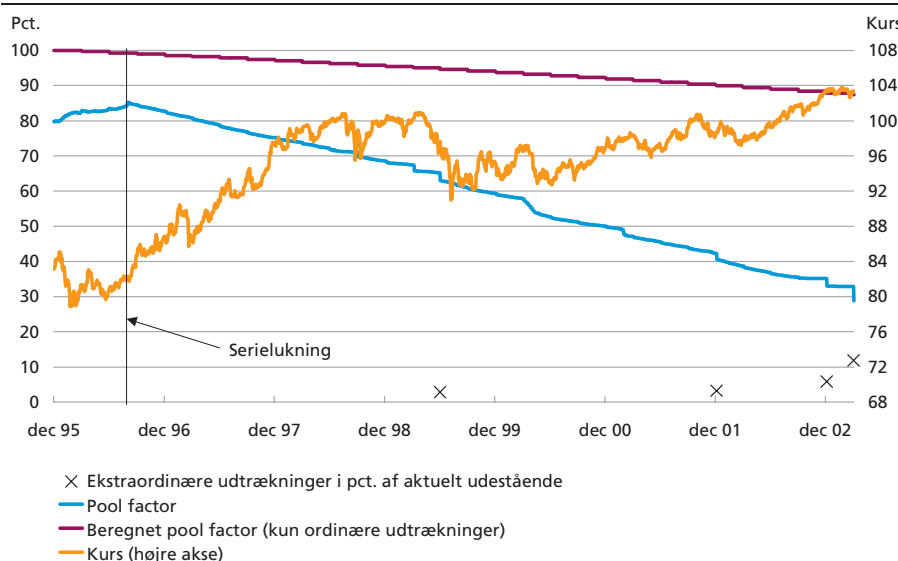
I den nye serie med udløb i 2035 (6-35'eren), som i september 2002 erstattede 6-32'eren, kan der ikke længere udstedes lånetilbud, fordi kursen oversteg pari i december 2002. Der cirkulerer for i alt 28 mia.kr. i denne serie.

Også for de 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. er der inden for en kort årrække sket et markant fald i den cirkulerende mængde. Men i modsætning til obligationerne med en kupon på 7 pct. har 6 pct. kuponerne frem til medio 2002 (stort set) ligget under kurs pari. Nedgangen i den cirkulerende mængde realkreditobligationer er derfor ikke sket som ekstraordinære udtrækninger, men hovedsageligt som obligationskøb i markedet.

For den 30-årige realkreditobligation med en kupon på 6 pct. og udløb i 2026 (6-26'eren), den primære udstedelsesobligation i forbindelse med den betydelige konverteringsbølge i 1993-94, er den cirkulerende mængde blevet reduceret til 29 pct. i forhold til tidspunktet, hvor den cirkulerende mængde var på sit højeste niveau. Nedgangen skyldes kun i meget begrænset omfang ekstraordinære udtrækninger, jf. figur 6. Den helt overvejende del af obligationerne er derimod blevet opkøbt i markedet til kurser under pari. I april 2003 udgjorde den cirkulerende mængde 52 mia.kr. sammenlignet med den maksimale cirkulerende

UDVIKLINGEN I 6-26'EREN

Figur 6



Anm.: Figuren viser 6-26'eren fra samtlige realkreditinstitutter (alle med 4 terminer). Opgørelsen af pool faktoren samt de ekstraordinære udtrækninger er baseret på nominelle værdier. 6-26'eren nåede allerede sit maksimale udestående på 182 mia.kr. medio 1994, hvilket imidlertid ikke fremgår af figuren. Det skyldes, at der kun er daglige observationer tilbage fra ultimo 1995. Beregningen af de ekstraordinære udtrækninger er baseret på den aktuelle cirkulerende mængde. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr. Kursen er et vægtet gennemsnit af kurserne på de enkelte fondskoder. Den beregnede pool factor er baseret på en annuitetsobligation.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

mængde på 182 mia.kr. medio 1994. Under forudsætning af at samtlige 6-26'ere var blevet udstedt primo 1996, ville den forventede pool factor i 2003 have været 87 pct., hvis de eneste reduktioner havde været de ordinære udtrækninger. Først omkring 2019 ville seriens pool factor være reduceret til 29 pct. For de to øvrige 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. tegner der sig et tilsvarende billede. I april 2003 var pool factoren for henholdsvis 6-32'eren og 6-29'eren således 87 pct. og 48 pct., jf. bilag 1.

KONVERTERINGSBØLGER OG FINANSIERINGSMULIGHEDER

Reduktionen i de 30-årige 7 pct. kuponer er kommet i to omgange. De første ekstraordinære udtrækninger i 7-29'erne og 7-26'erne begyndte medio 1998 og varede frem til 1999. I den periode blev de to serier tilsammen reduceret med 70 mia.kr., jf. figur 3. Selv om det er vanskeligt at vurdere låntagernes nye finansieringsvalg med sikkerhed, var der i samme periode en stigende tilgang af 30-årige 5 pct. kuponer, hvilket kunne tyde på, at en del låntagere i den periode har foretaget en nedkonvertering med uændret eller lidt længere løbetid, jf. figur 2. For en

Hvis låntager ønsker at indfri et realkreditlån (før tid) i sit realkreditinstitut, kan det principielt foretages på to måder: Enten som en obligationsindfrielse eller en kontantindfrielse¹.

Obligationsindfrielse:

Uanset lånetype kan låntager til ethvert tidspunkt indlevere obligationer af samme type (fondskode), der ligger til grund for realkreditlånet og derved indfri sit lån. Dette sker ved opkøb i markedet.

Kontantindfrielse:

For konverterbare realkreditlån kan obligationsrestgælden derudover altid indfries til kurs 100 (pari).

Konverteringer:

Hvis indfrielsen af realkreditlånet er finansieret ved en ny låneoptagelse i et realkreditinstitut, er der tale om en konvertering.

Hvis det generelle renteniveau falder, kan det være fordelagtigt for låntager at foretage en *nedkonvertering*, dvs. det gamle lån, der er baseret på obligationer med en højere kupon, indfries til kurs pari, og der optages et nyt lån til en lavere rente og dermed en lavere ydelse.

Opkonverteringer sker derimod i perioder med rentestigninger, dvs. at det eksisterende lån indfries og erstattes af et nyt lån baseret på obligationer med en højere kupon. Virkningen af en opkonvertering er en lavere restgæld på lånet, idet det nye lån kan udstedes til en højere kurs (på grund af den højere kupon), end det gamle lån skal indfries til. Størrelsen af den nye ydelse vil typisk blive højere. Låntager har med en opkonvertering mulighed for en efterfølgende nedkonvertering, hvis der på et senere tidspunkt indtræffer et rentefald. Opkonvertering sker altid ved obligationsindfrielse.

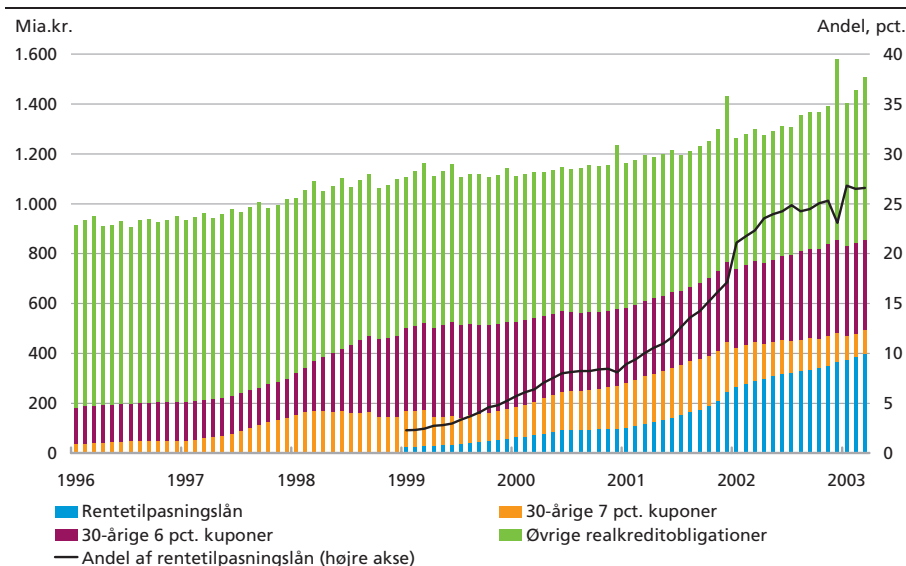
En *skrå* konvertering er betegnelsen for, at et konverterbart realkreditlån udskiftes med et inkonverterbart, dvs. et rentetilpasningslån – eller omvendt. Renten på et rentetilpasningslån er fastsat efter renteniveauet i den korte ende af rentekurven. Det kan være en umiddelbar fordel for låntager at optage et rentetilpasningslån, specielt når den korte rente er lavere end den lange rente, men samtidigt ændres lånets risikoprofil.

¹ I statistikkerne vil låntagers indfrielse af realkreditlån figurere som en "Førtidig indfrielse" på lånesiden og som "Afgang på anden måde" eller "Afgang ved ekstraordinær udtrækning" på obligationssiden.

nærmere gennemgang af begreber i forbindelse med realkreditfinansiering henvises til boks 1. Den næste periode med store ekstraordinære udtrækninger af de 30-årige 7 pct. kuponer startede til januar terminen 2001. Fra 2001 og frem til i dag har der været ekstraordinære udtræk-

CIRKULERENDE MÆNGDE AF REALKREDITOBLIGATIONER FORDELT PÅ UDVALGTE OBLIGATIONSSERIER OG UDLÅNSTYPER

Figur 7



Anm.: Rentetilpasningslån, øvrige realkreditobligationer samt de 30-årige obligationsserier er opgjort til nominal værdi på månedsbasis. 30-årige 7 pct. kuponer: 7-32, 7-29 og 7-26, 30-årige 6 pct. kuponer: 6-35, 6-32, 6-29 og 6-26. Data for rentetilpasningslån findes fra og med januar 1999. December-tallene fra 1999-2002 er påvirket af de afholdte auktioner over obligationerne, der ligger til grund for rentetilpasningslånene.

Kilde: Nordea Analytics, Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

ninger for 150 mia.kr., og det vurderes, at en stor del af låntagerne har valgt at refinansiere sig med rentetilpasningslån, jf. figur 7. Således er andelen af rentetilpasningslån i forhold til den cirkulerende mængde realkreditobligationer vokset fra 2 pct. i starten af 1999 til at udgøre 27 pct. i marts 2003.

Gennem de sidste 10 år har kursen på 30-årige 6 pct. kuponer stort set ligget under pari frem til medio 2002, hvorfor reduktionen i disse serier hovedsageligt har været i form af obligationskøb. Der tegner sig ikke et klart billede af finansieringsalternativerne hos disse låntagere indtil slutningen af 1990'erne, hvor rentetilpasningslånene for alvor vandt indpas. Det skal dog bemærkes, at i en kort periode på et par måneder medio 2000 var der en øget tilgang af 30-årige 8 pct. kuponer på i alt 26 mia.kr. Dette kunne tale for, at nogle låntagere foretog opkonverteringer i denne periode. Den generelle ejendomshandel kan også have betydning for reduktionen af de 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. og 7 pct., idet låntager kan vælge at finansiere boligkøbet på anden måde end den foregående ejer.

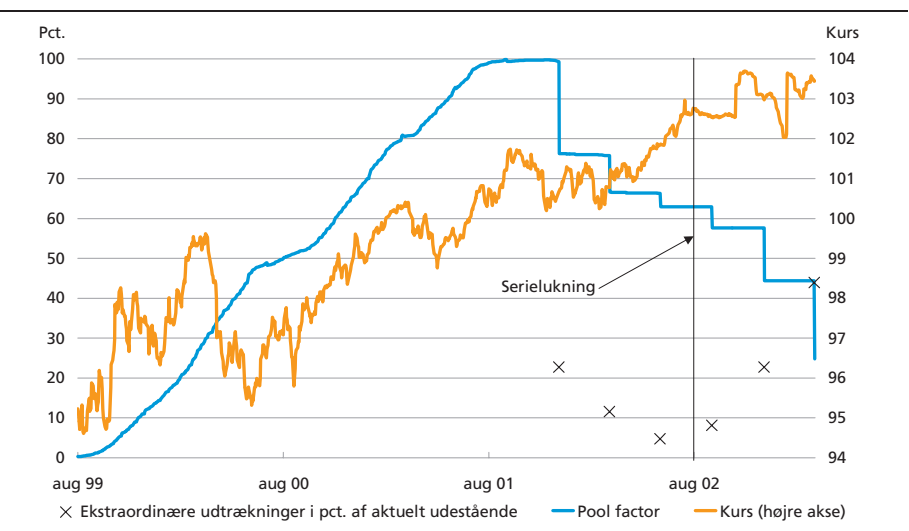
Den konverteringsret, der er indbygget i de 30-årige realkreditobligationer, betyder, at den korrigerede varighed er mere følsom over for

renteudviklingen, end tilfældet er for inkonverterbare obligationer¹. Hvis der ikke korrigeres for konverteringsretten, ville en 30-årig realkreditobligation have en varighed på mellem 8-10 år. Inddrages konverteringsretten derimod i bestemmelsen af varigheden, vil renteudviklingen influere på varigheden. Eksempelvis kan et rentefald gøre det attraktivt for låntager at foretage en nedkonvertering, og varigheden vil som en konsekvens deraf blive reduceret.

¹ For en nærmere gennemgang af varighedsbegrebet henvises til Peter Jayaswal, Nationalbankens indenlandske fondsbeholdning, denne Kvartalsoversigt, side 43.

BILAG 1: UDVIKLINGEN I DE 30-ÅRIGE REALKREDITOBLIGATIONER MED EN KUPON PÅ 6 OG 7 PCT.

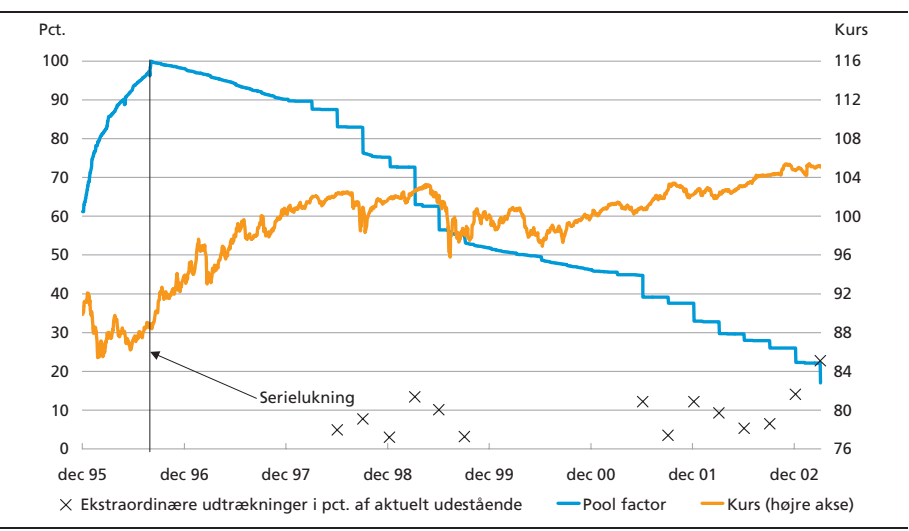
UDVIKLINGEN I 7-32'EREN Figur B1



Anm.: Figuren er baseret på daglige observationer fra samtlige realkreditinstitutter med udstedelser i 7-32'eren (alle med 4 terminer). Opgørelsen af pool factoren samt de ekstraordinære udtrækninger er baseret på nominelle værdier. Beregningen af de ekstraordinære udtrækninger er baseret på den aktuelle cirkulerende mængde. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr. Kursen er et vægtet gennemsnit af kurserne på de enkelte fondskoder.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

UDVIKLINGEN I 7-26'EREN Figur B2

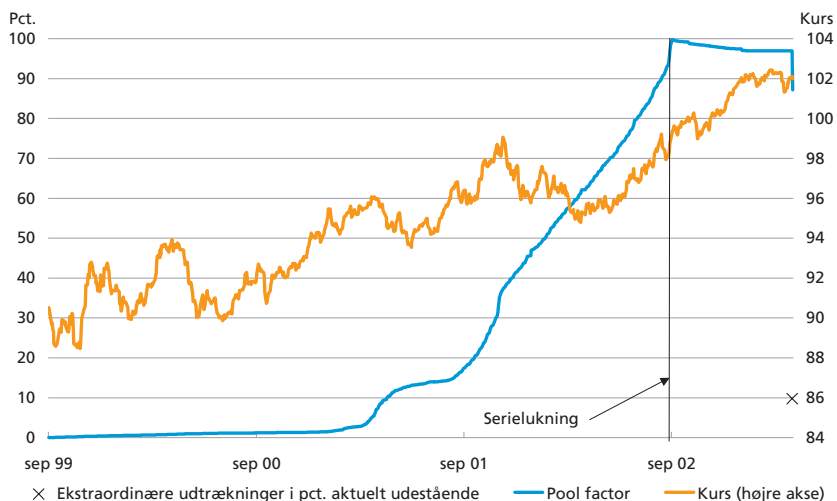


Anm.: Figuren er baseret på daglige observationer fra samtlige realkreditinstitutter med udstedelser i 7-26'eren (alle med 4 terminer). Opgørelsen af pool factoren samt de ekstraordinære udtrækninger er baseret på nominelle værdier. Beregningen af de ekstraordinære udtrækninger er baseret på den aktuelle cirkulerende mængde. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr. Kursen er et vægtet gennemsnit af kurserne på de enkelte fondskoder.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

UDVIKLINGEN I 6-32'EREN

Figur B3

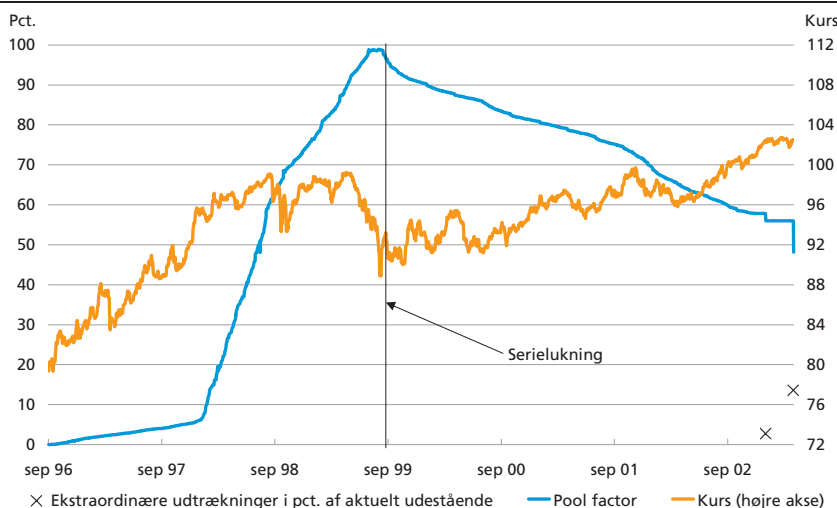


Anm.: Figuren er baseret på daglige observationer fra samtlige realkreditinstitutter med udstedelser i 6-32'eren (alle med 4 terminer). Opgørelsen af pool factoren samt de ekstraordinære udtrækninger er baseret på nominelle værdier. Beregningen af de ekstraordinære udtrækninger er baseret på den aktuelle cirkulerende mængde. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr. Kursen er et vægtet gennemsnit af kurserne på de enkelte fondskoder.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

UDVIKLINGEN I 6-29'EREN

Figur B4



Anm.: Figuren er baseret på daglige observationer fra samtlige realkreditinstitutter med udstedelser i 6-29'eren (alle med 4 terminer). Opgørelsen af pool factoren samt de ekstraordinære udtrækninger er baseret på nominelle værdier. Beregningen af de ekstraordinære udtrækninger er baseret på den aktuelle cirkulerende mængde. De samlede ekstraordinære udtrækninger for de enkelte terminer vises kun, hvis de er større end 2 mia.kr. Kursen er et vægtet gennemsnit af kurserne på de enkelte fondskoder.

Kilde: Nordea Analytics samt egne beregninger.

To år med inflationsmål i Norge og Island

Niels C. Beier, Ulrik Bie og Lone Christensen, Økonomisk Afdeling

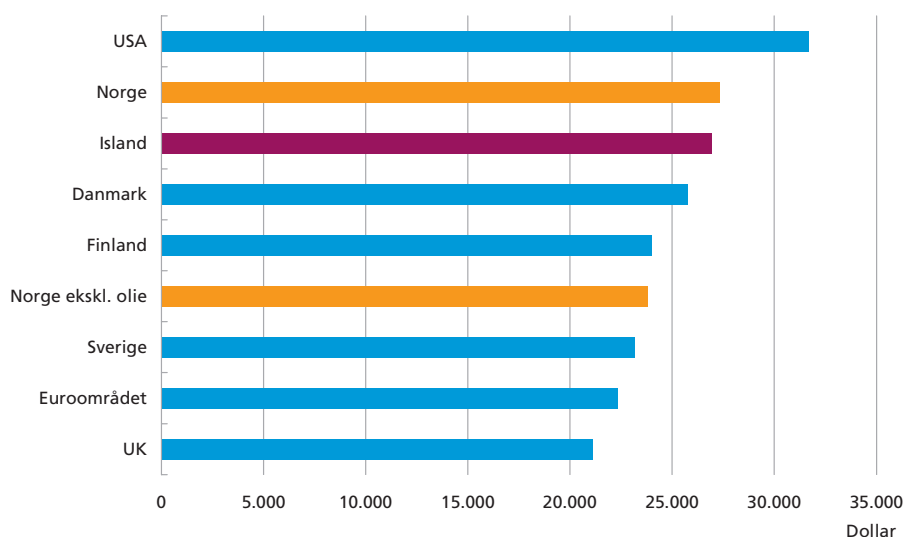
INDLEDNING

Med få dages mellemrum i marts 2001 skiftede både den norske centralbank, Norges Bank, og den islandske centralbank, Seðlabanki Íslands, pengepolitisk målsætning. Begge centralbanker overgik fra at føre fastkurspolitik til at føre pengepolitik efter en inflationsmålsætning med en flydende valutakurs. I begge lande skete skiftet på baggrund af stigende problemer med den hidtil førte form for fastkurspolitik og deraf følgende overvejelser om mulige alternativer, jf. bl.a. Christiansen og Qvigstad (1997) og Gudmundsson *et al* (2000). Denne artikel beskriver baggrunden for det nye regime og de foreløbige erfaringer.

Ud over pengepolitisk ramme deler Norge og Island andre kendetegn. Begge lande er rige på naturressurser (energi og fisk). Det har skabt stor

PRODUKTION PR. INDBYGGER I UDVALGTE LANDE I 2001

Figur 1



Anm.: BNP pr. indbygger. Købekraftskorrigeret. Enheden er faste priser (1995 dollar). Norge ekskl. olie er beregnet som BNP fraregnet nettoproduktet fra olievirksomhed, men tillagt oliesektorens lønomkostninger og det løbende afkast fra olieformuen.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* 72, december 2002 og egne beregninger.

velstand, jf. figur 1, men stiller også den samlede økonomiske politik – herunder pengepolitikken – over for nogle særlige udfordringer. På kort sigt kan ændringer i fx oliepris eller fiskebestand påvirke den økonomiske aktivitet, og dermed stilles der krav til stabiliseringspolitikken. Desuden skal der for Norges vedkommende tages stilling til, i hvilket tempo gevinsterne skal indføres i økonomien. Endvidere er landenes økonomier små og meget åbne over for samhandel med omverdenen. Det giver sig udslag i, at ændringer i valutakursen har stor betydning for priser og økonomisk aktivitet.

GENERELT OM INFLATIONSMAÅL OG FAST VALUTAKURS¹

Det overordnede mål for mange centralbanker – herunder også Norges Bank og Seðlabanki – er at sikre stabile priser. Målet om stabile priser er dog ikke direkte operationelt i pengepolitikken, så ofte føres pengepolitikken efter et mellem mål, der skal sikre, at det overordnede mål alligevel nås. Norges Bank og Seðlabanki har tidligere ført fastkurspolitik over for en kurv af valutaer. Valutakursen fungerede dermed som mellem mål, men med skiftet i 2001 blev dette erstattet af et inflationsmål.

Under en fastkurspolitik holdes valutakursen fast – typisk over for én eller flere samhandelspartnere med lav inflation – for på den måde at stabilisere den indenlandske prisudvikling. I små lande påvirker ændringer i valutakursen priserne direkte, da importerede varer udgør en stor andel.² Med en fast kurs undgås disse direkte påvirkninger. Omvendt afhænger prisudviklingen også af eksempelvis den indenlandske lønudvikling. Under fastkurspolitikken tilrettelægges pengepolitikken alene efter at holde den faste valutakurs, og centralbanken ændrer kun renten, når valutaen bliver svækket eller styrket.

Under en inflationsmålsætning forsøger centralbanken via renteændringer at ramme et mål for den fremtidige inflation, ofte på 2 års sigt. Centralbankens prognose for den fremtidige prisudvikling spiller derfor en central rolle i udformningen af pengepolitikken: Viser prognosen, at den fremtidige inflation vil være over målet, strammes pengepolitikken, og omvendt.³ Målet i såvel Norge som Island er en årlig stigningstakt i forbrugerpriserne på 2,5 pct. På kort sigt kan inflationen afvige fra målet, da der føres pengepolitik efter den *fremtidige* inflation. Der stilles således store krav til centralbankens kommunikation for, at pengepolitikken bliver gennemsigtig og troværdig (Storgaard, 2002).

¹ For en grundig gennemgang se Danmarks Nationalbank (2003).

² I det islandske forbrugerprisindeks vægter benzin og udenlandske varer ca. 35 pct. (IMF, 2001), mens udenlandske forbrugsvarer vægter ca. 26 pct. i det norske forbrugerprisindeks (www.ssb.no).

³ I praksis er centralbankens inflationsprognose mellem målet.

Føres der pengepolitik efter et inflationsmål er valutakursen flydende, og centralbanken vil som udgangspunkt kun reagere på udsving i valutakursen, hvis udsvingene indvirker på den fremtidige inflation. Det gælder for både fastkurspolitik og en inflationsmålsætning, at pengepolitikken kun kan opnå ét mål med ét instrument.

Under en inflationsmålsætning er arbejdsdelingen mellem finans- og pengepolitik af en anden karakter end under et fastkursregime. Ekspansiv finanspolitik vil tendere til at presse inflationstakten op, og det vil betyde, at centralbanken – under en inflationsmålsætning – som udgangspunkt skal stramme pengepolitikken for at holde inflationen nede og på den måde bidrage til at stabilisere økonomien. Under fastkurspolitik påhviler det den øvrige økonomiske politik at sikre lav inflation, da pengepolitikken alene er rettet mod at holde den faste valutakurs. Fastkurspolitikken kan således kun opretholdes, hvis finanspolitikken bidrager til en generel stabilitetsorienteret økonomisk politik.

NORGE

Fundet af olie og gas på norsk territorium i 1970'erne har haft stor betydning for det norske samfund. Norge er i dag blandt de rigeste lande i verden. BNP pr. indbygger var i 2001 blandt de højeste for OECD-landene. I 2001 udgjorde olie- og gasproduktionen knap 5 pct. af den samlede globale produktion, hvilket gør Norge til en af verdens største olieeksportører (Offshore Norway, 2001).

Overskuddet fra olieproduktionen betyder, at der gælder helt særlige forhold for den økonomiske politik. Da størstedelen af overskuddet tilfalder staten, har det i særlig grad været muligt at føre ekspansiv finanspolitik.

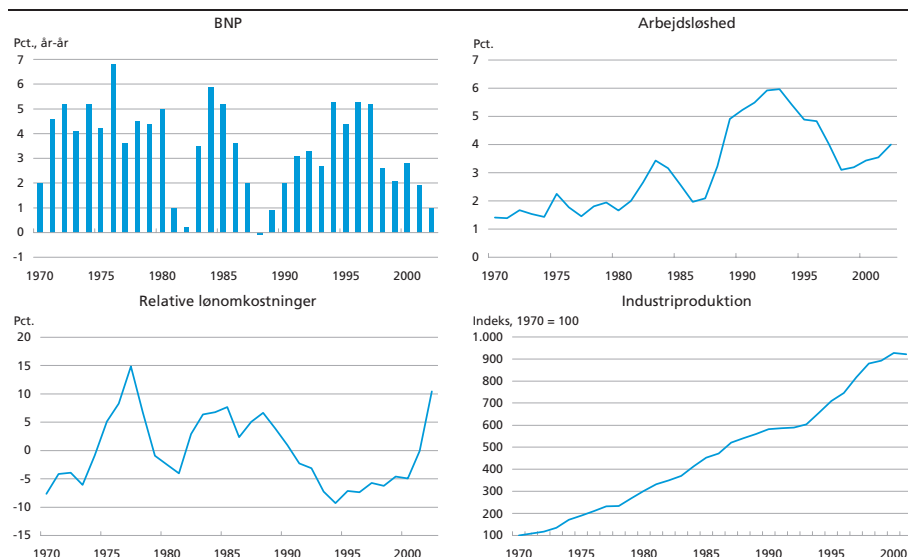
I marts 2001 skete der en generel re-orientering af den økonomiske politik. Der blev indført en inflationsmålsætning for pengepolitikken. Samtidig blev der indført en regel for finanspolitikken, der indebærer, at en del af olieformuen gradvist indføres i økonomien således, at indfasningen glattes ud over tid, og olieformuen både kommer nuværende og fremtidige generationer til gode.

Forud for re-orienteringen

Olievirksomheden har i mange år betydet store løbende indtægter til staten og har gjort det muligt at gennemføre skattelettelser samt at øge offentligt forbrug og investeringer. Særligt de seneste år har indtægterne tilmed resulteret i store overskud på statens budget. Overskuddet var 14 pct. af BNP i 2001 (OECD, 2002). De offentlige udgifter steg fra at

ØKONOMISKE NØGLEVARIABLER I NORGE 1970-2003

Figur 2



Anm.: De relative lønsmkostninger er timelønsmkostningerne i industrien i Norge og hos Norges handelspartnere omregnet til fælles valuta. Serien viser de procentvise afvigelser fra gennemsnittet over perioden 1970-2002.

Kilde: Gjødrem (2003), OECD, *Economic Outlook 72*, december 2002 og OECD, *Economic Outlook 73*, april 2003.

udgøre ca. 40 pct. af fastlands-BNP¹ i begyndelsen af 1970'erne til at udgøre langt over 50 pct. i 2002. Den offentlige beskæftigelse er steget 19 pct. siden 1990 og udgør nu 32 pct. af den samlede beskæftigelse. Andelen er den højeste blandt OECD-landene (OECD, 2002).

Norsk økonomi har i lange perioder befundet sig tæt på eller over kapacitetsgrænsen, da oliepengene har gjort det muligt at dæmpe virkningen af tilbageslag i den internationale økonomi. I disse perioder var pris- og lønudviklingen kraftigere end hos handelspartnerne, jf. figur 2, og der skete dermed en forringelse af den konkurrenceudsatte sektors forhold. Sektoren måtte dermed vige til fordel for den skærmede servicesektor.

Gennem første halvdel af 1980'erne befandt økonomien sig i et op-sving, og staten anvendte olieindtægterne i takt med, at de indløb. Prisfald på olie i 1986 bragte dog norsk økonomi i en vanskelig situation. Store dele af statens indtægter faldt bort og nødvendiggjorde en opbremsning. Det satte fokus på den usikkerhed, der er knyttet til olieindtægterne, og satte ydermere gang i diskussionen om en fornuftig forvaltning af olieindtægterne, der ville kunne skabe balance i økonomien. Desuden stod det klart, at mængden af olie var større end oprindeligt antaget, hvilket nødvendiggjorde en mere langsigtet strategi for over-

¹ BNP ekskl. olievirksomhed og udenrigssøfart.

skuddets anvendelse. Resultatet blev, at en del af pengene kanaliseredes over i en opsparingsfond, Petroleumsfonden, hvilket skabte mulighed for en mere fleksibel anvendelse af formuen.

Fra midten af 1990'erne var økonomien atter kommet på ret køl, og krisebevidstheden aftog hos de økonomiske parter. Med økonomisk vækst og faldende arbejdsløshed tiltog presset for højere lønstigninger. Siden 1996 har lønstigningerne været højere end hos handelspartnerne – uden tilsvarende produktivitetsforbedringer. Samtidig steg indtægterne fra olieproduktionen, hvilket førte til yderligere udvidelse af den offentlige sektor.

Optakten til re-orienteringen af den økonomiske politik i 2001 var problemer med koordinationen af penge- og finanspolitikken. Fra efterkrigstiden og frem mod 1999 havde Norge hovedsageligt ført varierende grader af fastkurspolitik.¹ Fra 1996 frem til 1998 var norsk økonomi i en opsvingsfase. Olieprisen var høj, og kronen tenderede til at appreciere. For at holde den faste valutakurs var pengepolitikken lempelig for at holde trit med de lave europæiske renter. I den situation burde finanspolitikken have været stram, men var neutral. Der blev således ikke ført den nødvendige stabiliseringspolitik, hvilket førte til en overophedning af økonomien (Gjedrem, 1999).

Erfaringen fra denne periode førte til, at Norges Bank i stigende grad gik bort fra at forsøge at finjustere valutakursen på daglig basis. I stedet forlod man sig på, at valutakursen på lang sigt ville kunne holdes stabil over for de europæiske valutaer, hvis inflationen i Norge udviklede sig i tråd med inflationen i de europæiske lande (Gjedrem, 1999). Fra starten af 1999 lod man i realiteten kronen flyde og orienterede pengepolitikken mod at bringe inflationen i Norge på niveau med inflationen i Europa. I praksis opererede centralbanken efter en inflationsmålsætning, men rammerne for pengepolitikken var lovgivningsmæssigt uændret.

Re-orientering af den økonomiske politik i 2001

Efter at Norges Bank i praksis havde fulgt en inflationsmålsætning fra 1999, blev den institutionelle ramme for pengepolitikken formelt fastlagt i *Forskrift om Pengepolitikken*² den 29. marts 2001, jf. boks 1. Rammen må tolkes i den retning, at det overordnede mål er at sikre kronens

¹ Fra 1947 til 1972 gennem Bretton Woods-systemet (fast kurs over for dollar). I årene 1972-78 som medlem af Slangen. Fra 1978-92 fast kurs i forhold til handelsvægtede kurve af valutaer (fra 1990 ECU) (Soikkeli, 2002). Under den internationale valutauro i 1992 opgav man den 10. december den faste valutakurs og lod kronen flyde (Åkerholm og Giovannini, 1994). Fra maj 1994 blev det lovfæstet, at pengepolitikken operationelle mål skulle være at holde en stabil valutakurs over for europæiske valutaer. Der var dog ikke udstukket eksplicitte fluktuationsmarginer, og Norges Bank anvendte hverken renten eller interventioner til at stabilisere kronens værdi i samme omfang som under de tidligere fastkursregimer (BIS, 1997).

² Norges Banks hjemmeside: www.norges-bank.no.

FORSKRIFT OM PENGEPOLITIKKEN

Boks 1

Fastsatt ved kronprinsregentens resolusjon 29. mars 2001 med hjemmel i Lov om Norges Bank og pengevesenet § 2 tredje ledd og § 4 andre ledd:

I

§ 1.

Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronas nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

§ 2.

Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

§ 3.

Den norske kronas internasjonale verdi fastlegges på grunnlag av kursene i valutamarkedet.

§ 4.

Norges Bank gir på statens vegne de meddelelser om kursordningen som følger av deltakelse i Det internasjonale valutafond, jf. lov om Norges Bank og pengevesenet § 25 første ledd.

II

Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift av 6. mai 1994 nr. 0331 om den norske kronas kursordning.

nasjonale og internasjonale verdi, mens mellommålet¹ er en inflations-takt på 2,5 pct. over tid.²

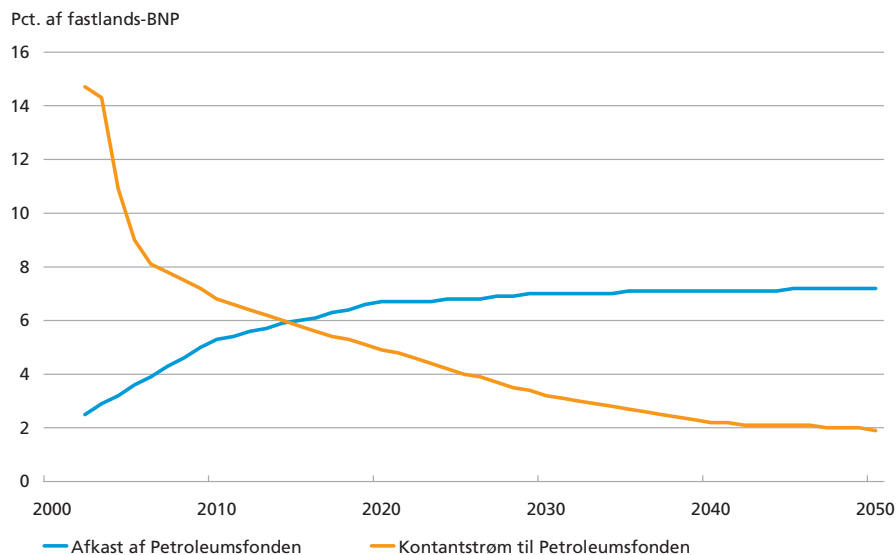
Med de nye rammer for pengepolitikken fulgte en regel om finanspolitikken, den såkalte *Handlingsregel*. Reglen foreskriver bl.a., at det strukturelle budjetunderskud på statens finanser korrigert for olie skal være lig det forventede realafkast fra Petroleumsfonden. Den reale

¹ Norges Bank betegner det som et operativt mål.

² Norges Bank tager i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på forbrugerpriserne, som skyldes ændringer i renteniveauet, skatter, afgifter og midlertidige forstyrrelser. Norges Bank lægger derfor særlig vægt på udviklingen i forbrugerprisindekset justeret for afgifter og uden energivarer (KPI-JAE) i vurderingen af den underliggende inflation (Norges Bank, 2003).

FORVENTET AFKAST AF OG KONTANTSTRØM TIL PETROLEUMSFONDEN

Figur 3



Kilde: Gjedrem (2003).

værdi af fonden vil dermed ikke blive udhulet – forudsat at det forventede reale afkast realiseres. Det forventede reale afkast er sat til 4 pct. af formuen. Så længe der overføres midler til fonden, vil det forventede afkast stige, hvilket i praksis vil sige, så længe, der er overskud ved produktionen af olie og gas.

De kommende år forventes afkastet som andel af BNP at blive i størrelsesordenen 3 pct. Derefter ventes afkastet at stige til omtrent 7 pct. af BNP frem mod 2050. Stigningen vil være mest markant de første 20 år, jf. figur 3. I praksis betyder reglen dermed en vedholdende ekspansiv finanspolitik, hvor presset vil være størst i årene frem mod 2020.

Konsekvensen af den nye økonomiske politik

En vigtig effekt af *Handlingsreglen* er, at presset på den konkurrenceudsatte sektor vil fortsætte. Når flere af olieindtægterne anvendes i økonomien, vil efterspørgslen stige – både efter handlede og ikke-handlede varer. Da efterspørgslen efter ikke-handlede varer alene kan efterkommes via produktion i Norge, må produktionen af disse varer stige. I en økonomi med et stramt arbejdsmarked, der opererer tæt på sin kapacitetsgrænse, betyder det, at der nødvendigvis må flyttes arbejdskraft til den sektor, der producerer de ikke-handlede varer. Overflytningen må ske fra den sektor, der producerer handlede varer (den konkurrenceudsatte sektor), og efterspørgslen efter denne varetype må derfor i højere grad efterkommes via import. Den ønskede mængde import skal finan-

sieres af indtægterne i fremmed valuta. Afkastet af Petroleumsfonden, hvis midler er placeret i udenlandske aktiver, er ikke tilstrækkeligt stort til alene at kunne finansiere dette i fremtiden. Der vil derfor fortsat være behov for en eksportsektor, der kan fremskaffe yderligere fremmed valuta. Holden *et al* (2003) anslår, at beskæftigelsen i industrien skal reduceres med 26.000 personer i perioden 2001-10 som følge af en trendmæssig nedgang og den øgede brug af olieindtægterne.¹

Denne sektorforskydning vil initieres af en styrkelse af den reale valutakurs og dermed en svækket konkurrenceevne. Den reale valutakurs kan styrkes, enten fordi den nominelle valutakurs styrkes, og/eller fordi prisstigningstakten i Norge er stærkere end hos handelspartnerne. Med en inflationsmålsætning, der er højere end de vigtigste handelspartnernes, jf. ECBs mål om en prisstigningstakt i underkanten af 2 pct., må det forventes, at en del af den reale appreciering vil finde sted som følge af en højere prisstigningstakt. Hvis presset fra økonomien udmønter sig i en prisstigningstakt, der er højere end målet på 2,5 pct., tilsiger den pengepolitiske ramme en strammere pengepolitik, hvilket vil tendere til at styrke den norske krone nominelt. Det vil så yderligere trække i retning af en svækkelse af konkurrenceevnen i form af en real appreciering. Om den nødvendige reale appreciering kan fremkomme alene som følge af en højere prisstigningstakt end handelspartnerne, eller om den nominelle kronekurs samtidig skal styrkes, er vanskeligt at afgøre. Det observeres ofte, at ændringer i valutakurser på kort sigt er betydeligt større, end de økonomiske forhold tilsiger. På kort sigt kan presset på eksportsektoren derfor blive stort med fare for, at nedbrydningen bliver for drastisk i forhold til den størrelse, der er nødvendig på længere sigt. Det kan derfor senere blive nødvendigt at skulle genopbygge dele af produktionsapparatet, hvilket kan blive vanskeligt.²

Alt i alt må konklusionen være, at den eksportorienterede sektor i Norge over en årrække må forventes at miste betydning i forhold til den ikke-konkurrenceudsatte sektor.

Erfaringerne med den nye økonomiske politik

Inflationen har overordnet set udviklet sig i tråd med målet. Der har dog været et højt indenlandsk inflationært pres, jf. figur 4, som følge af høje lønstigninger. Prisudviklingen i norsk producerede varer og tjenester afspejler i høj grad lønudviklingen. Eksempelvis steg priserne på tjenesteydelser med høj arbejdsindsats med 12 pct. fra 2000 til 2002.³

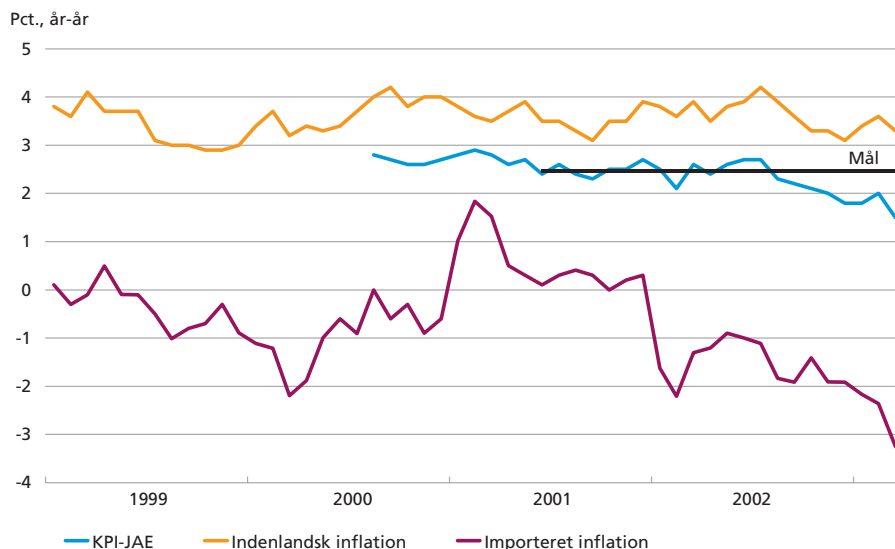
¹ Ifølge beregninger i Holden *et al* (2003) har den nedgang, der allerede har fundet sted siden 2001 i industribeskæftigelsen, været for stærk, og der vil derfor blive behov for en genopretning.

² Fænomenet er den såkaldte "hollandske syge".

³ Statistisk Sentralbyrås hjemmeside: www.ssb.no.

INFLATION

Figur 4



Anm.: KPI-JAE er forbrugerprisindekset, KPI, renset for afgifter og uden energivarer, jf. fodnote 2 side 76.
Kilde: Gjerdem (2003) og Norges Bank.

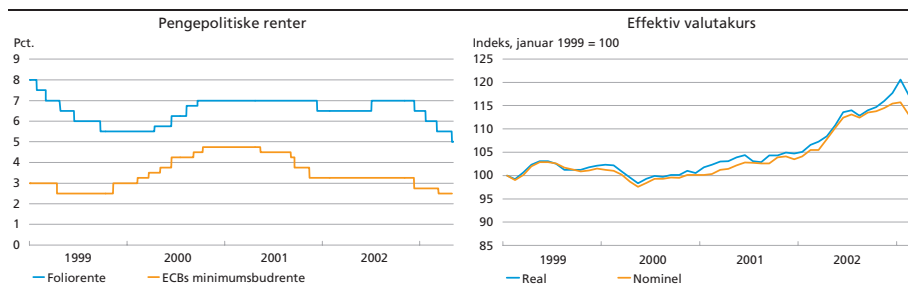
Det høje indenlandske inflationære pres udmøntede sig i, at foliorenten løbende blev sat op gennem år 2000 til 7 pct., jf. figur 5. Gennem 2001 og 2002 blev renteforskellen til omverdenen øget som følge af rentenedsættelser i de fleste OECD-lande. Den norske krone blev styrket, jf. figur 5, og det indenlandske inflationære pres blev dermed modgået af lave prisstigninger på importerede varer. Frem til 2001 blev udhulingen af konkurrenceevnen i form af øgede lønstigninger i industrien i et vist omfang opvejet af en svag krone. Da kronen derefter begyndte at appreciere, slog tidligere års forværring af konkurrenceevnen og fortsat høje lønstigninger fuldt igennem. Gennem 2003 er en del af denne udvikling dog reverseret, men da var effekten allerede at aflæse i industriproduktionen, jf. figur 2.

Som følge af det høje renteniveau og den stærke krone opstod der – også fra politisk side – et pres på Norges Bank for at lempe pengepolitikken, og siden er pengepolitikken i stigende grad blevet genstand for debat.

Tabet af konkurrenceevne som følge af den stærke krone har fået flere til at beskyldte Norges Bank for at have for lidt fokus på stabilisering af kronens internationale værdi. Med en inflationsmålsætning er Norges Banks rolle dog klar. I en situation som Norges, hvor arbejdsmarkedet er stramt og finanspolitikken ekspansiv, vil pengepolitikken oftest skulle være kontraktiv, hvis økonomien ikke skal overophedes. Inflationsmålsætningen sikrer automatisk, at pengepolitikken får denne rolle. Den

PENGEMARKEDSRENTE OG VALUTAKURS

Figur 5



Anm.: Foliorenten er den ledende pengepolitiske rente i Norge.

Kilde: Danmarks Nationalbank og EcoWin.

ekspansive finanspolitik vil øge efterspørgslen i samfundet, og når arbejdsmarkedet samtidigt er stramt, vil de indenlandske priser presses i vejret, hvis lønstigningerne bliver for høje. Under en inflationsmålsætning skal pengepolitikken reagere ved at sætte renten op, så inflationen holdes inden for målet. Da priserne på importerede varer også indgår i det prisindeks, der danner baggrund for den inflation, der styres efter, spiller valutakursen indirekte en rolle under en inflationsmålsætning, men valutakursen kan aldrig blive et mål i sig selv. Renten kan ikke på samme tid bruges til at styre både inflationen og valutakursen.

Denne kendsgerning leder direkte videre til en anden gren af debatten, som har været i forhold til Norges Banks mandat. For at tydeliggøre, at det med renten som eneste instrument kun er muligt at styre enten inflationen eller valutakursen, har bl.a. Svensson *et al* (2002) og IMF (2003) ønsket en klarlægning af mandatet. I paragraf 1 i *Forskrift om Pengepolitikken* sondres mellem et overordnet mål, stabilitet i kronens nationale værdi, og et mellem mål, stabilitet i kronens internationale værdi, jf. boks 1. Den megen debat og utilfredshed i forbindelse med kronens nominelle appreciering kan være affødt af denne sondring. Selv om der længere nede i paragraf 1 er specificeret, at mellem målet alene er inflationen, har det tilsyneladende været uklart, hvorvidt Norges Bank på kort sigt skal forsøge at stabilisere valutakursen. Svensson *et al* (2002) anbefaler sammen med IMF (2003), at henvisninger til valutakursen fjernes fra det pengepolitiske mandat. I henhold til de formelle rammer har Svensson *et al* (2002) desuden påpeget, at Norges Bank ikke har den operationelle uafhængighed, som sikrer, at banken kan forfølge den pengepolitiske målsætning uden politisk pres. Her tænkes specielt på, at regeringen i princippet har muligheden for at afvise Norges Banks rentebeslutning.¹ I en

¹ Svensson *et al* (2002) påpeger desuden, at banken kunne være mere åben fx ved at offentliggøre mere baggrundsmateriale for rentebeslutningerne, og at banken i højere grad burde kunne stilles til ansvar for den førte politik.

international sammenligning af centralbanklovgivninger fra 1992¹ figurede Norges Bank som den mindst uafhængige blandt de udviklede landes centralbanker (Svensson *et al*, 2002).

Det var især udsigten til fortsatte høje lønstigninger i størrelsesordenen 5-6 pct. – som vil tendere at slå ud i en højere indenlandsk inflationstakt – der foranledigede rentestigningerne gennem de seneste år (se bl.a. Gjedrem, 2002). I den forbindelse har meldingen fra Norges Bank flere gange lydt, at lønstigninger på omkring 4,5 pct. er den lønstigningstakt, som "...er forenlig med om lag uendret konkurrenceevne for næringslivet".² Denne udmelding har imidlertid affødt debat. Bjørnstad (2002) bemærker, at der med en lønstigningstakt på 4,5 pct. ikke tages hensyn til, at den øgede brug af olieindtægterne vil føre til en reduceret eksportsektor, når stigningstakten er forenlig med uændret konkurrenceevne. Bjørnstad mener derimod, at en lønstigningstakt på 5,5 pct. overgangsvist vil være forenlig med inflationsmålet og *Handlingsreglen* og samtidig gennemtvinge den nødvendige reduktion af eksportsektoren.

Endelig er det i debatten blevet foreslået at hæve målet for inflationen i håb om, at dette ville kunne lempe pengepolitikken og dermed svække kronen og styrke konkurrenceevnen.

Udfordringer for den økonomiske politik

Den norske naturresurse er ikke udtømmelig, og olieindtægterne vil med tiden aftage. Petroleumsfonden og *Handlingsreglen* skal sikre, at formuen bevares, så befolkningen både nu og i fremtiden får glæde af olien. Beslutningen om løbende at indfase olieindtægterne i økonomien vil dog få indflydelse på sektorsammensætningen i økonomien. Samtidig står Norge, lige som mange andre vestlige lande, over for ændringer i demografien, der betyder, at udgifterne til offentlige tjenesteydelser vil stige. Udfordringen for den økonomiske politik består fremover i at få skabt en så balanceret økonomisk udvikling som mulig under hensyntagen til disse forhold.

ISLAND

Med sine knap 290.000 indbyggere er Island befolkningsmæssigt meget lille og som andre små lande i høj grad afhængig af samhandel med udlandet. Den geografiske placering betyder, at landet er rigt på naturressurser i form af fisk, vand og varme. Den største primære sektor er fiskeriet, der også har afledt en betydelig forarbejdningsindustri. Eks-

¹ Loven om Norges Bank er ikke ændret siden da i modsætning til centralbanklovgivningen i en række andre lande. Generelt er centralbanker blevet mere uafhængige.

² Gjedrem (2003).

porten af fiskerirelaterede produkter udgjorde næsten 2/3 af vareeksporten i 2001.¹ Ydermere har vand- og varmeresurserne tiltrukket energikrævende fabrikker, især aluminiumsværker.

Fiskeriet er en vigtig kilde til indtjening, men også til stød til økonomien, da erhvervet fra år til år rammes af fluktuationer i afsætningspriser på verdensmarkedet eller i fiskebestand og dermed fangstkvoter.² Et fald i pris eller fangstmængde vil ramme sektorens indtjening. En svækkelse af den islandske krone – enten via en pengepolitisk bestemt devaluering eller en markedsbestemt svækkelse af en flydende kurs – kan på kort sigt modvirke faldet i indtjening³, og denne faktor har spillet en rolle både under fastkurspolitikken og ved skiftet i 2001 til at føre pengepolitik efter et inflationsmål med flydende valutakurs.

1974-2001: Varierende grader af fastkurspolitik

Inflationen var meget høj i Island i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, jf. figur 6, og i erkendelse af de negative virkninger af denne udvikling – på trods af udbredt brug af indeksering – blev inflationstakten bragt ned i to tempi: Først til et moderat niveau i løbet af 2. halvdel af 1980'erne og dernæst videre ned på niveau med resten af OECD i 1990'erne.⁴ Der blev igennem hele perioden formelt ført fastkurspolitik.⁵

Perioden frem til 1990: Hyppige devalueringer

Pengepolitikken før 1990 var kendetegnet ved en devalueringsbias, som indikeret i figur 6, der viser valutakursen mellem danske og islandske kroner. Den islandske krone blev devalueret 25 gange i perioden 1974-89, og derudover blev det i visse tilfælde accepteret, at den islandske krone mere gradvist blev svækket.⁶ Gylfason (2000) tilskriver bl.a. denne devalueringsbias, at pengepolitikken i høj grad tilgodeså fiskerierhvervet. I år med fald i pris eller fangstmængde blev den islandske krone devalueret, hvorimod den ikke blev revalueret, når det omvendte gjorde sig gældende. Tendensen til at devaluere kan også mere generelt tilskrives, at den økonomiske politik blev ført med henblik på at sikre fuld beskæftigelse.

¹ Seðlabanki (2002). I starten af 1960'erne var andelen over 90 pct. Som andel af den samlede eksport udgør fiskerirelaterede produkter p.t. 40 pct.

² Et andet eksempel på et stød til økonomien via fiskerisektoren er den gradvise udvidelse af sømilegrænsen gennem de sidste 50 år. Set over en årrække er stødene eller fluktuationerne, der vedrører fiskerisektoren, blevet relativt mindre for den islandske økonomi.

³ Forbedringen i konkurrenceevnen vil kun være midlertidig. På lidt længere sigt vil en svækkelse af valutaen føre til højere indenlandske priser. Ligeledes skaffer en svækkelse ikke flere fisk.

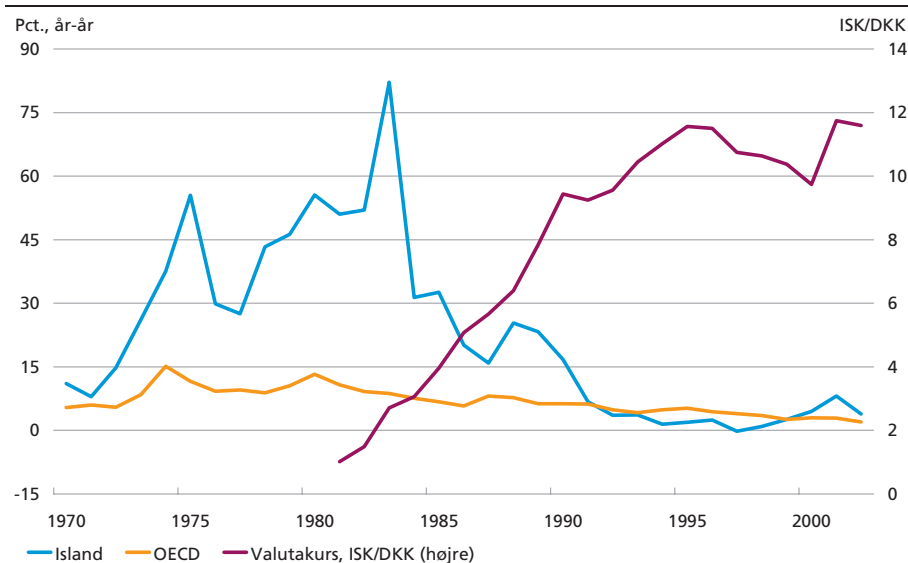
⁴ Se Andersen og Gudmundsson (1998) og Gudmundsson *et al* (2000) for detaljerede gennemgange af Islands transition fra høj- til lavinflationsland. Det historiske rids nedenfor trækker bl.a. på disse to artikler.

⁵ Der har primært været ført fastkurspolitik over for kurve af valutaer, men også over for dollar i visse perioder i 1970'erne. Kurvene er ofte blevet ændret.

⁶ Det afspejles også i IMF's vurdering af Islands pengepolitiske regime som *managed float*, se fx Gylfason (2000).

INFLATION I ISLAND OG OECD-OMRÅDET SAMT VALUTAKURS

Figur 6



Anm.: Årserier. Inflationen er målt som den årlige stigningstakt i forbrugsdeflatoren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* 73, april 2003, og Seðlabanki.

Den verdensomspændende reaktion på højinflationsperioden i 1970'erne var en uddelegering af pengepolitikken til uafhængige centralbanker med mandat til først og fremmest at opnå ét mål – prisstabilitet. Island fulgte kun delvist samme strategi. Fokus blev vendt mod at bringe inflationstakten ned, men Seðlabanki blev ikke uafhængig før i 2001.

I henhold til den daværende islandske centralbanklov skulle Seðlabanki understøtte regeringens økonomiske politik, hvilket blev tolket således, at renten ikke kunne ændres, hvis regeringen gjorde indsigelser mod det (Seðlabanki, 2003a). Seðlabanki var desuden forpligtet til at opnå flere mål. Først og fremmest skulle valutakursen holdes fast, men det skulle gøres således, at der blev opnået ekstern balance (betalingsbalancen), og så det sikrede en tilstrækkelig konkurrenceevne for de eksport- og importkonkurrerende erhverv. Disse mål var ikke nødvendigvis sammenfaldende.

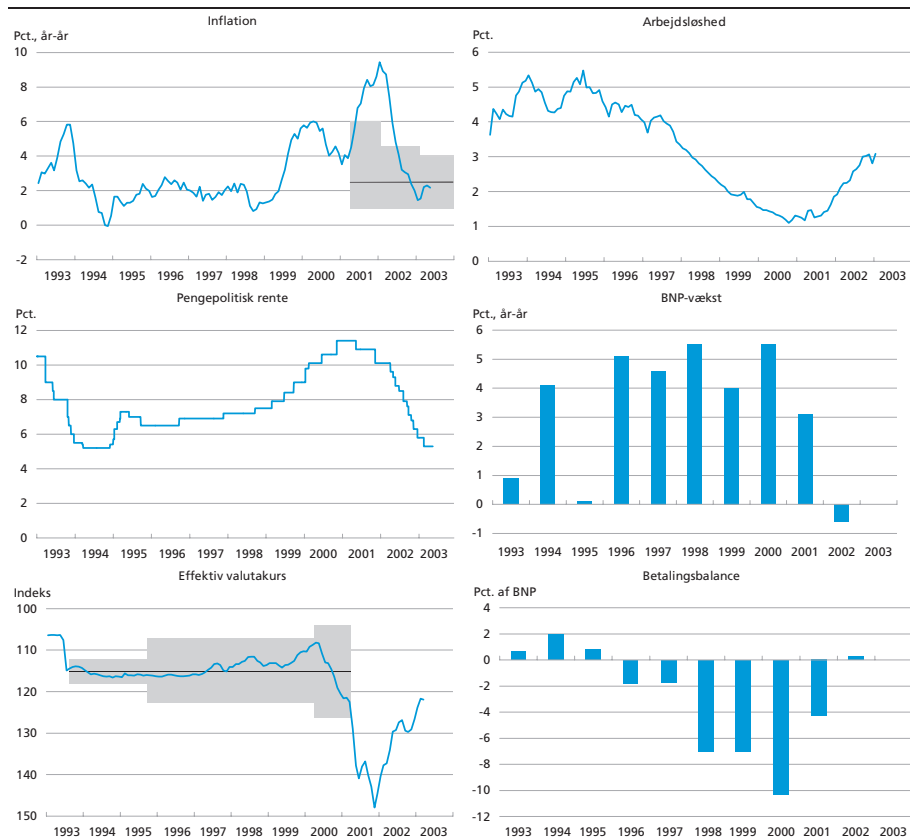
Fokus på at få bragt inflationen ned udmøntede sig i praksis i regeringsindgreb i løndannelsen og andre indkomstpolitiske tiltag i 1983. Resultatet blev en lavere inflationstakt, men på trods af en formel fastkurspolitik blev den islandske krone fortsat svækket, jf. figur 6.

1990'erne: Optakten til inflationsmålsætning

I 1990'erne blev inflationen bragt ned på niveau med OECD-gennemsnittet, og valutakursen blev i højere grad anvendt som et fast nominelt anker frem for som en tilpasningsmekanisme.

ØKONOMISKE NØGLEVARIABLER I ISLAND 1993-2003

Figur 7



Anm.: De gråskraverede områder indikerer udsvingsgrænserne for henholdsvis valutakursen (frem til marts 2001) og inflationen (fra marts 2001). De vandrette sorte streger angiver centralkursen for den effektive valutakurs (1993-2001) og inflationsmålet.

Kilde: EcoWin, OECD, *Economic Outlook* 73, april 2003, Seðlabanki og Statistics Iceland.

Perioden blev indledt med en overenskomst imellem arbejdsmarkedets parter, der kun gav små lønstigninger i forventning om en troværdig transition til lav inflation via et troværdigt valutakursanker. Der blev indført et fastkursregime over for en kurv af de vigtigste handelspartners valutaer. Omkring centralkursen var der defineret udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct.

Valutakursen blev dog alligevel devalueret to gange kort tid efter som en reaktion på uro i det Europæiske Monetære Samarbejde i 1992 og et fald i fiskekvoter i 1993. Fra 1993 var valutakursen forholdsvis stabil i en årrække, jf. figur 7. I 1995 blev udsvingsbåndene udvidet til ± 6 pct. som svar på liberaliseringer af kapitalbevægelserne, og i 2000 blev båndet yderligere udvidet til ± 9 pct., da den islandske krone blev kraftigt styrket.

Situationen frem mod 2000 illustrerer konflikten i pengepolitikken, hvis der forsøges at opnå to mål med kun ét instrument. Konflikten

imellem på den ene side at holde valutakursen fast og på den anden side at sikre betalingsbalanceligevægt blev bygget gradvist op igennem 1990'erne, hvor høje vækstrater igennem en periode betød en overophedning af økonomien, da finanspolitikken ikke i tilstrækkelig grad blev strammet, og bl.a. liberaliseringen af kapitalbevægelserne medførte en kraftig krediteksponering. Overophedningen resulterede i stigende inflation og et stort betalingsbalanceunderskud, der blev imødegået med pengepolitiske stramninger, men rentestigningerne tenderede til at styrke valutakursen.

Konflikten i pengepolitikken medførte en stigende utilfredshed med fastkurspolitikken (fx Seðlabanki, 1999; Petursson, 2000a) og overvejelser om den rette pengepolitik (Buiter, 2000; Gudmundsson *et al*, 2000; Gylfason, 2000; OECD, 1999; Petursson, 2000a; Stiglitz, 2001). På kort sigt blev man – som nævnt – nødt til at øge udsvingsgrænserne omkring centralkursen, men i 2000 blev den islandske krone betydeligt svækket bl.a. på baggrund af et fald i fiskekvoter¹, og i 2001 blev fastkursregimet forladt til fordel for en inflationsmålsætning.

2001-03: Inflationsmålsætning

Hvorfor en inflationsmålsætning?

På baggrund af den makroøkonomiske udvikling og konflikten imellem målsætningerne i pengepolitikken kan det ses som uundgåeligt, at fastkursregimet blev forladt. Samtidigt argumenterede bl.a. Gudmundsson *et al* (2000) og OECD (1999, 2001) i analyser for, at en inflationsmålsætning var det rette pengepolitiske regime for Island på det tidspunkt. I analyserne fremhæves det, at hyppige påvirkninger af økonomien igennem fiskerisektoren nødvendiggør, at valutakursen er fleksibel, for på den måde at afbøde stødene.^{2,3} Ligeledes viser analyserne, at stødene, der rammer Island, i mindre grad rammer andre valutaområder (fx Europa), og at konjunkturcyklerne i Island forløber næsten uafhængigt af konjunkturcyklerne andre steder. Endelig anføres det, at der tidligere ikke havde været noget realistisk alternativ til et fastkursregime, da de islandske kapitalmarkeder først i løbet af 1990'erne var tilstrækkeligt udviklet til, at man kunne føre pengepolitik fx efter et inflationsmål.⁴

¹ Da den islandske krone begyndte at blive svækket, tenderede Seðlabankis stramninger både mod at styrke valutakursen – alt andet lige – og modvirke overophedningen og dermed inflationspresset.

² Tilpasning af den reale valutakurs.

³ Udover en svækkelse af valutaen kan et fald i indtjeningen i et eksporterhverv også genoprettes, hvis reallønningerne tilpasser sig i sektoren. Island har i OECD-sammenhæng historisk haft en høj grad af reallønsfleksibilitet, men det har været i en periode med høj inflation. Det antages ofte, at den nominelle løn er rigid nedadtil, og hvis det er tilfældet, kan fald i reallønnen være svært at opnå ved lav inflation.

⁴ Fx den manglende tilstedeværelse af interbank penge- og valutamarkeder.

Den nye pengepolitiske ramme

Skiftet til en inflationsmålsætning skete den 28. marts 2001. Det blev annonceret dagen inden i en fælles erklæring fra regeringen og centralbanken (Seðlabanki, 2001) og lovfæstet i en ny centralbanklov i maj 2001.¹ Samtidigt med skiftet i målsætning blev Seðlabanki gjort uafhængig, således at centralbanken frit kan ændre rente med henblik på at nå inflationsmålet.²

Det primære mål er prisstabilitet. Pengepolitikken kan dog understøtte regeringens politik, men kun så længe det ikke strider mod det primære mål. Ønsket om prisstabilitet udmøntes i et inflationsmål som værende en årlig stigningstakt i forbrugerprisindekset på 2,5 pct. Overskrides udsvingsgrænser på $\pm 1,5$ pct., skal centralbanken skrive en rapport til regeringen, hvor der redegøres for overskridelsen. Rapporten offentliggøres. Da inflationen var stigende ved indførelsen af inflationsmålsætningen, blev den øvre udsvingsgrænse i 2001 og 2002 midlertidigt udvidet til henholdsvis 6 og 4,5 pct., jf. figur 7.

Foreløbige erfaringer

I løbet af de to første år med en inflationsmålsætning er væksten faldet, arbejdsløsheden steget og pengepolitikken lempet betydeligt, jf. figur 7. Samtidigt er betalingsbalanceunderskuddet på 10 pct. af BNP i 2000 afløst af balance i 2002.

Umiddelbart efter, at det faste valutakursregime blev forladt, blev den islandske krone kraftigt svækket. Det slog igennem på inflationen, der brød igennem den øvre grænse på 6 pct. allerede i juni 2001 og nåede et toppunkt over 9 pct. i starten af 2002. Medio 2002 var inflationen faldet til under 4,5 pct., og i november 2002 kom prisstigningstakten under målet for første gang og har siden befundet sig der. Det kraftige fald i inflationen skete samtidigt med en apreciering af valutakursen, der dog stadig er svækket i forhold til den tidligere centalkurs, jf. figur 7. I løbet af 2002-03 blev renten sat ned adskillige gange fra et niveau lige over 10 pct. til lige over 5 pct. i starten af maj 2003.

De store bevægelser i valutakurs og inflation afspejler bl.a. en tilpasning af ubalancerne, der blev opbygget igennem 1990'erne. Samspillet illustrerer også, at det er en udfordring for Seðlabanki at forudsige inflationen, da valutakursændringer har stor betydning for prisudviklingen. Valutakurser kan variere meget på både kort og mellemlang sigt. Variationer kan være drevet af underliggende økonomiske tendenser – fx som en reaktion på stød til økonomien – hvilket netop var et af argumenterne for skiftet til en flydende valutakurs i Islands tilfælde. Men

¹ Act on the Central Bank of Iceland, der kan læses på Seðlabankis hjemmeside: www.sedlabanki.is.

² Instrument-uafhængighed (se Petursson, 2000b).

variationer i valutakurser kan også være drevet af faktorer, der ikke relaterer sig til de fundamentale økonomiske forhold, såsom pludselige stemningsskift på valutamarkedene.

Med et inflationsmål skal centralbanken som udgangspunkt kun reagere indirekte på valutakursændringer i det omfang, at de påvirker inflationen. Med kun ét instrument til rådighed kan pengepolitikken ikke nå andre mål, så med det nuværende pengepolitiske regime må der forventes en højere grad af kortsigtsudsving i valutakursen. Tilsyneladende har de seneste par års udvikling i valutakursen skabt debat om pengepolitikens muligheder for at påvirke valutakursen under det nuværende regime (Gunnarsson, 2003).

Tendensen til at devaluere i 1970'erne og 1980'erne påvirkede troværdigheden af pengepolitikken, og med sin nyligt tildelte uafhængighed bliver det en væsentlig opgave for Seðlabanki fortsat at sikre troværdighed omkring inflationsmålet.¹

Udfordringer for den økonomiske politik fremover

Som følge af Islands størrelse og eksportspecialisering står den samlede økonomiske politik fortsat over for udfordringer. Stød til enkeltsektorer kan påvirke hele økonomien betydeligt, og variationer i få sektors indtjeningsforhold kan indvirke markant på den samlede udenrigshandel.

I de kommende år er der planlagt større investeringer i et nyt aluminiumsværk samt anlæg til udnyttelse af vandkraft i det østlige Island. Seðlabanki angiver i sin seneste *Monetary Bulletin* (Seðlabanki, 2003b), at investeringerne i de to anlæg alene beløber sig til knap 187 mia. islandske kroner i perioden 2003-08, eller mere end 20 pct. af et års BNP.² Til sammenligning beløb konstruktionen af Storebæltsbroen sig til ca. 2,5 pct. af et års BNP i Danmark. Aktivitetspåvirkningen bliver størst i 2005-06, hvor hovedparten af anlægsarbejdet skal ligge.³ Med en så stor påvirkning af den økonomiske aktivitet fra to projekter, stilles der store krav til den samlede stabiliseringspolitik, dvs. både penge- og finanspolitik. Seðlabanki vurderer, at inflationstakten vil nå 6-7 pct. i 2006, hvis den økonomiske politik ikke strammes.

Med store sektorer, der afhænger af naturressurser, står Island løbende over for udfordringer vedrørende erhvervsstruktur. For en given kapaci-

¹ IMF (2002) påpeger vigtigheden af, at centralbanken får lov at føre pengepolitik uden pres fra interessentgrupper. Det vil sige både formel og faktisk uafhængighed. Ligeledes påpeges det, at Seðlabanki bør afholde pengepolitiske møder efter en offentliggjort plan frem for den nuværende model, hvor møderne afholdes på bankens diskretion. Det vil ifølge OECD (2003) øge transparensen af det pengepolitiske regime.

² Faste 2002-priser.

³ Når projektet er færdigt, skønnes fiskeri og fiskerirelaterede produkters andel af vareeksporten at være faldet til under 50 pct., mens den aluminiumsrelaterede eksports andel forventes at stige fra 20 pct. i 2002 til 30 pct. i 2008.

tet vil en større økonomisk aktivitet i den primære sektor – alt andet lige – betyde en mindre økonomisk aktivitet i andre sektorer. Det kan have effekter for økonomiens langsigtede vækstrate (fx Gylfason, 2000; Herbertsson *et al*, 2000).

AFSLUTNING

Skiftet i Norge og Island til en inflationsmålsætning skete på baggrund af stigende problemer med den førte fastkurspolitik. En væsentlig årsag hertil var, at finanspolitikken ikke understøttede fastkurspolitikken.

Siden indførelsen af inflationsmålsætningen er det i begge lande lykkedes at bringe eller holde inflationen tæt på målet på 2,5 pct. Der er dog fortsat en række problemer med forståelsen af arbejdsdelingen i den økonomiske politik. Når økonomien befinder sig tæt på sin kapacitetsgrænse, vil en ekspansiv finanspolitik bidrage med et inflationært pres. Inflationsmålsætningen tilsiger i denne situation, at pengepolitikken skal være kontraktiv. Det vil tendere til at styrke valutakursen, hvilket skader konkurrenceevnen og dermed eksporterhvervene. I både Norge og Island har dette ført til kritik af centralbankerne. Det er dog helt centralt i forståelsen af arbejdsdelingen i den økonomiske politik at acceptere, at centralbanken med ét middel kun kan nå ét mål: Stabile priser. Det er således nødvendigt, at den øvrige økonomiske politik også er rettet mod en stabil udvikling i samfundsøkonomien.

LITTERATUR

Andersen, P.S., Gudmundsson, M., 1998. Inflation and disinflation in Iceland. Bank of International Settlements, *Working Paper*, No. 52.

BIS, 1997. Monetary Policy in the Nordic Countries: Experiences since 1992. Bank of International Settlements, *Policy Papers*, No. 2.

Bjørnstad, R., 2002. Økt bruk av oljepenger krever lønnsvekst om lag som i år! Økonomisk Forum, December.

Buiter, W.H., 2000. Is Iceland an optimal currency area? Central Bank of Iceland, *Working Papers*, No. 10.

Christiansen, A.B., Qvigstad, J.F., 1997. *Choosing a Monetary Policy Target*. Scandinavian University Press.

Danmarks Nationalbank, 2003. *Pengepolitik i Danmark 2. udgave*. (under udgivelse.)

Gjedrem, S., 1999. *Økonomiske Perspektiver. Årstalen 1999*.

Gjedrem, S., 2002. *Pengepolitikk i en oljeøkonomi*. Tale, Oslo, 21. august.

Gjedrem, S., 2003. *Økonomiske Perspektiver. Årstalen 2003*.

Gudmundsson, M., Petursson, T.G., Sighvatsson, A., 2000. Optimal exchange rate policy: the case of Iceland. Central Bank of Iceland, *Working Papers*, No. 8.

Gunnarsson, B.I., 2003. Address, Central Bank of Iceland, *Annual Meeting*, March 21, 2003.

Gylfason, T., 2000. Fix or flex? Alternative exchange rate regimes in an era of global capital mobility. University of Iceland, Institute of Economic Studies, *Working Paper Series*, 00:09.

Herbertsson, T.T., Skuladottir, M., Zoega, G., 2000. Three symptoms and a cure: a contribution to the economics of the Dutch disease. Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper*, No. 2364.

Holden, S., Reegård, S., Stølen, B.T., Steig, T., Haartveit, L.E., Torp, H., Skjæveland, Y., Søvik, Y., 2003. Konkurransesevne, lønnsdannelse og kronkurs. Finansdepartementet.

IMF, 2001. *IMF country report No. 01/82. Iceland: selected issues and statistical appendix.*

IMF, 2002. *IMF country report No. 02/130: Iceland.*

IMF, 2003. *Norway – staff report for the 2002 Article IV consultation.*

Norges Bank, 2002. *Inflationsrapport 3/2002*

Norges Bank, 2003. *Inflationsrapport 1/2003.*

OECD, 1999. *OECD Economic Surveys: Iceland.*

OECD, 2001. *OECD Economic Surveys: Iceland.*

OECD, 2002. *OECD Economic Surveys: Norway.*

OECD, 2003. *OECD Economic Surveys: Iceland.*

Off-shore Norway, 2001. *Annual report.* The Norwegian Petroleum Directorate.

Petursson, T.G., 2000a. Exchange rate or inflation targeting in monetary policy. Central Bank of Iceland, *Monetary Bulletin* 2000/1, side 36-45.

Petursson, T.G., 2000b. New focuses in central banking: increased independence, transparency and accountability. Central Bank of Iceland, *Monetary Bulletin* 2000/4, side 49-62.

Seðlabanki Íslands, 1999. Introduction. *Monetary Bulletin* 1999/1, side 1-3.

Seðlabanki Íslands, 2001. Declaration on inflation target and a change in the exchange rate policy. *Monetary Bulletin* 2001/2, side 46-47.

Seðlabanki Íslands, 2002. *The Economy of Iceland.*

Seðlabanki Íslands, 2003a. *Central Bank of Iceland: History.*

Seðlabanki Íslands, 2003b. Appendix: Evaluation of the macroeconomic impact of the planned aluminium and power plant investments and possible economic policy responses to them. Central Bank of Iceland, *Monetary Bulletin* 2003/1, side 30-43.

Soikkeli, J., 2002. The Inflation Targeting Framework in Norway. IMF *Working Paper*, 02/184.

Stiglitz, J.E., 2001. Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland. Central Bank of Iceland, *Working Papers*, No. 15.

Storgaard, P.E., 2002. Valutakursregimer og gennemsigthed. Danmarks Nationalbank, *kvartalsoversigt*, 3. kvartal, side 57-67.

Svensson, L.E.O., Houg, K., Solheim, H.O.Aa., Steigum, E., 2002. An Independent Review of Monetary Policy in Norway. Centre for Monetary Economics, *Norges Bank Watch*.

Åkerholm, J., Giovannini, A., 1994. *Exchange Rate Policies in the Nordic Countries*. Centre for Economic Policy Research.

Stabilitets- og vækstpagten – status 2003

Niels Bartholdy og Lars Falkenberg, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Hensigten med at indgå stabilitets- og vækstpagten i 1997 var først og fremmest at sikre, at den markante finanspolitiske konsolidering, som fandt sted op til overgangen til euro i 1999, blev fastholdt også efter overgangen til den fælles valuta. Et centralt element i pagten er den fælles målsætning om, at alle EU-landene skal tilstræbe et offentligt budget, som er tæt på balance eller i overskud, når man korrigerer for konjunkturudsving. Herved vil landene kunne klare en normal vækstdgang uden at komme i konflikt med traktatens grænse for offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP.

De fleste EU-lande har siden pagten trådte i kraft fulgt denne målsætning og gradvist tilpasset deres budgetbalance til pagtens krav. Nogle lande benyttede imidlertid ikke den gunstige konjunktursituation frem til midten af 2001 til en tilstrækkelige konsolidering af de offentlige finanser. Det gælder især Tyskland, Frankrig og Portugal. I løbet af 2002 og begyndelsen af 2003 blev det klart, at disse 3 lande overskred 3 pct. grænsen, for Portugals vedkommende i 2001 og for Tyskland og Frankrig i 2002.

Overskridelserne kom til at præge drøftelserne om stabilitets- og vækstpagten, dels i forbindelse med Kommissionens udspil i efteråret 2002 om en tilpasning af den praktiske tolkning af pagten, dels i forbindelse med gennemgangen af EU-landenes stabilitets- og konvergensprogrammer i begyndelsen af 2003.

Denne artikel ser først på den seneste udvikling i tolkningen af pagtens regelsæt og dernæst på resultatet af gennemgangen af landenes programmer. Til sidst gennemgås den procedure, som er i gang fordi Tyskland, Frankrig og Portugal har overskredet grænsen for offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP.

PAGTENS REGELSÆT: SENESTE UDVIKLING

Den centrale forpligtelse i stabilitets- og vækstpagten¹ er, at alle EU-landene skal tilstræbe, at det offentlige budget på mellemlangt sigt er tæt på balance eller i overskud. Den mere præcise tolkning af denne bestemmelse har undergået en udvikling i pagtens første 4 år.

EU-landene er som følge af pagten forpligtet til hvert år at udarbejde stabilitetsprogrammer (for eurolandene) eller konvergensprogrammer (for EU-landene uden for eurosamarbejdet). I programmerne skal EU-landene fremlægge deres offentlige budgetplaner for de kommende minimum 3 år. Hvis de ikke allerede er "tæt på balance eller i overskud" skal programmet vise, hvordan landet vil bringe budgetunderskuddet "tæt på balance" inden for programmets tidshorisont. Programmerne analyseres af Kommissionen, som udarbejder en henstilling til Rådet af Økonomi- og Finansministre om, hvorvidt de finder, at det pågældende land lever op til stabilitets- og vækstpagtens krav. Rådet vedtager herefter en udtalelse med en vurdering af hvert lands program². Som en væsentlig del af denne udtalelse tages der stilling til, om landet lever op til pagtens bestemmelser. Ud over verbal kritik er der ikke knyttet sanktioner til en overtrædelse af pagten, så længe underskuddet forbliver under 3 pct. af BNP, jf. afsnittet nedenfor om traktatens procedure for uforholdsmæssigt store budgetunderskud.

I pagtens første år indgik EU-Kommissionens beregning af såkaldte "benchmarks" for landenes budgetunderskud, korrigeret for konjunkturbestemte udsving, centralt i denne vurdering³. Benchmarken kan fortolkes som minimumsværdien for den cyklisk korrigerede saldo, der sikrer, at EU-traktatens krav om et budgetunderskud på maksimalt 3 pct. af BNP overholdes under en for landet "normal" lavkonjunktur. Befinder et lands cyklisk korrigerede budgetsaldo sig på den rigtige side af EU-Kommissionens benchmark kan regeringen lade de automatiske stabilisatorer virke frit. Vurderingen af, om et land "overholder" pagten bliver dermed et spørgsmål om, hvorvidt den cyklisk korrigerede budgetsaldo befinder sig under eller over landets benchmark eller alternativt, om der fremlægges en klar plan for, hvordan underskuddet bringes ned under benchmarken.

¹ Stabilitets- og vækstpagten består formelt af en topmøderesolution og 2 rådsforordninger, jf. EF-tidende C236, 2. august 1997 og EF-tidende L209, 2. august 1997. Pagten trådte i kraft pr. 1. januar 1999.

² Kommissionen har i 2003 oprettet en særskilt hjemmeside vedrørende stabilitets- og vækstpagten, hvor de bl.a. har samlet alle Kommissionens vurderinger og Rådets udtalelser efter gennemgangen af stabilitets- og konvergensprogrammerne i begyndelsen af 2003. Se http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/

³ Vedrørende brugen af benchmarks, se også Tina Winther Frandsen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpagten – status 2002, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002. Vedrørende problemstillingen om beregning af cyklisk korrigerede budgettal, se Allan Bødskov Andersen, Cyklisk korrigerede offentlige budgetbalancer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

I de senere år er brugen af disse benchmarks trådt mere i baggrunden. I stedet anvender Kommissionen nu den mere enkle retningslinje, at "tæt på balance" bør opfattes som en cyklisk korrigeret budgetsaldo på mindst nul, idet der dog tillades en usikkerhedsmargin på 0,5 pct. af BNP¹.

I løbet af 2002 blev det stadig mere klart, at den vækstafmatning, som satte ind i 2001, ikke ville blive afløst af et opsving i 2002. Hermed var det også klart, at en række lande ikke ville blive i stand til at leve op til de målsætninger for den offentlige budgetudvikling, som de havde fremlagt i deres programmer i begyndelsen af 2002. Det gjaldt ikke mindst Tyskland, som havde forpligtet sig til at nå målsætningen om "tæt på balance" i 2004. Dette fik debatten om det hensigtsmæssige i stabilitets- og vækstpagten til at tage til. For i henhold til pagten skulle Tyskland, uanset vækstafmatningen, stramme de offentlige finanser for at tilnærme sig målet om tæt på balance. Efterhånden blev det tilmed klart, at Tyskland ikke engang ville være i stand til at holde budgetunderskuddet under 3 pct. af BNP i 2002.

EU-Kommissionens formand, Romano Prodi, leverede et opsigtsvækkende bidrag til denne debat, da han i et interview med den franske avis *Le Monde* 17. oktober betegnede pagten som "dum" ("stupide"). Prodi betonedes dog, at han fandt pagten nødvendig, men der var behov for lidt mere fleksibilitet i tolkningen af reglerne.

I november fremlagde Kommissionen en meddelelse med forslag til en række justeringer af pagtens principper². Det viste sig, at den øgede fleksibilitet, som Kommissionen havde i tankerne, primært rettede sig mod lande, som allerede i udgangspunktet overholdt kravet om "tæt på balance eller i overskud" og havde en forholdsvis lav offentlig gæld. For disse lande fandt Kommissionen, at der skulle gives et vist manøvrerum til at øge budgetunderskuddet en smule, fx i forbindelse med struktur-reformer, i form af en tilladt midlertidig afvigelse fra "tæt på balance". For lande, der som Tyskland lå langt fra "tæt på balance eller overskud", foreslog Kommissionen, at man fastholdt kravet om en konsolidering, men som generelt princip begrænsede kravet til, at det cyklisk korrigerede budgetunderskud for disse lande skulle nedbringes med mindst 0,5 pct. af BNP pr. år indtil man nåede tæt på balance eller i overskud. Dette sidste punkt lå i forlængelse af en aftale, som var vedtaget i eurogruppen (eurolandenes økonomi- og finansministre) i oktober.

¹ Public Finances in EMU – 2001, European Economy, Reports and Studies, No. 3 2001. For lande med høj konjunkturfølsomhed for det offentlige budget (Danmark, Finland, Holland, Luxembourg og Sverige) finder Kommissionen, at der som minimum bør kræves et lille overskud for den cyklisk justerede budgetsaldo på 1 pct. af BNP, med en tilladt usikkerhedsmargin på 0,5 pct. af BNP.

² Communication from the Commission to The Council and The European Parliament, Strengthening the co-ordination of budgetary policies. COM(2002) 668 af 27. november 2002.

Kommissionens udspil førte til en vedtagelse i Rådet af Økonomi- og Finansministre 7. marts 2003 af en "Rapport om bedre samordning af finanspolitikken", hvor man gengiver eurogruppens enighed om en årlig stramning på 0,5 pct. af BNP for problemlandene. Til gengæld er man mere vag med hensyn til at tillade midlertidige afvigelser fra "tæt på balance". Rådet nøjes med at konstatere, at man i vurderingen af, om et land overholder pagten, skal lægge vægt på landespecifikke omstændigheder, herunder bl.a. de offentlige finansers holdbarhed på længere sigt. Heri ligger implicit en mulighed for at tage et vist hensyn til landenes offentlige gæld.

Det er vigtigt at understrege, at der på intet tidspunkt i forløbet frem mod vedtagelsen af Ecofin-Rådets rapport i marts 2003 var forslag på bordet om at lempe på traktatens 3 pct. regel.

Konklusionen på debatten i 2002 og begyndelsen af 2003 blev dermed en ret beskeden justering af pagtens praktiske tolkning. Det væsentligste punkt var, at for eurolande, som befinder sig i uføret og er langt fra balance, vil det grundlæggende krav være en årlig forbedring af budgetunderskuddet (cyklisk korrigeret) på 0,5 pct. af BNP. Dette krav kom også til at indgå i Ecofins udtalelser om nogle af landenes stabilitetsprogrammer, jf. nedenfor.

STATUS I FORÅRET 2003

Væksten i EU-landene i 2002 blev markant lavere end forventet, da landenes stabilitets- og konvergensprogrammer blev gennemgået i begyndelsen af 2002. Væksten i BNP blev for EU-landene tilsammen kun på 1,1 pct. i 2002, hvor der i begyndelsen af året var forventet det dobbelte.

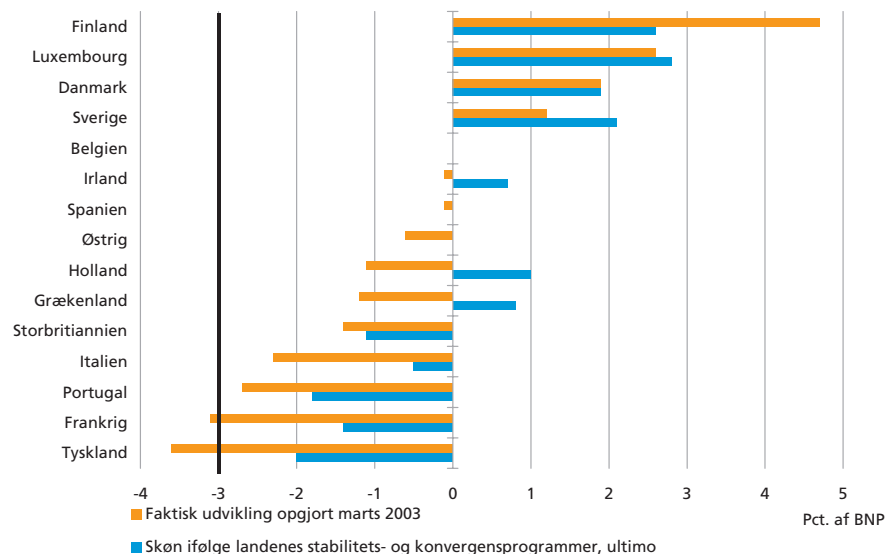
Den uventet lavere vækst i 2002 medførte for stort set alle EU-landene en klar budgetforværring i forhold til det, der var ventet ved årets begyndelse, jf. figur 1.

Den lavere vækst er imidlertid ikke hele forklaringen på budgetforværringen i flere af landene. I figur 2 er den faktiske forværring af budgettet i 2002 i forhold til fremskrivningen i landenes programmer i begyndelsen af året sammenlignet med, hvor stor en forværring den lavere vækst isoleret set skulle medføre, illustreret ved en simpel beregning baseret på data fra EU-Kommissionen. Figuren viser, at budgetforværringen er markant større (over 1 pct. af BNP), end væksttilbageslaget kan forklare i Frankrig, Grækenland, Italien og Tyskland. For Frankrig og Tyskland blev konsekvensen af det øgede budgetunderskud som nævnt, at de kom over grænsen for offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP.

Bl.a. som følge af de tekniske problemer med at beregne cyklisk korrigerede budgetunderskud indgår fremskrivningerne af de faktiske

OFFENTLIGE BUDGETTER 2002 I EU

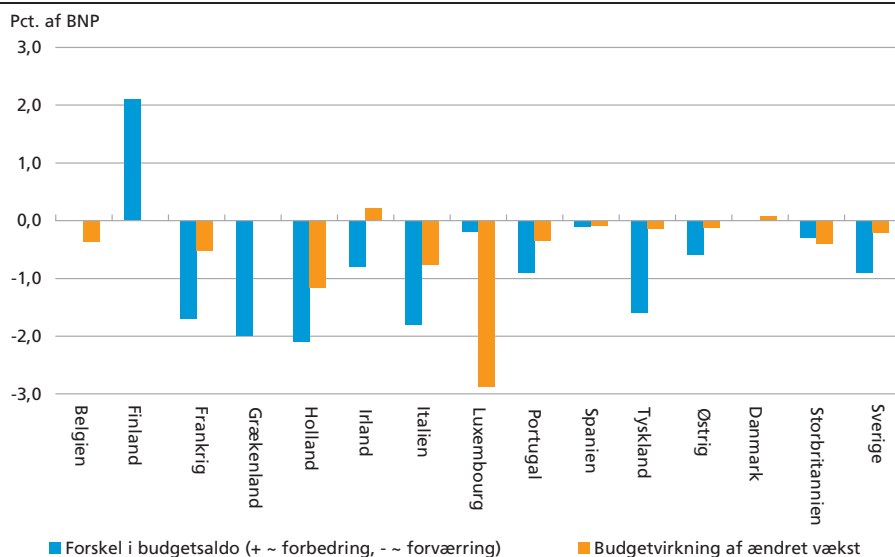
Figur 1



Kilde: Eurostat og landenes 3. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne. For Belgien er tallet i begge opgørelser 0.

FORSKEL I BUDGETSALDO OG BUDGETVIRKNING AF ÆNDRET VÆKST, 2002

Figur 2



Anm.: Forskelle i budgetsaldo er beregnet som forskellen mellem fremskrivningen af den offentlige budgetsaldo i 2002 i forrige program og den faktiske budgetsaldo for 2002. Budgetvirkningen er beregnet som forskellen i fremskrivningen af væksten i 2002 i det nuværende program og det forrige program multipliceret med budgetsaldens konjunkturfølsomhed.

Kilde: EU-Kommissionen, landenes 3. og 4. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne samt egne beregninger.

(nominelle) budgetunderskud i procent af BNP fortsat i bedømmelsen af landenes stabilitets- og konvergensprogrammer. Landene skal i deres programmer fremlægge en fremskrivning af den offentlige budgetsaldo for programperioden samt de forudsætninger om bl.a. væksten, som fremskrivningen er baseret på.

Som figur 2 illustrerer, er disse fremskrivninger meget usikre, fordi vækstforudsætningerne hurtigt forældes. Allerede nu er det overvejen- de sandsynligt, at skønnene for budgetunderskud i 2003, jf. tabel 1, er baseret på forventninger til væksten i 2003, som ikke vil holde. Gennem- snittet af den forventede vækst i euroområdet i henhold til landenes programmer er på 2,1 pct. I kommissionens forårsprognose, som blev fremlagt i april 2003, er vækstsønnet for euroområdet i 2003 sat til 1,0 pct. Meget tyder derfor på, at der ligesom i 2002 bliver tale om væsent- ligt større faktiske budgetunderskud (eller – for nogle lande – mindre overskud) i 2003 end forudset i programmerne.

Tyskland og Frankrig vil derfor efter alt at dømme også i 2003 over- skride traktatens grænse for offentlige budgetunderskud. For begge lande er der allerede, som følge af deres underskud i 2002, iværksat en procedure om uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Denne proce- dure, som beskrives i traktaten og er præciseret i stabilitets- og vækst-

OFFENTLIGE BUDGETTER I EU-LANDENE

Tabel 1

Pct. af BNP	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Eurolandene</i>								
Belgien.....	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,3	0,5	-
Finland.....	2,0	6,9	5,1	4,7	2,7	2,1	2,6	2,8
Frankrig.....	-1,8	-1,4	-1,5	-3,1	-2,6	-2,1	-1,6	-1,0
Grækenland.....	-1,8	-1,9	-1,4	-1,2	-0,9	-0,4	0,2	0,6
Holland.....	0,7	2,2	0,1	-1,1	-1,0	-0,7	-0,4	0,1
Irland.....	2,3	4,3	1,1	-0,1	-0,7	-1,2	-1,2	-
Italien.....	-1,7	-0,6	-2,6	-2,3	-1,5	-0,6	-0,2	0,1
Luxembourg.....	3,5	6,1	6,4	2,6	-0,3	-0,7	-0,1	-
Portugal.....	-2,8	-2,8	-4,2	-2,7	-2,4	-1,9	-1,1	-0,5
Spanien.....	-1,2	-0,8	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Tyskland.....	-1,5	1,1	-2,8	-3,6	-2,75	-1,5	-1,0	0,0
Østrig.....	-2,3	-1,5	0,3	-0,6	-1,3	-0,7	-1,5	-1,1
Euro 12.....	-1,3	0,1	-1,6	-2,2	-1,8	-1,1	-0,7	
<i>Udelandene</i>								
Danmark.....	3,3	2,6	3,1	1,9	1,7 ¹	2,2 ¹	2,4	2,2
Storbritannien ²	1,1	3,9	0,8	-1,4	-2,2	-1,7	-1,6	-
Sverige.....	1,5	3,4	4,5	1,2	1,5	1,6	2,0	-
EU-15.....	-0,7	0,9	-0,9	-1,9	-1,7	-1,0	-0,7	-

Kilde: 4. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne (tallene for 1999-2002 er endelige tal fra Eurostat) samt EU-Kommissionen.

¹ I henhold til et revideret nyt kortsigts skøn over årene 2002-04 offentliggjort december 2002.

² Baseret på tallene for finansårene fra 1999-2000 til 2005-06.

CYKLISK KORRIGERET SALDO OG EU-KOMMISSIONENS BENCHMARK							Tabel 2
Pct. af BNP	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Benchmark ¹
<i>Eurolandene</i>							
Belgien	0,1	0,5	0,6	0,8	0,8	-	-0,7
Finland.....	3,7	3,5	2,5	2,0	2,6	2,9	0,8
Frankrig.....	-1,5 ²	-2,1	-1,9	-1,4	-0,9	-0,5	-1,7
Grækenland	-2,1	-1,5	-1,6	-0,8	0,0	0,0	-1,7
Holland.....	-	-	-	-	-	-	-0,7
Irland	0,1	-1,0	-0,4	-0,2	0,1	-	-1,3
Italien	-2,1	-1,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	-1,5
Luxembourg.....	4,4	0,1	1,8	2,7	4,3	-	0,1
Portugal.....	-2,5	-2,8	-1,8	-1,3	-0,7	-0,3	-1,2
Spanien.....	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,3	-1,5
Tyskland	-2,75	-3,0	-2,0	-1,0	-1,0	-0,5	-1,6
Østrig.....	0,0 ²	-0,4	-0,9	-0,4	-1,3	-1,1	-2,1
<i>Udelandene</i>							
Danmark.....	2,7	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	-0,3
Storbritannien.....	-0,2	-1,2	-1,5	-1,3	-1,5	-1,6	-1,2
Sverige.....	5,3	2,3	1,9	1,7	-	-	-0,8

Kilde: Landenes 4. udgave af stabilitets- og konvergensprogrammerne.

¹ Benchmarken for de enkelte EU-lande beregnes ud fra det største sandsynlige output gab i landet under et normalt konjunkturudsving samt konjunkturfølsomheden på den offentlige saldo, jf. EU-Kommissionens rapport *Public Finances in EMU 2002*.

² Tallene er fra landenes 3. udgave af stabilitets- og konvergensprogrammerne.

pagten, indledes, når det konstateres, at et land har overskredet grænsen for offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP. Det er denne procedure, som i sidste ende kan føre til sanktioner mod et medlemsland. Anvendelsen af proceduren i 2002 og 2003 på Portugal, Tyskland og Frankrig er beskrevet nærmere i næste afsnit.

Fremskrivningerne i stabilitets- og konvergensprogrammerne af de cyklisk korrigerede budgetunderskud fremgår af tabel 2.

Det fremgår, at alle eurolandene, på nær Frankrig (i 2003) og Østrig overholder den nye vedtagelse fra eurogruppen om, at det cyklisk korrigerede underskud for eurolandene skal reduceres med mindst 0,5 pct. af BNP om året, indtil landet er "tæt på balance". Tyskland mindsker ganske vist ikke underskuddet i 2005, men til gengæld er reduktionen i de to foregående år på 1 pct. af BNP om året.

Østrig har et særpræget forløb for den cyklisk korrigerede budgetsaldo, som i udgangspunktet er "tæt på balance", men hvor underskuddet så øges, først i 2003, og dernæst markant i 2005 på grund af en skattereform. Ecofin-Rådet konkluderer i sin udtalelse 13. maj 2003, at Østrig hermed kun delvist lever op til stabilitets- og vækstpagtens forpligtelser.

For *Frankrigs* vedkommende er den manglende politiske vilje til at stramme budgettet tilstrækkeligt i 2003 baggrunden for, at Frankrig som eneste land ikke bakkede op om eurogruppens beslutning i oktober 2002 om allerede fra 2003 at mindske det underliggende budgetunderskud med 0,5 pct. af BNP om året for lande, der ikke var "tæt på balan-

ce". I Ecofin-Rådets udtalelse om det franske stabilitetsprogram (januar 2003) konstateredes det, at budgetforværringen i 2002 især kan tilskrives manglende udgiftsstyring. Og det kritiseres skarpt, at den franske regering agter at nedsætte skatterne i 2003 uden kompenserende beskæringer af udgifterne, hvilket netop er årsagen til, at Frankrig ikke mener sig i stand til at mindske det cyklisk korrigerede budgetunderskud med 0,5 pct. i dette år. Rådets udtalelse blev vedtaget, før det stod klart, at Frankrigs budgetunderskud oversteg 3 pct. af BNP.

Storbritannien lever ikke op til eurogruppens "0,5 pct. beslutning" og henviser i øvrigt til, at de kun afviger fra "tæt på balance" som følge af en forøgelse af de offentlige investeringer. Ecofin-Rådet er da også forholdsvis afdæmpet i sin kritik (udtalelse af 18. februar 2003), idet man anerkender, at Storbritannien har en forholdsvis beskeden offentlig gæld på 39 pct. af BNP. Kritikken fokuserer navnlig på det relativt store planlagte nominelle budgetunderskud på 2,2 pct. af BNP i 2003. Herudover nøjes Rådet med en blød formulering om, at Storbritannien anbefales at tilstræbe en nedbringelse af budgetunderskuddet til "tæt på balance". Denne bløde kritik af Storbritannien må ses i sammenhæng med betoningen i Ecofin-Rådets rapport fra marts 2003 af, at der i vurderingen af stabilitets- og konvergensprogrammerne skal tages mere hensyn til landespecifikke omstændigheder. Storbritannien kan med sin lave offentlig gæld tillade sig lidt mere afvigelse fra "tæt på balance", da afvigelsen skyldes øgede offentlige investeringer.

For *Tyskland* anerkender Ecofin-Rådet (udtalelse af 21. januar 2003) landets målsætning om at nedbringe det cyklisk korrigerede underskud med 0,5 pct. af BNP om året (undtagen 2005 jf. ovenfor) og nå "tæt på balance" i 2006 i form af nominel balance og et cyklisk korrigeret budgetunderskud på 0,5 pct. af BNP. Samtidig henvises naturligvis til den alvorlige budgetforværring i 2002, som indebærer at der nu kører en "procedure om uforholdsmæssigt store budgetunderskud" mod Tyskland.

Portugal får også anerkendelse for sin indsats med at få det faktiske budgetunderskud under 3 pct. af BNP i 2002 og fremadrettet overholde "0,5 pct. reglen" med udsigt til at nå "tæt på balance" i 2005-06. Der udtrykkes dog nogen bekymring for, om den portugisiske regering vil være i stand til at gennemføre de drastiske indgreb, som skal til for at opfylde målsætningen, ikke mindst i lyset af at en stor del af budgetforbedringen i 2002 skyldtes engangstiltag.

Trods de på papiret pæne tal for det cyklisk korrigerede budgetunderskud i de kommende år, er Ecofin-Rådets udtalelse om *Italien* ganske kritisk. Det skyldes især, at budgetforbedringen i 2003 i udpræget grad afhænger af engangstiltag, som skal afløses af mere varige strukturelle budgetforbedringer, hvis budgettet vedvarende skal bringes "tæt på

OFFENTLIG GÆLD I EU-LANDENE								Tabel 3
Pct. af BNP	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Eurolandene, ifølge Eurostat og landenes stabilitetsprogrammer</i>								
Belgien	114,9	109,6	108,5	105,4	102,3	97,9	93,6	-
Finland	47,0	44,5	43,8	42,7	41,9	41,9	41,4	40,7
Frankrig	58,5	57,2	56,8	59,1	59,1	58,5 ¹	57,3 ¹	55,4 ¹
Grækenland	105,1	106,2	107,0	104,9	100,2	96,1	92,1	87,9
Holland	63,1	55,8	52,8	52,6	51,2	49,0	47,4	45,3
Irland	49,3	39,3	36,8	34,0	34,0	34,5	34,9	-
Italien	114,9	110,6	109,5	106,7	105,0	100,4	98,4	96,4
Luxembourg	6,0	5,6	5,6	5,7	4,1	3,8	2,9	-
Portugal	54,3	53,3	55,6	58,0	58,7	57,5	55,3	52,7
Spanien	63,1	60,5	56,9	54,0	53,1	51,0	49,0	46,9
Tyskland	61,2	60,2	59,5	60,8	61,5	60,5	59,5	57,5
Østrig	67,5	66,8	67,3	67,9	67,0	65,1	63,8	62,1
Euro 12	72,1	69,6	69,2	69,1	68,7	66,8	65,4	-
<i>Udelandene, ifølge Eurostat og landenes konvergensprogrammer</i>								
Danmark	53,0	47,4	45,4	45,2	42,1	39,2	36,7	-
Storbritannien ²	45,1	42,1	39,0	38,6	38,8	38,9	38,9	-
Sverige	62,7	52,8	54,4	52,4	50,9	49,3	48,0	-
EU-15	67,8	63,9	63,0	62,5	62,1	60,6	59,5	-

Kilde: 4. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne (november 2002 – marts 2003) samt EU-Kommissionen. Tallene fra 1999 til 2002 er fra Eurostat.

¹ Tal for det favorable scenario. De tilsvarende tal for det forsigtige scenario er henholdsvis 58,9, 58,3 og 57,0.

² Baseret på tal for finansårene fra 1999-2000 til 2006-07.

balance". Den kritiske tone over for Italien skal også ses i sammenhæng med Italiens meget store offentlige gæld, jf. tabel 3.

I henhold til traktaten skal den offentlige gæld være under 60 pct. af BNP eller mindskes med "tilfredsstillende hastighed". Hvis et land ikke opfylder dette krav, vil der kunne indledes en "procedure om uforholdsmæssigt store budgetunderskud" mod landet nøjagtig som ved en overskridelse af 3 pct. grænsen for underskuddet. Der har imidlertid ikke hidtil været fokuseret så meget på gælden, bl.a. fordi det følger implicit af en overholdelse af stabilitets- og vækstpagtens regel om "tæt på balance eller overskud", at gælden målt i forhold til BNP vil aftage. Gælden indgår derfor heller ikke som en selvstændig faktor i stabilitets- og vækstpagten. Ecofin-Rådets rapport fra marts 2003, jf. ovenfor, kan ses som et udtryk for, at gældens størrelse og udvikling vil indgå med større vægt fremover, som det også fremgår af Ecofin-udtalelserne om Storbritannien og Italien.

IVÆRKSÆTTELSE AF PROCEDUREN OM UFORHOLDSMÆSSIGT STORE BUDGETUNDERSKUD

Portugal blev det første land, der efter overgangen til euro, overskred traktatens grænse for budgetunderskud på 3 pct. af BNP. En fornyet

FRA HENSTILLING TIL SANKTIONER I BUDGETUNDERSKUDSPROCEDUREN	Boks
Fremgangsmåden i proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud er beskrevet i traktaten (artikel 104) og uddybet og præciseret i stabilitets- og vækstpagten. Forløbet er som følger: • Når der konstateres en overtrædelse af 3 pct. grænsen for offentlige budgetunderskud, igangsættes proceduren ved, at Kommissionen udarbejder en rapport om situationen. Senest 3 måneder efter, at underskuddet er konstateret, skal Ecofin-Rådet vedtage en henstilling til landet, som skal gives en frist på højst 4 måneder til at træffe virkningsfulde foranstaltninger. Desuden skal der fastsættes en deadline for, hvornår underskuddet skal være bragt ned under 3 pct. grænsen, normalt senest et år efter, at underskuddet er konstateret. • Hvis Ecofin-Rådet efter ovennævnte frist på højst 4 måneder konstaterer, at der ikke er truffet effektive foranstaltninger for at nedbringe underskuddet, skal rådet pålægge landet inden for en given tidsfrist at gennemføre en række tiltag, som rådet finder nødvendige for at løse budgetproblemet. Hvis landet ikke gennemfører disse tiltag, skal rådet senest to måneder senere træffe beslutning om at pålægge landet sanktioner. Sanktionerne skal i henhold til stabilitets- og vækstpagten altid omfatte en første deponering af 0,2 pct. af landets BNP samt et tillæg, som afhænger af, hvor meget underskuddet afviger fra 3 pct. grænsen. I følgende år kan træffes beslutning om yderligere deponering, hvis størrelse afhænger af, hvor meget underskuddet afviger fra 3 pct. grænsen. Deponeringen kan højst udgøre 0,5 pct. af BNP pr. år. Hvis underskuddet ikke korrigeres, kan deponeringen efter 2 år eventuelt konverteres til en bod.	

gennemgang af de offentlige finanser, som blev påbegyndt efter regeringsskiftet i marts 2002, viste, at underskuddet i 2001 var 4,1 pct. af BNP. Kommissionen iværksatte derfor i september 2002 proceduren om uforholdsmæssigt store underskud, hvilket førte til en beslutning i Ecofin-Rådet i november med en henstilling til Portugal om at bringe situationen med det uforholdsmæssigt store underskud til ophør. Allerede tidligt i 2003 kunne det imidlertid bekræftes, at Portugals bestræbelser på at komme under 3 pct. grænsen havde båret frugt, idet underskuddet i 2002 udgjorde 2,7 pct. af BNP.

For Tysklands vedkommende forventede EU-Kommissionen i sin efterårsprognose i 2002 et underskud på 3,8 pct. af BNP i 2002 og 3,1 pct. i 2003, hvorfor EU-Kommissionen i november iværksatte proceduren om uforholdsmæssigt store underskud for Tyskland, og i januar 2003 vedtog Ecofin-Rådet en henstilling til Tyskland om "at træffe virkningsfulde foranstaltninger".

For Frankrigs vedkommende blev Ecofin-Rådet i januar 2003, sideløbende med behandlingen af Frankrigs stabilitetsprogram, enige om at tildele Frankrig en såkaldt "tidlig advarsel", idet man vurderede, at der, i lyset af

vækstudsigterne, var overhængende risiko for, at Frankrig ville overskride 3 pct. grænsen i 2003. Advarslen skulle hurtigt vise sig at være mere "for sent på den" end "tidlig", idet de endelige tal for offentlige budgetter i 2002 viste, at Frankrig allerede i 2002 var kommet over 3 pct. grænsen. Kommissionen iværksatte derfor i begyndelsen af april 2003 proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud mod Frankrig.

Som det fremgår af boksen, er det først og fremmest det pågældende lands reaktion på rådets henstilling, som er afgørende for, om man går videre på vejen mod sanktioner. For Tyskland må det formodes, at de forpligtelser, som ligger i deres stabilitetsprogram fra december i realiteten vil være tilstrækkelige til at blive betragtet som effektive foranstaltninger.

For Frankrigs vedkommende vil der inden for de kommende par måneder skulle vedtages en henstilling fra Ecofin-Rådet, og Frankrigs reaktion på denne henstilling vil blive afgørende for, om der er grundlag for at gå videre i proceduren.

AFSLUTNING

Vækstafmatningen i 2002 og de store budgetproblemer, som Tyskland og Frankrig nu står i, tjener i virkeligheden som en udmærket illustration af meningen med stabilitets- og vækstpagten. For hvis disse lande havde overholdt pagtens målsætning og tilpasset sig til "tæt på balance" i årene 1999-2001, hvor væksten var mere gunstig, havde de ikke haft problemer med 3 pct. grænsen i dag. Samtidig er det klart, at det vil være afgørende for pagtens fortsatte troværdighed og nytte, at de største økonomier fremover følger pagtens spilleregler. Her vil især det næste økonomiske opsving vise, om det er tilfældet. De pågældende landes regeringer skal sørge for at udnytte opsvinget til at få skabt sig det nødvendige finanspolitiske manøvrerum, før næste konjunkturedgang sætter ind.

Tilpasningen af regelsættet for pagten i 2002 og begyndelse af 2003 blev ret beskeden. Man har taget et vist hensyn til Tysklands og Frankrigs problemer ved at begrænse kravet til årlig budgetkonsolidering til 0,5 pct. af BNP om året (cyklisk korrigeret), og har dermed også undgået at forlange en alt for kraftig stramning af finanspolitikken i disse lande midt i en lavkonjunktur. Der har ikke været seriøse overvejelser om en mere gennemgribende lempelse af pagtens og traktatens regelsæt.

Nye mekanismer for omlægning af kriseramte landes offentlige gæld

Ole Hollensen, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Den Internationale Valutafond, IMF, har siden krisen i Mexico i 1995 stadig oftere måttet træde til med lån, hvis størrelse langt har overgået, hvad de normale lånegrænseregler¹ tillader. Lånegrænsereglerne er udtrykt som det maksimale udlån, der normalt kan bevilges i forhold til et lands kvote (dvs. landets kapitalindskud). I nogen udstrækning er denne tendens en følge af, at IMF's kvoter kun delvist er blevet justeret i forhold til væksten i verdensøkonomien samt i internationale kapitalbevægelser,² og udviklingen afspejler derfor også, at medlemslandenes kvoter er blevet mindre i forhold til de betalingsbalanceulige vægte, som visse medlemslande konfronteres med. Det er derfor blevet nødvendigt at anvende undtagelsesbestemmelserne³ i fondens artikler, der muliggør, at et land kan få større lån, end de normale lånegrænseregler tillader, når der foreligger særlige omstændigheder, og at landet påtager sig at overholde programmer med tilsvarende strenge økonomisk-politiske betingelser.

Den stadig hyppigere anvendelse af undtagelsesbestemmelserne i IMF's låneregler siden 1995 fremgår af tabel 1. Dette har medført en større og større koncentration af IMF's långivning på nogle få lande. Som det fremgår af tabellen, er der siden 1995 i alt blevet givet 19 lån til 9 lande, hvor undtagelsesbestemmelserne til lånegrænsereglerne er blevet anvendt. Dette skal ses på baggrund af, at der i samme periode er blevet bevilget i alt 103 lån inden for de normale lånegrænseregler til 52 lande.

¹ IMF's normale lånegrænseregler fastsættes fra år til år af fondens bestyrelse p.t. udgør de 100 pct. af landets kvote i et enkelt år og sammenlagt over flere år maksimalt 300 pct.

² For en beskrivelse af principperne og den seneste udvikling i medlemslandenes kapitalindskud i Valutafonden se artikel af Thomas Enevoldsen: IMF's kvoter, Danmarks Nationalbank, *Kvartaloversigt*, 4. kvartal 2000.

³ Artikel V, sektion 4.

LÅNEARRANGEMENTER HVOR UNDTAGELSESEGRELER FRA NORMALE
LÅNEGRÆNSEREGLER HAR VÆRET ANVENDT

Tabel 1

Land	Dato	Pct. af kvote
Mexico	01-02-1995	688
Thailand	20-08-1997	505
Indonesien I	05-11-1997	490
Korea I	04-12-1997	1.938
Korea II	18-12-1997	1.244
Rusland	20-07-1998	197
Indonesien II	25-08-1998	312
Brasilien I	02-12-1998	538
Indonesien III	25-03-1999	34
Indonesien IV	04-02-2000	175
Tyrkiet I	21-12-2000	600
Argentina I	12-01-2001	245
Tyrkiet II	15-05-2001	660
Argentina II	07-09-2001	301
Brasilien II	14-09-2001	400
Tyrkiet III	04-02-2002	1.330
Uruguay I	25-06-2002	378
Uruguay II	08-08-2002	123
Brasilien III	06-09-2002	752

Anm.: IMF's normale lånegrænseregler indebærer, at et land maksimalt kan trække på andre lande svarende til 100 pct. af landets kapitalandel ("kvote") i IMF i et enkelt år og samlet over flere år maksimalt 300 pct.

Kilde: IMF.

Fra mange sider har der været udtrykt bekymring for denne udvikling og den virkning, de store lån risikerer at få på adfærden på de internationale kapitalmarkeder. Regeringer kan være fristet til at fortsætte med at føre en uholdbar økonomisk politik og udsætte upopulære indgreb. Dette kan lede til overdreven gældsopbygning i forventning om, at offentlige långivere samt internationale finansielle institutioner vil træde til med billige lange lån, hvis landet kommer i krise. Samtidig er der fare for, at private långivere på de internationale kapitalmarkeder ikke vil være tilstrækkeligt påpasselige i deres vurderinger af regeringers kreditværdighed, fordi de forventer, at internationale institutioner vil træde til, hvis et land skulle komme i krise, og de derved kunne undgå tab på deres udlån. Fra flere sider er der derfor opstået krav om at *mindske især IMF's finansielle rolle i kriseløsninger* og at skabe instrumenter, der sikrer, at både långiver og låntager hurtigt mærker konsekvenserne af de beslutninger, man har taget, hvis de ikke er holdbare på sigt.

Man måtte finde frem til en bedre balance mellem de tre tiltag, der skal til for at løse en betalingskrise: *Intern tilpasning* , som landet selv må foretage, *nedskrivning eller omlægning af gæld* , som kreditorer må acceptere, og endelig *officiel långivning* , som de internationale institutioner som hidtil skal stå for.

ANNE KRUEGERS OPRINDELIGE FORSLAG OM GÆLDSOMLÆGNINGSMEKANISME

Fondens stedfortrædende direktør, Anne Krueger, fremsatte i efteråret 2001 et forslag om en omlægningsmekanisme for offentlig gæld¹. Forslaget gik ud på at skabe en mekanisme, der muliggjorde, at man også på tværs af grænser og over for suveræne låntagere (det vil sige selvstændige myndigheders egen gæld) kunne have en form for konkursbehandlings- eller "tvangsakkordprocedurer" på samme måde, som national lovgivning har for private firmaer og personer.

Mens man i nationale procedurer har domstole (i Danmark skifteretten) til at pådømme betalingsstandsning eller konkurser og likvidation, har man ingen lignende overnationale myndigheder, der kan regulere mellemværender mellem kreditorer og debitorer i forskellige lande og med retsvirkning på tværs af grænser. Der findes heller ikke internationale procedurer for, hvorledes man kan pålægge suveræne stater forpligtelser over for deres kreditorer. Ligeledes er det svært at overføre nationale konkurs- eller betalingsstandsningsregler til lande, fordi sådanne regler i vid udstrækning bygger på, at det er muligt i sidste ende at lade en person "gå konkurs" eller en virksomhed "træde i likvidation", mens dette ikke kan finde sted for selvstændige nationer.

Anne Kruegers forslag sigtede *ikke* mod, at alle lande, der kom i krise og havde behov for gældssanering, skulle anvende mekanismen. Sigtet var derimod at skabe en overordnet ramme, der sikrede, at debitorer og kreditorer kendte deres rettigheder og forpligtelser inden for denne ramme, så de nemmere kunne forhandle sig frem til en løsning (parterne skulle ifølge Anne Krueger forhandle "i lovens skygge" snarere end anvende loven direkte). Forslaget ville derfor skulle opfattes som et forslag om oprettelse af en "voldgiftsret", der kun skulle anvendes, hvis parterne ikke kunne forliges.

STRUKTURELLE ÆNDRINGER PÅ DE INTERNATIONALE KAPITALMARKEDER

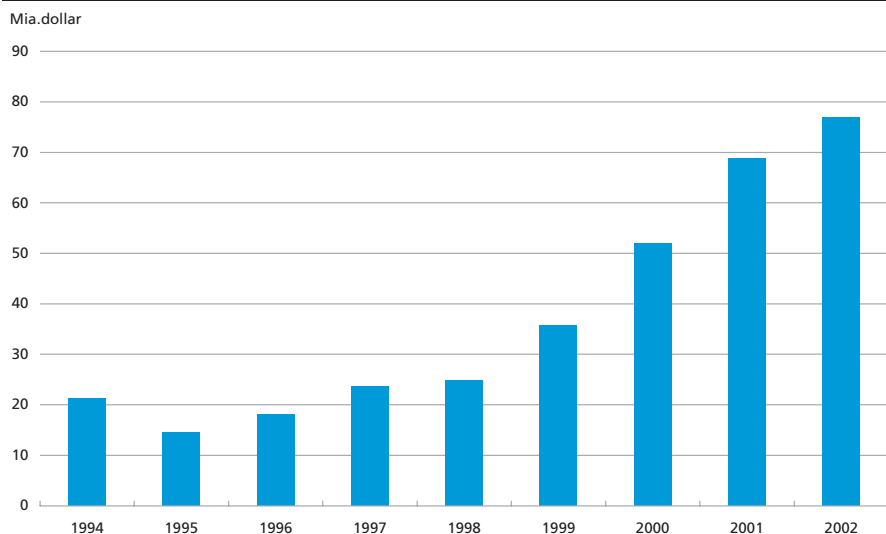
Forslaget om en gældsomlægningsmekanisme må ses på baggrund af de store ændringer i måden, som nationer finansierer sig på via de internationale kapitalmarkeder. I 1970'erne var det især via såkaldte syndikerede² banklån, at nationer optog udlandslån. Dette indebar igen, at så-

¹ Se International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, Tale af Anne Krueger på the National Economists' Club Annual Members Dinner, American Enterprise Institute, Washington D.C., november 2001.

² Syndikerede banklån er lån, hvor flere banker i fællesskab yder lån til en låntager.

VÆKSTMARKEDSØKONOMIERS UDSTEDELSER AF OBLIGATIONER

Figur 1



Anm.: Vækstmarkedsøkonomier omfatter her følgende lande: Argentina, Brasilien, Bulgarien, Colombia, Ecuador, Filippinerne, Malaysia, Marokko, Mexico, Nigeria, Panama, Peru, Polen, Rusland, Sydafrika, Tyrkiet, Ukraine, Venezuela og Ægypten. Data omfatter annoncerede udstedelser i den pågældende periode.

Kilde: BIS.

fremt der blev behov – som der var i forbindelse med den latinamerikanske gældskrise i 1980'erne – for at omlægge eller give henstand med gældsbetalinger, kunne forhandlingerne føres med et forholdsvis begrænset antal deltagere, der havde den nødvendige erfaring og kompetence til at vurdere konsekvenserne af en aftale om ændring af de oprindelige kontraktvilkår.

I løbet af 1990'erne er det blevet stadig mere udbredt at anvende obligationsudstedelse, når vækstmarkedsøkonomier og udviklingslande optager lån. Som det ses af figur 1, har sådanne landes udstedelser udgjort mere end 50 mia.dollar de seneste tre år. Obligationsejerne er samtidig blevet en stadig mere heterogen gruppe, typisk geografisk meget spredt og uden egentlige indbyrdes relationer, dvs. en gruppe af långivere, som det kræver en række formelle procedurer at kunne samle, hvis der skal kunne træffes aftale om ændring af de oprindelige kontraktforhold. Dermed er det blevet langt sværere at få gæld genforhandlet, såfremt det bliver nødvendigt for et land at opnå henstand eller få sin gæld omlagt.

Ligeledes har man kunnet konstatere, at nogle obligationsindehavere spekulerer i betalingskriser ved at opkøbe obligationer på nødlidende lån til meget lave kurser for herefter ad rettens vej at gøre udlæg i reserver eller midler, som et land har stillet til sikkerhed for andre (samar-

bejdsvillige) investorgrupper (sådanne långivere kaldes ofte "vulture creditors" eller "gribbekreditorer")¹.

Bl.a. i kølvandet på regeringernes voksende brug af betalingsbalan-cefinansiering via international obligationsudstedelse opstod der behov for instrumenter, hvor et flertal af kreditorerne skal kunne tvinge et mindretal til at acceptere en gældsomlægningsaftale. Sådanne bestemmelser – på engelsk kaldet *Collective Action Clauses* – findes allerede i engelsk og japansk ret og har løbende været anvendt ved obligationsudstedelser på disse markeder. Ved at indføre disse bestemmelser på andre finansielle markeder og ved at koordinere deres præcise juridiske formulering ventes det at blive lettere for et land at få sin gæld omlagt samtidig med, at de enkelte obligationsejere kunne sikres en mere ligelig behandling. Herudover kunne man opnå, at "vulture creditors" ville få betydeligt sværere ved at vanskeliggøre gældsomlægningsaftaler.

Sagsanlæg fra aggressive kreditorer har dog ikke hidtil haft særlig stor betydning for indgåelse af gældsomlægningsaftaler for suveræne staters gæld, men der er tydeligvis en voksende bekymring for udviklingen.

DE TO TILGANGE TIL BEDRE INVOLVERING AF DEN PRIVATE SEKTOR I KRISELØSNINGER

Anne Kruegers forslag om mere klare og transparente former for gældsomlægning har givet anledning til betydelig international debat. Der er hurtigt opnået enighed om, at brugen af kontrakter med de ovenfor omtalte *Collective Action Clauses* skal søges fremmet på de internationale kapitalmarkeder², ligesom diskussionerne om en såkaldt *Code of Conduct* (kodeks for god adfærd) ved gældsomlægningsforhandlinger er blevet genoptaget. Dette er det såkaldte ikke-lovfæstede spor, fordi sådanne bestemmelser ikke i sig selv kræver lovændringer i IMF's 184 medlemslande for at kunne blive gennemført.

¹ Anne Krueger omtaler i sin tale en konkret sag fra USA, hvor et firma, Elliott Associates, anlagde sag mod den peruvienske regering på basis af en garanti, som regeringen havde stillet for to lån. Firmaet havde opkøbt en del af udeståendet på de to lån til meget lav kurs. I stedet for at godkende en om-lægning af de pågældende lån, som hovedparten af de andre kreditorer, gik firmaet ad rettens vej og opnåede at få den peruvienske regering til at acceptere, at firmaet kunne gøre udlæg for *hele det pålydende beløb* i de reserver, den peruanske regering havde stillet som sikkerhed for de andre kreditorer. Det kan være vigtigt at fremhæve, at denne sag kan være enkeltstående, og at der var tale om et påtvinget forlig, som ikke nødvendigvis vil skabe præcedens hverken i USA eller andre lande for, hvad en kreditor ville kunne opnå i lignende andre sager.

² G10-landene (dvs. USA, Japan, Tyskland, Frankrig, England, Italien, Canada, Holland, Belgien, Sverige samt Schweiz) havde allerede i maj 1996 under formandskab af Jean-Jacques Rey fra den belgiske centralbank, udsendt rapporten: *Resolution of Sovereign Liquidity Crises*. I denne rapport anbefales øget anvendelse af CAC-klausuler, som bl.a. skulle sikres større udbredelse ved, at industrilandene selv anvendte disse i deres egne udstedelser.

Det lovfæstede spor omhandler den såkaldte SDRM-mekanisme (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) og skal bestå af et sæt af mere formelle regler, der vil skulle respekteres af IMF-landenes myndigheder og domstole.

Kontraktlige bestemmelser

Mere udbredt anvendelse af Collective Action Clauses (CAC) i forbindelse med suveræne staters optagelse af internationale obligationslån er blevet set som et vigtigt bidrag til at smidiggøre eventuelle senere gældsomlægninger.

Sådanne klausuler gør det muligt for myndighederne i det land, der optager et obligationslån at forhandle med *en af obligationsejerne valgt modpart* om at få omlagt sin gæld, såfremt det bliver nødvendigt på grund af en betalingskrise.

I juni 2002 nedsatte G10-landene en arbejdsgruppe (den såkaldte Quarles-gruppe, efter formanden, den amerikanske vicefinansminister Quarles), der skulle komme med forslag til standardisering af sådanne klausuler i gældskontrakter¹. Der er i hovedsagen tre principper for disse kontraktbestemmelser, som skal sikre mere smidige gældsomlægningsforhandlinger:

- En bestemmelse, der definerer, hvad et flertal af obligationsejerne har ret til at indgå aftale med debitor om, og som vil binde alle obligationsejere (flertalsklausul).
- En bestemmelse, der definerer reglerne for nedsættelse af et udvalg, der på obligationsejernes vegne kan forhandle med debitor (repræsentationsklausul).
- En bestemmelse, der sikrer, at alle betalinger fra debitor på det pågældende lån vil blive delt ligeligt mellem obligationsindehaverne (delingsklausul).

I G10-gruppen har man også søgt at forhindre, at de ovenfor omtalte "vulture creditors" kan besværliggøre gældsforhandlinger. Dette sker ved bestemmelser om, at kun repræsentanten for obligationsejerne kan anlægge sag mod debitor eller kan træffe beslutning om, at lånet skal forfalde i sin helhed på grund af en måske midlertidig udeblivelse af betalinger fra låntager (på engelsk kaldet "acceleration-clauses"). Ifølge G10-gruppen skal det kræve en gruppe, der består af mindst 25 pct. af obligationsejerne, at kunne pålægge obligationsejerrepræsentanten at anlægge sag mod debitor. Det kan være vigtigt at fremhæve, at de fleste stater, der optager obligationslån på de internationale

¹ Gruppen har offentliggjort sin rapport: Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses på henholdsvis IMF's (www.imf.org), BIS' (www.bis.com) samt OECDs hjemmeside (www.oecd.com).

markeder, i obligationsvilkårene normalt giver afkald på visse dele af deres suverænitetsprivilegier over for obligationsindehaverne. Dette indebærer, at obligationsindehavere (både samlet og individuelt) kan anlægge sag mod debitor ved den domstol, der af parterne er aftalt som den kompetente til at pådømme uoverensstemmelser mellem debitor og kreditorer og eventuelt få dommen fuldbyrdet i debitorstatens egen jurisdiktion.

Der er udbredt enighed både mellem officielle repræsentanter og repræsentanter for private långivere om, at det vil være hensigtsmæssigt at fremme udbredelsen af CAC-klausuler på de internationale kapitalmarkeder (seks private organisationer¹ fremsatte i januar 2003 lignende forslag). Herudover ser det ud til, at indsættelse af CAC-klausuler i lånekontrakter ikke i sig selv fordyrer lånoptagelsen for de offentlige låntagere².

Det blev derfor besluttet, at man skulle tage forskellige initiativer til at sikre større udbredelse af disse klausuler. IMF kunne i sin overvågning anbefale, at især vækstmarkedsøkonomier og udviklingslande anvendte obligationsudstedelser med CAC-klausuler, når de optog ny gæld. Herudover kunne industrilande foregå med et godt eksempel, når de selv optog obligationslån. Ved det uformelle Ecofin-Råds møde i København i september 2002 besluttede EU-landenes myndigheder, at de selv ville anvende sådanne klausuler, når de i fremtiden optager lån under fremmed jurisdiktion. Danmark, som allerede har CAC-klausuler i statens internationale låneprogram, forventer ikke de nærmeste år at optage statslån under fremmed jurisdiktion.

Mexico udstedte i januar 2003 og Brasilien, Uruguay og Sydafrika i april 2003 lån på det amerikanske marked med CAC-klausuler. Det er første gang, at nationer har forsøgt sig med sådanne klausuler på det amerikanske marked. I praksis foregår næsten alle udenlandske udstedelser i USA, inkl. de her omtalte, under New Yorks lov, hvor der ikke er tradition for CAC-klausuler³. Foreløbig tyder prisfastsættelsen på disse

¹ Forslaget er udsendt 30. januar 2003 af International Institute of Finance som et diskussionsoplæg kaldet Marketable Bonds Package på vegne af 6 private institutioner. (Emerging Market Traders Organisation (EMTA), the International Primary Market Association (IPMA), the Bond Market Association (BMA), the Securities Industry Association (SIA), the International Securities Market Association (ISMA), og the Emerging Market Creditors Association (EMCA)).

² Se Torbjörn Becker and others (2001), "Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Actions Costly?", IMF Working Paper 01/92. Et senere studie, foretaget i den australske centralbank på nye data, har bekræftet, at CAC-klausuler ikke i sig selv betyder stigninger i de merrenter, som debitorer må betale i forhold til fx amerikanske statsobligationer. Se: Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields? New Evidence from Emerging Markets af Mark Gugiatti og Anthony Richards, Reserve Bank of Australia. *Research Discussion Paper* 2003-02.

³ I Uruguays tilfælde er der tale om en gældsomlægning af et beløb svarende til 5,3 mia. dollar eller 47 pct. af Uruguays statsgæld. Hvis låneomlægningen gennemføres som planlagt, er der tale om en række nyskabelser. Således kan betalingsbetingelserne og andre centrale elementer i to eller flere obligationsserier ændres samtidigt, hvis ejere af 85 pct. af den samlede hovedstol i de berørte serier er enige, dog skal 2/3 af ejerne i hver enkelt serie også samtykke.

lån ikke på, at investorer kræver kompensation i form af højere rente, når lånedokumenterne indeholder CAC-klausuler.

I internationale fora drøftes det for øjeblikket, hvorledes G10-anbefalingerne kan implementeres på de internationale kapitalmarkeder, ligesom det skal sikres, at lovgivningen på de vigtigste kapitalmarkeder (USA, England, Japan, Tyskland og Luxembourg) ikke forhindrer, at disse kontraktbestemmelser kan virke efter hensigten.

Det anerkendes fra alle sider, at øget udbredelse af CAC-klausuler ikke i sig selv og især ikke på kort sigt vil kunne forbedre og smidiggøre forhandlinger om gældsomlægning for suveræne stater. Umiddelbart er den største hindring, at kun 30 pct.¹ af de udestående obligationer er omfattet af klausulerne. Det vil derfor tage lang tid før alle obligationslån er omfattet af disse klausuler. Hertil kommer, at CAC-klausuler typisk kun har sikret, at obligationsejere inden for samme obligationslån får samme behandling. Derimod har der hidtil ikke være eksempler på, at alle obligationsindehavere vil kunne omfattes af samme eller gensidigt afstemte vilkår, hvis et land har optaget flere obligationslån (i teknisk juridisk sprogbrug: Man kan ikke *aggregere* krav på tværs af de forskellige lån). Det kan dog ikke udelukkes, at en videreudvikling af elementerne i Uruguays låneprogrammer på sigt kan føre til en bæredygtig løsning på disse problemer.

En lovfæstet gældsomlægningsmekanisme

Det er bl.a. disse mangler ved kontraktlige bestemmelser, der har givet anledning til forslaget om en lovfæstet gældsomlægningsmekanisme (SDRM, Sovereign Debt Restructuring Mechanism). En sådan mekanisme vil kunne bidrage til at smidiggøre og gøre det lettere at gennemskue gældsomlægningsforhandlinger. Forslaget er blevet drøftet i en lang række internationale fora, herunder institutioner, der repræsenterer private långivere. Disse har imidlertid været skeptiske over for instrumenter, der vil gribe ind i kontraktfriheden, eller i kreditorers ret til at håndhæve deres rettigheder ved nationale domstole.

I hovedtræk skulle mekanismen virke på den måde, at det er landets myndigheder, som træffer beslutning om at iværksætte mekanismen, hvis landet skulle komme i alvorlige betalingsvanskeligheder. Myndighederne vil herefter indkalde kreditorerne og orientere om landets problemer og indlede forhandlinger om, hvorledes og på hvilke betingelser man ønsker gældslettelse. Kreditorerne vil med et kvalificeret flertal skulle godkende en gældssaneringsordning, og såfremt et kvalificeret flertal godkender ordningen, skal den binde samtlige kreditorer. Det vil

¹ Se boks 3.4 i IMF, "Global Financial Stability Report", december 2002.

herefter ikke være muligt for et mindretal af kreditorer at lægge sag an mod det pågældende land for at søge at opnå bedre betingelser end dem, et flertal af kreditorerne kan godkende.

I det følgende gennemgås fire forhold, der har stået centralt i drøftelserne om en SDRM.

Hvad skal bestemmelserne være vedrørende aktivering?

Der er almindelig enighed om, at kun landets egne myndigheder skal kunne iværksætte mekanismen og altså kræve genforhandling af de betalingsforpligtelser, som findes i de oprindelige lånekontrakter. Det gældstyngede land sammenkalder kreditorerne for at klargøre sine betalingsproblemer. Samtidig forventes landet at fremlægge en detaljeret oversigt over de økonomisk politiske tiltag, der skal rette op på betalingsproblemerne. En blåstempling fra IMF vil her være af central betydning, men IMF skal ifølge forslaget ikke direkte kunne afgøre, om landet kan gøre brug af mekanismen eller ej.

Et kvalificeret flertal af kreditorerne skal kunne omstøde landets beslutning om at aktivere ordningen, hvis de finder aktiveringen uberettiget eller de tilbudte vilkår urimelige.

Som et kontroversielt punkt er der fra især europæisk side desuden blevet lagt afgørende vægt på, at landet i den periode, forhandlingerne foregår, skal afstå fra at betale ydelser på al sin gæld, fordi dette ville kunne begunstige visse kreditorer, som landet måtte ønske at privilegere. Som følge heraf skal kreditorerne generelt være udelukket fra at anlægge sag mod landets myndigheder, så længe forhandlingerne foregår, og der ikke er truffet endelig aftale om gældsomlægning.

Hvilke krav skal omfattes, og hvilke skal ikke være omfattet?

Naturligvis vil det være i især det kriseramte lands interesse, at mekanismen omfatter så mange af et lands kreditorer som muligt, og at byrdefordelingen opfattes som retfærdig, samt at alle kreditorer yder gældseftergivelse efter samme gennemskuelige regler. Meget taler således for at få flest mulige kreditorer inddraget i gældsaneringen.

Der er imidlertid nogle forhindringer, der gør det svært for internationale organisationer som IMF generelt at anbefale dette princip. Det skyldes først og fremmest, at fondens egne regler påbyder medlemmerne at respektere, at fondens krav er privilegerede¹ og i princippet skal tilbagebetales før andre. Det samme gælder lån fra Verdensbanken og mange andre internationale finansielle institutioner.

¹ Se fondens artikel XIII, sektion 3.

Hertil kommer, at der allerede eksisterer et veletableret forum for omlægning af gæld til officielle kreditorer i den såkaldte Parisklub¹. I denne uformelle kreds af de *industrialiserede landes officielle kreditorer*² forhandles omlægning af lån til suveræne stater. Andre bilaterale kreditorlande inviteres med på ad hoc basis til at deltage i forhandlingerne. Parisklubben er et mellemstatsligt samarbejde, der ikke er traktatfæstet, hvilket smidiggør den form, de forskellige aftaler kan indeholde. Omlægning vedrører offentlige lån (typisk udviklingslån) og offentligt garanterede kreditter (typisk eksportkreditter). Parisklubben har på baggrund af udviklingen løbende tilpasset sine principper og praksis. Gældsomlægning i Parisklubben forudsætter således som et ufravigeligt krav, at debitorlandet skal have indgået en aftale med IMF om et økonomisk-politisk reformprogram.

Resultatet af Parisklubbens forhandlinger, som bliver nedfældet i "Agreed Minute" (dvs. godkendt referat), er ikke i sig selv juridisk bindende, men udgør grundlaget for de bilaterale aftaler, som kreditorlandene efterfølgende forhandler med debitorlandene. Man sigter altid i Parisklubaftalerne mod, at andre kreditorer ikke må opnå bedre betingelser. Der har i Parisklubbens snart halvtredsårige eksistens stort set ikke været eksempler på, at kreditorlandene ikke har fulgt "Agreed Minute". Dette forhandlingsformat har vist sig at være et effektivt instrument til at opnå et resultat uden unødige forsinkelser på grund af fx tidskrævende ratifikationsprocedurer i kreditorlandene. Parisklubformatet vil til gengæld være vanskeligt at indpasse i en SDRM-mekanisme, der jo netop skal gøres juridisk bindende for samtlige kreditorer for at sikre, at ingen kreditor begunstiges, og at kreditorer udelukkes fra at kunne indlede retslige procedurer over for debitor.

Drøftelserne om, hvorledes Parisklub-kreditorers krav skal indordnes under en eventuel SDRM-mekanisme, er midlertidigt blevet sat i bero. Det hænger bl.a. sammen med, at SDRM-mekanismen først og fremmest retter sig mod lande med en stor lånoptagelse på de internationale kapitalmarkeder, hvor offentlige og offentligt garanterede kreditter kun udgør en mindre del. Der er altså typisk tale om mellemindekomstlande og ikke de fattigste lande, som afhængigt af de konkrete omstændigheder kan opnå meget favorable koncessionelle gældsomlægningsvilkår i Parisklubben³.

¹ For yderligere oplysninger om Parisklubben henvises til hjemmesiden www.parisclub.com.

² Parisklubben består af 17 OECD-lande plus Rusland.

³ Det kan også være vigtigt at pege på, at en SDRM-mekanisme i princippet ikke har noget at gøre med det såkaldte HIPC-initiativ. Det sidste er et gælds/ette/ses-initiativ alene for fattige udviklingslande, mens en SDRM-mekanisme mere er et initiativ, der skal skabe mere ordnede forhold omkring gældsomlægninger og for gældsomlægningsforhandlinger. Man har således ikke på forhånd i en SDRM-mekanisme defineret hvilket gæld-til-BNP niveau, man finder holdbart, ej heller, hvorledes en eventuel gældsomlægning skal foregå. Endnu mindre har man i en SDRM-mekanisme præcise krav om, at landet for at kvalificere sig til at opnå støtte skal indlede økonomisk-politiske programmer med særlig sigte på at gavne de fattigste befolkningsgrupper, således som man har i HIPC-initiativet.

Ligeledes kunne private kreditorers skeptiske holdning til mekanismen kun forværres, hvis de offentlige kreditorer ikke selv lod deres krav omfatte af ordningen.

Man har på et tidligt tidspunkt i forhandlingerne bestemt, at mekanismen ikke skal omfatte krav, som landets egne indbyggere måtte have over for myndighederne i det land, der aktiverede mekanismen. Sådanne krav skal behandles ved landets egne domstole eller følge nationale procedurer.

Drøftelserne er blevet yderligere kompliceret af vanskelighederne ved at finde frem til klare regler for, hvorledes man kan respektere kreditorer, der har sikret sig med pant i debtors aktiver.

Centralt i konkurslovgivningen i mange lande er fastsættelse af en eller flere datoer, hvor retsvirkningerne af forpligtelser indgaaet før og efter denne eller disse datoer vil være forskellig. Det er ikke hidtil lykkedes at overføre tilsvarende bestemmelser om, hvorledes en eller flere sådan skæringsdatoer kan fastsættes til SDRM-forslaget og om, hvorvidt kreditorer, der har ydet lån efter, at en SDRM-procedure er sat i gang, skal kunne undgå at blive omfattet af SDRM-mekanismen eller tvangsakkordprocedurerne. Der kan være grund til at pege på, at fastsættelse af sådanne datoer kan være meget afgørende for et land, der ønsker at gøre brug af mekanismen. Landet kunne således ønske at holde økonomien i gang og sikre, at kreditorer, der yder handelskreditter til landet til betaling for helt nødvendig import, friholdes fra at være omfattet af mekanismen. Sådanne regler er imidlertid meget svære at indarbejde på tværs af landegrænser og over for suveræne stater som låntagere; der er ikke nogen overnational myndighed, der har kompetence til at fastsætte sådanne skæringsdatoer. Foreløbig beror mekanismen derfor på, at parterne kan forhandle sig frem til løsninger, som de gensidigt vil acceptere.

Hvad skal Valutafondens rolle være i mekanismen?

Der er bred enighed om, at fonden ikke skal have nogen direkte rolle, hverken med hensyn til aktivering af mekanismen eller med hensyn til ophævelse af en eventuel aktivering. Fondens rolle skal først og fremmest bestå i at få udarbejdet et økonomisk-politisk stabiliseringsprogram for landet og analysere hvilket gælds niveau, der vil være holdbart på længere sigt.

Fondens udlån til lande i restance har altid været kontroversielt, netop fordi fonden derved kan mistænkes for at gavne visse kreditorer, mens andre kreditorers krav ikke bliver tilbagebetalt. Betingelserne for fondens långivning til lande med betalingsrestancer er for nylig blevet skærpet i form af krav om god adfærd (landet skal vise såkaldt "good faith efforts"). Bl.a. er sådan långivning blevet gjort afhængig af, at

landets myndigheder løbende orienterer kreditorerne om landets situation og om, hvorledes man agter at løse sine betalingsproblemer. Ligeledes skal landets myndigheder redegøre for, hvorledes det undgås, at visse kreditorer begunstiges.

Det er tillige tanken, at der i fondens regi oprettes en særlig gældsforligsinstitution, der dels skal registrere kreditorernes krav, dels påse, at stemmeafgivningen og stemmeresultatet bliver udført og afgjort på behørig vis. Endelig kan man tænke sig, at et panel af dommere i denne "gældsforligsinstitution" får ret til at afgøre stridigheder, som måtte opstå mellem debitorer og kreditorer.

Hvilken legal fundering skal mekanismen have?

Ifølge fondens artikel VIII, sektion 2, skal alle medlemslandenes myndigheder og domstole respektere restriktioner, som et land har indført, og som er blevet godkendt af fonden. Det har været drøftet, om denne bestemmelse i sig selv kunne give fonden hjemmel til at få en SDRM-mekanismes afgørelser respekteret af medlemslandene og dermed skabe et legalt grundlag, som dels kunne tvinge domstolene til at acceptere SDRM-mekanismens afgørelser og dels udelukke kreditorer fra at anlægge sag mod debitorer (som har aktiveret mekanismen). Den teknisk-juridiske vurdering er, at en så vidtstrakt fortolkning af denne bestemmelse i de eksisterende fondartikler vil være for usikker. Bl.a. har retspraksis i både USA og England vist, at domstolene her ikke er villige til at acceptere, at kreditorer bliver udelukket fra at tage retlige skridt mod en debitor, der ikke har overholdt sine betalingsforpligtelser, og som samtidig har et program med fonden. På grund af denne meget store juridiske usikkerhed er der enighed om, at en SDRM-mekanisme enten skal gennemføres som en selvstændig traktat eller som en ændring af fondens artikler.

Såfremt en SDRM-mekanisme skal oprettes ved en ændring af fondens artikler, kræver det vedtagelse med mere end 85 pct. af antallet af stemmer samt 3/5 af medlemslandene. USA kan således med sin stemmewægt på ca. 17 pct. alene blokere for forslaget. Det samme kan en gruppe af udviklingslande eller vækstmarkedsøkonomier, der udgør mere end 2/5 af antallet af medlemmer (antallet af lande, der ifølge fondens World Economic Outlook defineres som enten vækstmarkedsøkonomier eller udviklingslande, udgør 154 af fondens 184 medlemslande).

Gennemførelse af forslaget via en ændring af fondens artikler har den fordel, at SDRM-bestemmelserne vil være bindende for alle IMFs medlemslande, såfremt det nødvendige flertal opnås. En selvstændig traktatløsning vil derimod kun gøre SDRM-bestemmelserne gyldige i de lande, der har tiltrådt traktaten.

GÆLDSOMLÆGNINGSMEKANISMEFORSLAGET EFTER DEN INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE KOMITES MØDE 12. APRIL 2003

Forslaget om en gældsomlægningsmekanisme er naturligvis meget kontroversielt, og forhandlingerne har vist, at man gradvist må søge at skabe løsninger på de forskellige problemer startende med de mindst forpligtende og herefter prøve at opnå enighed om de mere ambitiøse dele af forslaget.

Organisationer, der repræsenterer private långivere eller private obligationsindehavere, har været meget betænkelige ved, at forslaget ville gribe ind i private kontraktforhold, selv om denne indgriben er søgt minimeret. De amerikanske myndigheder samt disse private organisationer foretrækker derfor, at man især skal koncentrere det videre arbejde om at gøre CAC-klausuler mere udbredte. Mange vækstmarkedsøkonomier, såsom Brasilien, er også imod forslaget, fordi man frygter, at det generelt vil forøge deres låneomkostninger på de internationale kapitalmarkeder som følge af, at investorer vil kræve højere rente end hidtil. Dette kunne ske, hvis de private investorer frygter, at det bliver lettere for et land at gå i betalingsstandsning, så kreditrisikoen på deres udlån stiger. Visse vækstmarkedsøkonomiers myndigheder har endda påpeget det uheldige i, at selve eksistensen af en sådan mekanisme kunne skabe et uønsket politisk pres på myndighederne i disse lande for at aktivere mekanismen, selv om der ikke var saglig grund til det. Dette kunne fx ske i krisesituationer, hvor myndigheder ellers måtte søge at begrænse den interne efterspørgsel ved upopulære indgreb.

Forslagets mest markante støtter har været de europæiske industrilande samt Japan. Men også mange udviklingslande har været for en SDRM-mekanisme, fordi den ville kunne skabe mere gennemskuelige regler for, hvorledes et land kunne få nedbragt en uholdbar gæld.

For de europæiske industrilande har det været afgørende at få stoppet tendensen til, at fondens kriseprogrammer oftere og oftere bryder lånegrænsereglerne. I foråret 2003 vedtog man nye regler for hvilke procedurer, der skal følges, når fondens stab vil forelægge bestyrelsen lånepakker, der baseres på undtagelsesbestemmelserne fra de normale lånegrænseregler. De nye regler indebærer bl.a. tidligere involvering af bestyrelsen, ligesom staben mere detaljeret end hidtil skal retfærdiggøre et forslag til program, der bryder de eksisterende lånegrænseregler.

Ved Den Internationale Monetære og Finansielle Komites (International Monetary and Financial Committee, IMFC) møde i september 2002, blev Valutafondens stab pålagt at udarbejde et konkret forslag om en SDRM-mekanisme. Forhandlingssituationen, med især USA som meget

skeptisk, viste imidlertid, at det ville blive vanskeligt at opnå tilstrækkelig opbakning til at et konkret forslag baseret på den oprindelige SDRM-model med automatisk adgang for debitor til at standse betalingerne og udsætte sagsanlæg mv.

På IMFCs møde i april 2003 blev der dog opnået enighed om, at man skulle arbejde videre med de dele af SDRM-modellen, som har udsigt til at kunne samle bred enighed. Det drejer sig først og fremmest om spørgsmål vedrørende bedre sikring af ligebehandling af kreditorer, forøget gennemsigtighed og informationsudveksling samt mere ensartede gældsomlægningsaftaler for alle typer (klasser) af obligationsejere. Det mest kontroversielle element, nemlig en overordnet juridisk beskyttelse af debitor, er derimod sat i bero.

Ny rentestatistik

Tina Christoffersen og Marie Jakobsen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

Med virkning fra januar 2003 er der tilvejebragt en ny og væsentligt forbedret rentestatistik for monetære finansielle institutioner (MFler)¹ i Danmark.

Statistikken er baseret på en forordning fra Den Europæiske Centralbank, ECB, som definerer rammerne for en fælleseuropæisk rentestatistik. Forordningen er et led i udmøntningen af EMIs statistikpakke fra 1996² om behovet for harmoniseret statistik til ECBs pengepolitiske analyse.³

Danmark har tradition for at udarbejde statistik efter internationale standarder. Nationalbanken har derfor valgt at introducere den nye rentestatistik på samme tidspunkt som andre europæiske lande. Ved udformningen af statistikken har Nationalbanken samtidig lagt vægt på at begrænse respondentbyrden samt på at sikre statistikken nytteværdi for den finansielle sektor. Implementeringen af statistikken er derfor sket i tæt samarbejde med sektoren, som blev inddraget tidligt i forløbet. Allerede under forordningens udformning blev de danske MFler hørt i metodemæssige spørgsmål og spørgsmål relateret til omkostningerne ved udvikling og drift af statistikken.

Denne artikel indledes med en beskrivelse af den hidtidige rentestatistik i Danmark. Efterfølgende redegøres der kort for indholdet af den fælleseuropæiske rentestatistik. Endelig præsenteres den nye danske rentestatistik med fokus på fortolkningen af statistikken.

¹ Monetære finansielle institutioner i Danmark omfatter penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, som hverken er penge- eller realkreditinstitutter, pengemarkedsforeninger og Nationalbanken. Nationalbanken og pengemarkedsforeninger er dog ikke omfattet af rentestatistikken.

² Se Kim Abildgren, Kommende EU-statistikker på det finansielle område, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1996.

³ Første skridt i udmøntningen af statistikpakken omfattede en harmoniseret balancestatistik for MFler, som er implementeret i Danmark med virkning fra juli 2000. For en nærmere beskrivelse af balancestatistikken henvises til Kjeld Ole Nielsen og Anders Mølgaard Pedersen, Ny balancestatistik for monetære finansielle institutioner, Danmark Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1999. Samtidig med implementeringen af den nye rentestatistik er balancestatistikken udvidet, primært med en harmoniseret strømstatistik.

HIDTIDIG DANSK RENTESTATISTIK

Indsamlingen af rentestatistik fra danske MFler har frem til begyndelsen af 2003 alene omfattet pengeinstitutterne.

Fra 4. kvartal 1995 til og med 2001 blev der offentliggjort kvartalsvise renter for pengeinstitutterne på baggrund af oplysninger indberettet til *Finanstilsynet*. Renterne blev beregnet efter gennemsnitsrenteprincippet, dvs. som kvartalets renteindtægter (renteudgifter) i pct. p.a. af kvartalets gennemsnitlige udlån (indlån).

I 2002 blev Finanstilsynets gennemsnitsrentestatistik afløst af *FISIM-statistikken*¹, som indsamles af Nationalbanken og offentliggøres af Danmarks Statistik. Fra FISIM-statistikken kan der ligeledes udledes kvartalsvise renter efter gennemsnitsrenteprincippet.

Disse renter er imidlertid ikke fuldt sammenlignelige med renterne fra Finanstilsynets statistik. Det skyldes først og fremmest, at FISIM-statistikken er baseret på internationale standarder defineret i Det Europæiske Nationalregnskabssystem (ENS 1995), mens Finanstilsynets statistik var baseret på den danske regnskabsbekendtgørelse.² Yderligere er rapporteringspopulationen forskellig, idet FISIM-statistikken bygger på indberetninger fra de 24 største pengeinstitutter i Danmark, mens 98 pengeinstitutter indberettede til Finanstilsynet.

NY FÆLLESEUROPÆISK RENTESTATISTIK

ECBs Styrelsesråd vedtog i slutningen af 2001 en forordning om en ny fælleseuropæisk rentestatistik for MFler med ikrafttræden 1. januar 2003.³ Omdrejningspunktet i udformningen af forordningen har været behov relateret til ECBs pengepolitiske analyse. Desuden har hensynet til respondentbyrden vejet tungt i overvejelserne. I den forbindelse har de nationale centralbanker været aktivt involveret i forarbejdet til den nye statistik. Det gælder også Nationalbanken, som på arbejdsgruppeniveau har haft indflydelse på forordningens endelige udformning.

Den fælleseuropæiske rentestatistik vedrører MFlernes månedlige renter på ud- og indlån med husholdninger og ikke-finansielle selskaber. Statistikken bygger på standarderne defineret i ENS 1995. Statistikken

¹ FISIM er en forkortelse for Financial Intermediation Services Indirectly Measured. FISIM-statistikken har baggrund i krav fra Eurostat og har til formål at præcisere opgørelsen af bruttonationalindkomsten med oplysninger om den del af pengeinstitutternes indtjening, som ikke vedrører provisioner og gebyrer mv., men som følger af rentemarginalen. Danmarks Statistik har det metodemæssige ansvar for FISIM-statistikken.

² Databruddet vedrører primært sektoraftgrænsningen.

³ Den Europæiske Centralbanks forordning (EF) nr. 63/2002 af 20. december 2001 vedrørende statistik over de monetære finansielle institutioners rentesatser på indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber (ECB/2001/18).

Statistikken over nye forretninger giver information om de gennemsnitlige renter på månedens nye ud- og indlån og afspejler de aktuelle betingelser på markedet.

Definition af nye forretninger

Begrebet nye forretninger dækker over nye ud- og indlånsaftaler indgået i løbet af måneden, men også eksisterende aftaler, hvor de hidtil gældende vilkår er ændret i løbet af måneden. Det drejer sig typisk om en genforhandling af renten eller om en forøgelse og/eller forlængelse af et eksisterende ud- eller indlån. En renteændring på et ud- eller indlån med variabel rente er *ikke* en ny forretning, såfremt ændringen sker i forbindelse med en generel renteændring, idet den variable forrentning er et led i den oprindelige aftale. Renter på nye forretninger opgøres som et vægtet gennemsnit af den effektive rente ved aftalens indgåelse på de enkelte nye forretninger.

Opdeling på instrumenttyper

Statistikken over nye forretninger opdeles på instrumenttyper. *Kassekreditter, anfordringsindlån og indlån med opsigelsesvarsel*, som er karakteriseret ved hyppige saldobevægelser, er dog undtaget fra statistikken over nye forretninger. Det skyldes, at begrebet nye forretninger også dækker bruttosaldoforøgelser af eksisterende ud- og indlån, hvilket gør opgørelsen urealistisk for de nævnte instrumenttyper. For indlån er det således alene tidsindskud, som indgår i statistikken over nye forretninger.

Opdeling på løbetid

I statistikken over nye forretninger sker løbetidsopdelingen af udlån efter *rentebindingsperiode*, som er defineret ved den periode efter aftalens etablering, hvor renten ikke kan ændres. Nye tidsindskud opdeles på oprindelig løbetid.

omfatter såvel eksisterende ud- og indlån (udestående forretninger) som nye ud- og indlånsaftaler indgået i en given måned (nye forretninger). Statistikken over *udestående forretninger* følger i vid udstrækning definitionerne i den eksisterende balancestatistik for MFler. Begrebet *nye forretninger* er derimod nyt i statistiksammenhæng. Statistikken over nye forretninger er nærmere beskrevet i boks 1.

Under forordningens udformning har især rentebegrebet været til debat som følge af den forskellige struktur og eksisterende rentestatistik i de enkelte lande. Som resultat rummer forordningen to mulige tilgange til statistikken over udestående forretninger. Den ene mulighed er en *satsbaseret* statistik, hvor renten beregnes som et vægtet gennemsnit af de gældende rentesatser på udestående forretninger ultimo måneden svarende til de aftalte effektive rentesatser.¹ Den anden mulighed er at anvende *gennemsnitsrenteprincippet*.

¹ Den aftalte effektive rentesats, r , er defineret ved: $r = (1+r_0/n)^n - 1$, hvor r_0 er den rentesats pro anno, der er aftalt med husholdningen eller det ikke-finansielle selskab, og n er antallet af rentetilskrivninger pr. år.

I den forbindelse har Nationalbanken argumenteret for anvendelse af gennemsnitsrenteprincippet på linje med centralbanker i andre lande, hvor rentedannelsen i høj grad afhænger af den løbende udvikling i pengemarkedsrenten. Det er sket ud fra en overbevisning om, at gennemsnitsrenteprincippet tilvejebringer det mest retvisende billede af forrentningen af ud- og indlån med variabel rente. Anvendelsen af gennemsnitsrenteprincippet har samtidig givet mulighed for at bevare den metode, som allerede var veletableret hos de danske pengeinstitutter.

NY DANSK RENTESTATISTIK

Den nye danske rentestatistik omfatter de største pengeinstitutter i Danmark svarende til de pengeinstitutter, som er rapporteringspligtige i FISIM-statistikken. Hertil kommer alle danske realkreditinstitutter samt to andre kreditinstitutter.¹ Rapporteringspopulationen er sammensat dels ud fra forordningen, dels ud fra hvad der i national sammenhæng er mest hensigtsmæssigt.² I den forbindelse er der lagt vægt på at friholde de mindre institutter fra rapporteringskrav, da deres betydning for statistikken ikke ville stå mål med rapporteringsbyrden.

Grundet forskellige produktporteføljer har det i den danske implementering været mest meningsfyldt at opgøre renter særskilt for de enkelte typer af institutter, selv om ECBs forordning kun forholder sig til den samlede MFI-sektor. Nedenfor beskrives implementeringen af forordningen for henholdsvis penge- og realkreditinstitutter.³

Pengeinstitutternes rentestatistik

For pengeinstitutterne har det været væsentligt, at den nye rentestatistik over udestående forretninger kunne tage afsæt i FISIM-statistikken, som bygger på de samme standarder som forordningen. Herunder har det været centralt at kunne videreføre gennemsnitsrenteprincippet, som er beskrevet i boks 2.

Med den nye rentestatistik er FISIM-statistikken udvidet med en mere detaljeret opdeling på instrumenttyper og løbetider af ud- og indlån med husholdninger og ikke-finansielle selskaber. Desuden er frekvensen øget fra en kvartalsvis til en månedlig opgørelse. Der er intet databrud ved overgangen til den nye rentestatistik, og renterne er dermed umiddelbart sammenlignelige med de kvartalvise FISIM-renter for 2002.

¹ Kommunekredit og Danmarks Skibskreditfond.

² Rapporteringspopulationen svarer til de institutter, som er fuldt rapporterende i balancestatistikken.

³ De to andre kreditinstitutter er i implementeringsforløbet håndteret sammen med realkreditinstitutterne. De indgår ikke i den nationale publicering, idet offentliggørelsen af renterne sker særskilt pr. instituttype. Med kun to andre kreditinstitutter i rapporteringspopulationen er publicering ikke mulig på grund af hensynet til fortrolighed. Rentestatistikken for andre kreditinstitutter omtales ikke yderligere i denne artikel.

GENNEMSNIJSRENTEPRINCIPPET

Boks 2

Renter beregnet efter gennemsnitsrenteprincippet angiver den faktiske pro anno forrentning af ud- og indlån i en given periode. Renterne beregnes implicit ved at sætte pengeinstitutternes renteindtægter (renteudgifter) i en given periode i forhold til periodens gennemsnitlige udlån (indlån).

Ved beregningen af gennemsnitsrenterne tages der højde for, at der i de danske pengeinstitutter som hovedregel er kvartalsvis rentetilskrivning på udlån og årlig rentetilskrivning på indlån. Nationalbankens beregning af renter på månedlig basis bygger endvidere på det faktiske antal dage i den aktuelle måned (kalenderdage). Dette er den mest udbredte rentekonvention for ud- og indlån hos de danske pengeinstitutter.

Den månedlige gennemsnitsrente for **udlån** beregnes som følger:

$$r_u(m) = \left[\left(1 + \frac{q}{m} * \frac{R_u(m)}{U(m) - N(m)} \right)^{365/q} - 1 \right] * 100$$

$R_u(m)$ = månedens renteindtægter af udlån, $U(m)$ = månedens dag-til-dag gennemsnit af udestående udlån, $N(m)$ = udlån med nulstillet rente, ultimo måneden, m = antal dage i måneden, og q = antal dage i kvartalet.

Den månedlige gennemsnitsrente for **indlån** beregnes som følger:

$$r_i(m) = \frac{R_i(m)}{I(m)} * 365 / m * 100$$

$R_i(m)$ = månedens renteudgifter af indlån, $I(m)$ = månedens dag-til-dag gennemsnit af udestående indlån, og m = antal dage i måneden.

Tabel 1 og 2 illustrerer de sektorfordelte renter på henholdsvis ud- og indlån tilbage til 1. kvartal 2002. For indlån fra husholdninger og ikke-finansielle selskaber vises desuden opdelingen på anfordringsindlån og tidsindsud, som er en del af udvidelsen fra og med januar 2003.

Den egentlige nyskabelse for pengeinstitutterne er statistikken over nye *forretninger*.¹ Tabel 3 viser et udsnit af pengeinstitutternes statistik over nye forretninger for de første tre måneder i 2003.

¹ Forordningens definitioner i statistikken over nye forretninger, jf. boks 1, kan umiddelbart overføres til pengeinstitutternes produktportefølje. Modsat statistikken over udestående forretninger indbefatter pengeinstitutterne *rentesatser* til statistikken over nye forretninger. Dette er et krav i forordningen. Rentesatserne er dog beregnet efter gennemsnitsrenteprincippet. Sammen med rentesatserne rapporteres omfanget af nye forretninger. Forretningsomfanget hos de enkelte pengeinstitutter anvendes til sammenvæjning af rentesatserne på tværs af institutterne.

PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNITSRENTER – UDESTÅENDE UDLÅN

Tabel 1

Effektiv rente, pct. p.a.	2002				2003		
	1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	Januar	Februar	Marts
<i>Totale udlån</i>	6,4	6,3	6,5	6,3	6,0	6,0	5,7
Off. forvaltning og service	3,4	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2
Finansielle selskaber	3,6	3,6	3,8	3,7	3,7	3,4	3,2
Ikke-finansielle selskaber	6,1	6,1	6,1	6,1	5,9	6,0	5,8
Husholdninger	9,2	9,1	9,2	9,0	8,3	8,4	8,2

Anm.: Renterne dækker indenlandske udlån i danske kroner.

Rentefaldet mellem 4. kvartal 2002 og januar 2003 er udtryk for, at nedsættelsen af de officielle renter i begyndelsen af december 2002 først slog fuldt igennem i januar 2003. Renten på udlån til offentlig forvaltning og service er dog steget. Dette følger af en ændring i rapporteringspopulationen med virkning fra januar 2003, der har løftet renteniveauet med ca. 0,5 procentpoint for udlån til denne sektor.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNITSRENTER – UDESTÅENDE INDLÅN

Tabel 2

Effektiv rente, pct. p.a.	2002				2003		
	1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	Januar	Februar	Marts
<i>Totale indlån</i>	2,6	2,5	2,6	2,5	2,3	2,3	2,2
Off. forvaltning og service	3,1	3,0	3,3	3,2	2,6	2,8	2,6
Finansielle selskaber	3,4	3,1	3,2	3,1	2,9	2,7	2,6
Ikke-finansielle selskaber	2,9	3,0	3,0	2,8	2,4	2,4	2,3
- heraf på anfordring	...	...	...	...	2,1	2,2	2,1
- heraf tidsindskud	...	...	...	...	2,9	2,8	2,7
Husholdninger	1,9	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7
- heraf på anfordring	...	...	...	...	1,5	1,5	1,5
- heraf tidsindskud	...	...	...	...	2,2	2,2	2,1

Anm.: Renterne dækker indenlandske indlån i danske kroner.

Rentefaldet mellem 4. kvartal 2002 og januar 2003 er udtryk for, at nedsættelsen af de officielle renter i begyndelsen af december 2002 først slog fuldt igennem i januar 2003.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNITSRENTER – NYE UD- OG INDLÅN

Tabel 3

Effektiv rente, pct. p.a.	2003		
	Januar	Februar	Marts
<i>Udlån ekskl. kassekreditter</i>			
Ikke-finansielle selskaber	4,2	3,8	4,1
Husholdninger	8,2	8,3	8,0
- boligformål	7,4	7,5	7,4
- forbrugercredit	9,9	9,3	9,3
- andet	7,3	7,8	7,3
<i>Indlån (tidsindskud)</i>			
Ikke-finansielle selskaber	2,9	2,8	2,8
Husholdninger	2,5	2,5	2,5

Anm.: Renterne dækker indenlandske ud- og indlån i danske kroner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

I pengeinstitutternes rentestatistik dækker de enkelte renter over en bred vifte af forretningstyper og kundeforhold. Hos pengeinstitutterne afhænger renten således af den enkelte forretning, hvor fx forretningens størrelse, kundens kreditværdighed og eventuel sikkerhedsstillelse kan spille en afgørende rolle for renten på et udlån. I den forbindelse er det vigtigt at være opmærksom på forskellene mellem statistikken over henholdsvis udestående og nye forretninger.

I statistikken over *udestående forretninger* vil der være høj grad af sammenfald fra måned til måned mellem de forretninger, der indgår i opgørelsen. Renterne på udestående forretninger påvirkes således primært af renteændringer på de eksisterende ud- og indlån og i mindre udstrækning af ændringer i kunde- og/eller produktsammensætningen.

I statistikken over *nye forretninger* vil der ikke være sammenfald mellem forretningerne, som indgår i opgørelsen fra måned til måned. De gennemsnitlige renter for en given måned afspejler de konkrete ud- og indlånsaftaler, der er indgået, hvor renten på den enkelte aftale – ud over markedsrenten – afspejler den konkrete forretning og kunderelation. Det betyder også, at udviklingen i renterne fra måned til måned kan være præget af en ændret kunde- og/eller produktsammensætning.

Ved sammenligning af renterne for henholdsvis udestående og nye forretninger bemærkes det, at udlånsrenterne for husholdninger ligger meget tæt på hinanden i de to opgørelser. Sammenfaldet mellem renterne i de to opgørelser skyldes, at størstedelen af de danske pengeinstitutters udlån til husholdninger er variabelt forrentede i ordets egentlige forstand.

Pengeinstitutternes udlån til ikke-finansielle selskaber er også typisk variabelt forrentede, men her ligger renten på nyudlån på et lavere niveau end på udestående udlån. Det lave renteniveau for nyudlån til ikke-finansielle selskaber i perioden kan tilskrives en stor andel af repoforretninger.

På indlånssiden er det alene muligt at sammenligne renten på udestående og nye tidsindskud, eftersom øvrige indlånstyper ikke indgår i statistikken over nye forretninger, jf. boks 1. En del af forklaringen på sammenfaldet mellem renten på udestående og nye tidsindskud for ikke-finansielle selskaber er, at en stor del af deres tidsindskud er aftaleindlån med variabel rente. For husholdninger vil tidsindskud typisk være fastforrentede. Her bemærkes det, at renten ligger højere på nye end på udestående tidsindskud, hvilket står i modsætning til den umiddelbare forventning i lyset af det faldende renteniveau. En medvirkende årsag er, at produkter med meget lav rente (fx gevinstopsparing) udgør en betydelig del af de udestående tidsindskud, men kun en mindre del af nye tidsindskud.

Realkreditinstitutternes rentestatistik

Realkreditinstitutterne har ikke tidligere rapporteret rentestatistik, og statistikken er således bygget op fra bunden.

Rentebegrebet i realkreditinstitutternes rentestatistik er en effektiv rente, som både tager højde for kuponrente, administrationsbidrag samt under- eller overkurs ved udstedelsen af de bagvedliggende obligationer. Dette er det mest præcise udtryk for låntagers rente på et realkreditlån¹, som samtidig rammer ECBs rentebegreb defineret ved den aftalte effektive rentesats.

Den effektive rente er primært bestemt af obligationsrenten² på tidspunktet for udstedelsen af de bagvedliggende obligationer. Kun bidraget, som er realkreditinstitutternes rentemarginal, bestemmes af realkreditinstituttet og kan således være kundespecifikt.

Tabel 4 og 5 viser de gennemsnitlige effektive renter for udestående og nye realkreditlån i de første tre måneder i 2003. For realkreditinstitutterne er statistikken over nye forretninger mest interessant. Det skyldes, at en stor del af de udestående udlån er fastforrentede, og at der i statistikken over udestående forretninger ikke kan skelnes mellem fastforrentede lån og rentetilpasningslån.³

I realkreditinstitutternes rentestatistik dækker de enkelte renter over udlån med forskellige løbetider på de bagvedliggende obligationer. For realkreditinstitutterne er statistikens udlånsrenter således præget af løbetidssammensætningen. Dette understøttes af udviklingen i renterne i tabel 5, hvor renten på totale nyudlån til husholdninger var uændret i perioden, mens renterne inden for de enkelte løbetidsbånd var faldende.

Renterne ligger generelt højere for husholdninger end for ikke-finansielle selskaber i perioden på trods af, at alle realkreditudlån tager udgangspunkt i de samme obligationsserier. Én forklaring er bidraget, som typisk er højere for husholdninger end for ikke-finansielle selskaber.⁴ En anden forklaring kan være, at kurssikring og kursskæring, som medfører en højere effektiv rente, er mere udbredt for husholdninger end for ikke-finansielle selskaber. Desuden kan der være forskel i den gennemsnitlige løbetid på de bagvedliggende obligationer, jf. ovenfor.

¹ Beregningen af den effektive rente bygger på en forudsætning om, at lånet holdes til udløb. Rentebegrebet tager således ikke højde for konverteringsretten, som betyder, at renten beregnet ved lånets etablering typisk ikke vil afspejle renten set over hele lånets løbetid for konverterbare lån.

² Obligationsrenten er bestemt af kuponrente og under- eller overkurs ved udstedelsen.

³ Det forhold, at den udestående lånemasse domineres af fastforrentede lån, stemmer godt overens med renterne i tabel 4 og 5. Renterne på udestående udlån ligger således på et højere niveau end på nyudlån. Konverteringsaktiviteten afspejler sig dog i de svagt faldende renter på den udestående lånemasse, jf. tabel 4.

⁴ Opgørelsen for de første tre måneder i 2003 viser en forskel i det gennemsnitlige bidrag for husholdninger og ikke-finansielle selskaber på ca. 0,1 procentpoint for både udestående og nye forretninger.

**REALKREDITINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTER INKL. BIDRAG –
UDESTÅENDE UDLÅN**

Tabel 4

Effektiv rente, pct. p.a.	2003		
	Januar	Februar	Marts
Husholdninger	6,6	6,5	6,4
Ikke-finansielle selskaber	6,4	6,4	6,3

Anm.: Renterne dækker indenlandske udlån i danske kroner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**REALKREDITINSTITUTTERNE EFFEKTIVE RENTER INKL. BIDRAG –
NYUDLÅN¹ FORDELT PÅ RENTEBINDINGSPERIODE**

Tabel 5

Effektiv rente, pct. p.a.	2003		
	Januar	Februar	Marts
<i>Husholdninger</i>	5,3	5,3	5,3
≤ 1 år	3,7	3,6	3,5
1-5 år	4,4	4,1	4,1
>5 år	5,9	5,8	5,8
<i>Ikke-finansielle selskaber</i>	5,0	4,9	5,3
≤ 1 år	3,3	3,1	3,2
1-5 år	4,2	3,9	4,1
>5 år	5,7	5,5	5,5

Anm.: Renterne dækker indenlandske udlån i danske kroner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Endelig kan en mere aktiv gældspleje hos ikke-finansielle selskaber forklare, at deres rente på udestående forretninger er lavere end husholdningernes.

AFSLUTNING

Med den nye rentestatistik er der sket en væsentlig forbedring af den danske rentestatistik. For det første er pengeinstitutternes rentestatistik over udestående forretninger udvidet og ændret fra en kvartalsvis til en månedlig opgørelse. Den øgede frekvens giver mulighed for at følge udviklingen i pengeinstitutternes gennemsnitsrenter tættere. I den forbindelse udgør statistikken over nye forretninger et relevant supplement. For det andet er der nu etableret en rentestatistik for realkreditinstitutterne, som er en væsentlig långiver på det danske marked.

¹ Forordningens definition af nye forretninger, jf. boks 1, er for realkreditinstitutterne oversat som følger: Nyetablerede låneaftaler, omlægninger af eksisterende lån til anden kuponrente, løbetid eller valuta, omlægninger mellem fastforrentede lån og lån med rentetilpasning samt skift i rentetilpasningsprofil (dvs. frekvensen for rentetilpasning og andelen af lånet, der er genstand for rentetilpasning). En renteændring i forbindelse med rentetilpasning af rentetilpasningslån er *ikke* en ny forretning.

Rentestatistikken vil bl.a. kunne bruges som input i analyser af den pengepolitiske transmission og andre økonomiske analyser. Hertil kommer analyser af udviklingen i den finansielle sektor, fx analyser af forhold vedrørende konkurrence og rentabilitet. Endelig kan rentestatistikken give MFlerne et billede af egen konkurrencesituation.

Rentestatistikken kan med fordel anvendes i sammenhæng med den øvrige statistik for MFler, som grundlæggende bygger på de samme definitioner. Opbygningen af rentestatistikken efter retningslinjerne i ECBs forordning forbedrer desuden mulighederne for at foretage sammenligninger med andre europæiske lande.

Den nye rentestatistik blev første gang offentliggjort den 30. april 2003 med renter for de tre første måneder i 2003. Rentestatistikken vil fremover blive offentliggjort den 19. bankdag i hver måned.

Dansk værdipapirstatistik i et internationalt perspektiv

Katrine Skjærbæk og Birgitte Søgaard Holm, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

Nationalbanken har påbegyndt offentliggørelse af en ny værdipapirstatistik på månedlig basis. Grundlaget for statistikken er en ny værdipapirdatabase. Den danske database skal også levere oplysninger til en international database for værdipapirområdet, som er under opbygning i Den Europæiske Centralbank, ECB.

På internationalt plan er fokus på værdipapirområdet øget i de senere år, bl.a. som følge af det kraftigt forøgede omfang af grænseoverskridende porteføljeinvesteringer. På grund af bl.a. forskelle i opgørelsesprincipper gjorde udviklingen det vanskeligt at sammenligne data på tværs af lande, og der opstod derfor en væsentlig international interesse for at koordinere statistikker imellem lande og oprette internationale databaser, der medvirker til at harmonisere opgørelsesprincipperne. Som en sidegevinst kan de internationale databaser potentielt levere oplysninger til forbedring af de nationale opgørelser af grænseoverskridende investeringer i værdipapirer, og samtidig øges dækningen af udviklingen på de finansielle markeder.

I det følgende beskrives først den danske værdipapirdatabase. Derefter ses på to internationale databaser, der er under opbygning på værdipapirområdet: Den Europæiske Centralbanks Centralised Securities Database (CSDB) og IMF's Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS). Danmark deltager i opbygningen af begge disse databaser. Der redegøres for sammenhængen mellem de danske og de internationale databaser.

PRÆSENTATION AF DEN DANSKE VÆRDIPAPIRDATABASE

Nationalbankens værdipapirdatabase indeholder oplysninger om de enkelte værdipapirer registreret i Værdipapircentralen, VP, samt om danske værdipapirer udstedt i udlandet. For de VP-registrerede værdipapirer drejer det sig om detaljerede oplysninger om værdipapiret (stamoplysninger), dets udstedere og dets ejere. Ejeroplysningerne dæk-

ker både beholdninger og transaktioner (køb og salg) i de enkelte værdipapirer. For danske udstedelser i udlandet indeholder værdipapirdatabasen oplysninger om værdipapiret og dets udstedere, men kun i begrænset omfang dets ejere.¹

Værdipapirdatabasen danner grundlag for en ny værdipapirstatistik, som blev publiceret første gang i april 2003.² Statistikken rummer oplysninger om udsteder- og ejerforhold på tværs af økonomiens sektorer og typer af værdipapirer, bl.a.:

- Nettotilgang fordelt på papirtype/udsteder
- Kuponfordeling af statspapirer og realkreditobligationer (udestående samt nettotilgang)
- Beholdninger fordelt på ejere og papirtype/udsteder
- Ejerfordeling af benchmarkobligationer

Ejerfordelingen er angivet på sektorniveau med udlandet som én sektor. Det er ikke muligt ud fra VPs oplysninger at lave en dækkende sektor- eller landefordeling for de udenlandske ejere. På sigt vil det internationale arbejde på værdipapirområdet kunne bidrage til at øge indsigten i, hvem de udenlandske ejere er, jf. afsnittet om værdipapirstatistik i international sammenhæng.

VPs oplysninger om den udenlandske sektors ejerandel korrigeres for genkøbsforretninger mellem MFI-sektoren (pengeinstitutter) og udland samt for danskeres beholdning af VP-registrerede papirer i depot i udlandet, jf. beskrivelsen i boks 1.

Medio 2003 vil værdipapirstatistikken blive udvidet med oplysninger om nettokøb (køb fratrukket salg og indfrielse/udtrækninger) fordelt på ejer og papirtype/udsteder.

Værdipapirdatabasens øvrige anvendelsesmuligheder

Ud over værdipapirstatistikken skal oplysningerne fra værdipapirdatabasen også anvendes som input til en række andre statistikker. Derved sikres konsistens på tværs af de forskellige statistikker.

Værdipapirdatabasen vil således skulle levere oplysninger til opgørelsen af betalingsbalancen og opgørelse af kvartalsvise finansielle konti samt bidrage til at forbedre udlandsgældsopgørelsen. Derudover vil databasen levere oplysninger til ECBs kommende værdipapirdatabase,

¹ Danske bruges synonymt med det mere korrekte *valutaindlændinge*. På samme måde bruges *udlændinge* som synonym for *valutaudlændinge*. Danske værdipapirer defineres som værdipapirer udstedt af indlændinge, mens udenlandske værdipapirer er udstedt af udlændinge.

² Nationalbanken overtog primo 2003 indsamlingen af statistik på værdipapirområdet fra Danmarks Statistik.

NATIONALBANKENS VÆRDIPAPIRSTATISTIK

Boks 1

Nationalbanken publicerede i april 2003 for første gang en ny månedlig værdipapirstatistik. Statistikken dækker obligationer, aktier og investeringsforeningsbeviser registreret i Værdipapircentralen, VP, som er den primære informationsleverandør. VP registrerer elektronisk en række stamoplysninger om værdipapirerne (fx udsteder, ændringer i cirkulerende mængde og valutadenominering) samt om de enkelte ejeres beholdninger og bevægelser heri. Hovedparten af de registrerede papirer er noteret på Københavns Fondsbørs, men også unoterede værdipapirer indgår i statistikken. Udstederne kan både være indlændinge eller udlændinge.

VPs oplysninger om ejerfordeling korrigeres for to forhold:

- Værdipapirer, som er indskrevet i et udenlandsk depot, fx Euroclear, vil som udgangspunkt blive registreret som ejet af en udlænding, også selv om de er ejet af en dansker. Udlandets ejerandel vil derfor blive overvurderet. Via oplysninger fra pengeinstitutter m.m. om danskeres beholdning af VP-registrerede papirer i udenlandsk depot korrigeres der for dette forhold.
- Genkøbsforretninger (repoer) påvirker ligeledes ejerfordelingen, hvis den juridiske ret til værdipapiret midlertidigt overdrages til modparten og flyttes fra sælgers depot i VP til købers depot – selv om der er tale om en udlånsforretning. Oplysningerne fra VP korrigeres derfor for repoforretninger mellem MFI-sektoren (pengeinstitutter) og udlandet opgjort netto.

Statistikken suppleres derudover med oplysninger om danskeres udstedelser i udlandet (ikke VP-registrerede papirer). Siden sommeren 2001 har omkring 25 større danske virksomheder m.m. indberettet oplysninger om deres udstedelser i udlandet.

Statistikken dækker i første omgang perioden fra december 2001. Der vil på et senere tidspunkt blive offentliggjort data tilbage til oktober 1999.

Som illustration er vist et mindre udsnit af statistikken, som kan ses i sin helhed på Nationalbankens websted (www.nationalbanken.dk) under Statistik, Hent statistik. I løbet af 2003 vil der via internettet blive adgang til væsentligt mere detaljerede data på værdipapirmirådet, og der bliver mulighed for at lave individuelle dataudtræk.¹

VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ PAPIRTYPE OG EJER (INDLAND/UDLAND)

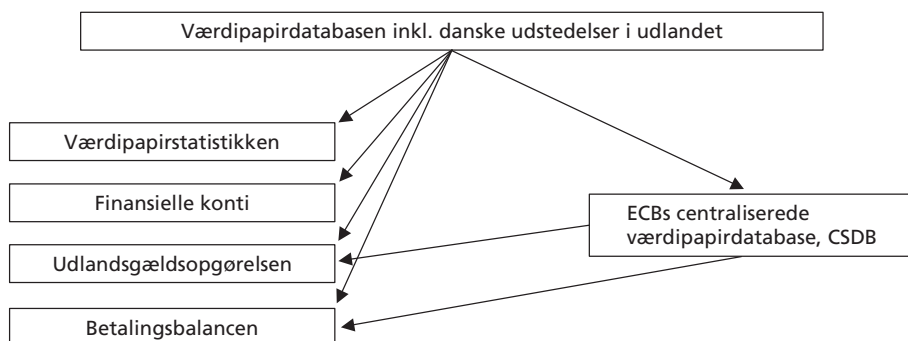
Tabel

Ultimo, mia.kr. (kursværdi)	Obligationer m.m.		Aktier		Investeringsforeningsbeviser	
	Danmark	Udland	Danmark	Udland	Danmark	Udland
2001	1.806	415	516	236	200	3
2002	2.004	421	411	173	217	4
oktober 2002.....	1.807	410	407	171	213	4
november 2002.....	1.807	410	407	180	219	4
december 2002.....	2.004	421	411	173	217	4
januar 2003	1.858	410	392	160	222	4
februar 2003	1.906	427	377	150	226	5
marts 2003	1.945	448	393	158	227	5

Anm.: Tabellen dækker alle VP-registrerede værdipapirer.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*, marts 2003.

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2002*, side 87. Udtræksmulighederne fastlægges under hensyntagen til, at værdipapirdatabasen skal anvendes til statistiske formål. Det betyder bl.a., at det ikke vil være muligt at identificere enkelte ejere af værdipapirer.



CSDB, som – med tilsvarende bidrag fra andre deltagende lande – vil levere supplerende oplysninger til opgørelsen af betalingsbalancen og udlandsgældsopgørelsen. Sammenhængen mellem værdipapirdatabasen, CSDB og de nævnte statistikker er illustreret i figur 1.

Værdipapirdatabasen bidrager til den eksisterende *udlandsgældsopgørelse* med data for udlandets beholdning af danske obligationer mv. Danmarks bruttobeholdninger af porteføljeaktier og -passiver over for udlandet er tredoblet i de seneste ti år. Betydningen af mere præcise data for værdipapiriområdet vokser derfor væsentligt.

På *betalingsbalanceområdet* vil værdipapirdatabasen udgøre en grundsten i et fremtidigt indsamlingssystem.¹ Værdipapirdatabasen indeholder alle detailoplysninger, der er nødvendige for at leve op til disse krav, når værdipapiret er dækket af databasen. Da databasen primært dækker danske (VP-registrerede) papirer, bliver det for udenlandske værdipapirer nødvendigt at supplere med andre kilder, herunder den internationale værdipapirdatabase, CSDB, jf. næste afsnit.

Kvartalsvise finansielle konti består af en finansiell balance samt en opgørelse over de finansielle transaktioner for økonomiens forskellige sektorer. Oplysningerne i værdipapirdatabasen skal bl.a. benyttes til at opstille finansielle konti for aktier og obligationer mv.

VÆRDIPAPIRSTATISTIK I INTERNATIONAL SAMMENHÆNG

Ud over ovenstående nationale anvendelsesområder er opbygningen af den danske værdipapirdatabase i høj grad inspireret af en samlet interna-

¹ Baggrunden for omlægningen er nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 2002, side 87.

tional interesse for området. Planerne om en værdipapirdatabase i ECB-regi har således været direkte med i planlægningen af den danske database, men også arbejdet i IMF-regi med at kortlægge landefordelingen af de enkelte landes porteføljeaktiver og -passiver (den koordinerede porteføljeundersøgelse) har været en kilde til inspiration.

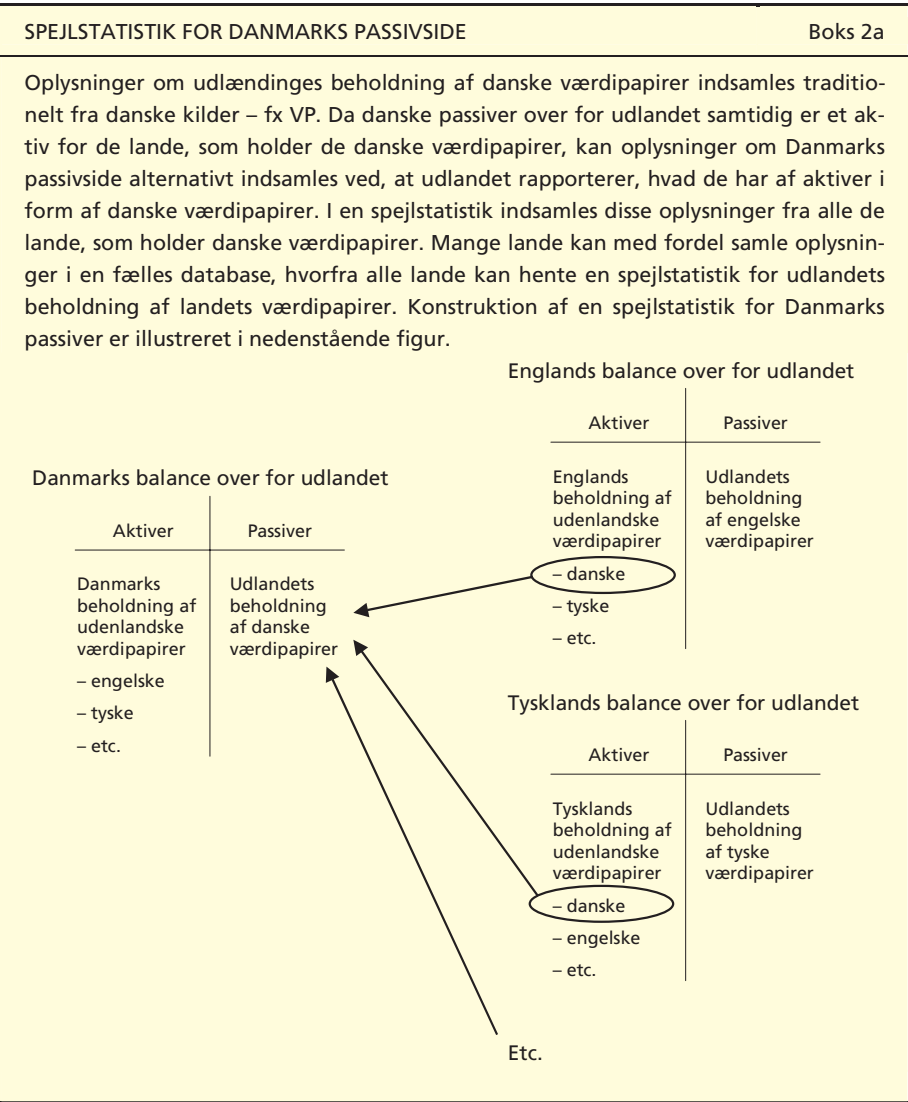
ECBs værdipapirdatabase, CSDB

Værdipapirers centrale rolle på de finansielle markeder, herunder euro-markedet, indebærer, at udviklingen på værdipapirområdet har stor betydning i relation til pengepolitik, finansiell stabilitet og risikostyring. Derfor har ECB iværksat et projekt betegnet "Centralised Securities Database", CSDB. Projektet har til formål at etablere en værdipapirdatabase med detaljerede oplysninger om i princippet alle værdipapirer, som er udstedt eller ejet af indbyggere i EU.

I første omgang indsamles stamdata for de enkelte værdipapirer fra forskellige kilder, fx de nationale centralbanker, BIS (som har en database med oplysninger om internationale udstedelser) samt kommercielle dataleverandører. De bedste af disse data udvælges til at blive lagret i databasen, som dermed vil indeholde konsistente data af høj kvalitet. Det er målet senere i projektet at inddrage al tilgængelig information om ejernes lande- og sektortilhørsforhold.

I den første fase af projektet, hvor databasen vil indeholde stamdata, kan CSDB anvendes i betalingsbalanceopgørelsen til beregningen af formueindkomst fra porteføljeinvesteringer for så vidt angår danskeres beholdning af udenlandske værdipapirer. Samtidig vil den danske værdipapirdatabase levere de nødvendige stamoplysninger til CSDB for så vidt angår danske værdipapirer. Da planerne for indholdet af CSDB som nævnt har været med i planlægningen af den danske værdipapirdatabase, vil karakteren af oplysningerne i de to databaser stort set være sammenfaldende.

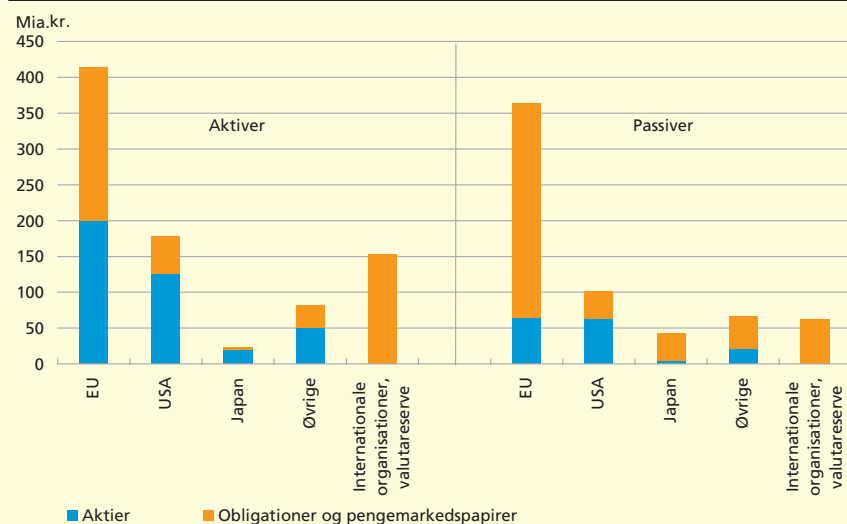
Det er som nævnt målet på sigt at indarbejde ejeroplysninger på sektorniveau i CSDB, men det er ikke nærmere besluttet, hvordan disse data skal indsamles. Ejeroplysningerne kan enten indhentes fra aktivsiden eller passivsiden. Hvis oplysningerne indhentes fra passivsiden skal hvert land indhente oplysninger om, hvad udlændinge ejer af det pågældende lands værdipapirer, og sende disse informationer til CSDB. Hvis oplysningerne indhentes fra aktivsiden, skal hvert medlemsland indhente oplysninger fra indlændinge om, hvad de ejer af udenlandske værdipapirer. I det omfang, der kan indhentes data fra aktivsiden, vil CSDB give mulighed for at lande- og sektorfordele de investorer fra de øvrige EU-lande, som ejer danske værdipapirer. Denne tankegang danner baggrund for IMF's koordinerede porteføljeundersøgelse, jf. næste afsnit og boks 2a.



Danmark indberetter en landefordeling af Danmarks aktiver over for udlandet til CPIS, og ved hjælp af spejlstatistik hentet fra CPIS kan der ligeledes opgøres en landefordeling af Danmarks passivside, jf. nedenstående figur. CPIS er offentliggjort på IMF's websted www.imf.org.

LANDEFORDELING AF DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET ULTIMO 2001

Figur



En stor del af de danske passiver – især obligationer mv. – ejes af andre indbyggere i EU. Disse værdipapirer vil kunne landefordeles ud fra oplysninger i en kommende CSDB, der indsamles hyppigere og på et mere detaljeret niveau end oplysninger i CPIS. Den resterende del vil derefter kunne landefordeles ved hjælp af CPIS.

Udlandets beholdning af danske værdipapirer indgår som en del af Danmarks udlandsgæld. Det er meningen, at denne statistik skal udbygges med en fordeling på geografiske områder. Her vil oplysninger om porteføljeinvesteringer, som er ejet af udlændinge, med fordel kunne landefordeles ved hjælp af de internationale databaser, CPIS og CSDB.

Hensigten med CPIS var fra starten at forbedre den internationale porteføljeinvesteringsstatistik, idet der på verdensplan registreres væsentligt større grænseoverskridende passiver end aktiver, når internationale porteføljebeholdninger summeres på tværs af lande. Dette er også tilfældet for Danmark, hvor kun 67 pct. af de danske passiver, som er registreret som ejet af udlændinge, er indberettet som aktiver i andre lande til CPIS. På baggrund af ubalancen mellem aktiver og passiver er formålet med IMF's koordinerede porteføljeundersøgelse bl.a. at motivere

landene til at ensrette deres opgørelsesmetoder og øge kvaliteten af de indsamlede data.

I fremtiden bliver data, der indberettes til CPIS fra de deltagende lande, lagt som en tidsserie i en database, der kan benyttes af de enkelte lande til analyser og som spejlstatistik for passivside, jf. boks 2a og b.

Spejlstatistik er en nyttig kilde til landefordeling af data for udlandets beholdning af danske værdipapirer. Dette skyldes, at det på grund af "*first known counterpart*"-problemet, er vanskeligt ud fra traditionelle datakilder at landefordele de danske passiver over for udlandet korrekt. Passiverne indsamles med landeoplysning om værdipapirerne ud fra papirets geografiske placering, hvilket ikke nødvendigvis stemmer overens med nationaliteten på den, som rent faktisk ejer papiret. Udstederne af værdipapirer holder normalt ikke styr på, hvem der ejer et værdipapir, da et værdipapir kan videresælges af den første køber uden udsteders vidende, og store beholdninger af værdipapirer kan købes af mellemhandlere med henblik på videresalg. For VP-registrerede værdipapirer, som deponeres eller gendeponeres i en dansk depotbank, kan depotbankerne umiddelbart give oplysninger om depotkundernes nationalitet. Dette giver imidlertid ikke nogen garanti for, at værdipapirerne landefordeles korrekt, da ejere af et værdipapir kan lægge deres papirer i depot i et tredjeland, som derefter gendeponerer papirerne i en dansk depotbank. Danske værdipapirer udstedt i udlandet er et særligt problem, idet kun oplysninger om udstedelseslandet er tilgængelige. Statistiske oplysninger af god kvalitet fra de lande, som holder de danske værdipapirer, vil medvirke til at løse problemet.

AFSLUTNING

Med opbygningen af den danske værdipapirdatabase og de internationale værdipapirbaser, CSDB og CPIS, bliver mulighederne for at analysere værdipapirområdet væsentligt forbedret, og det bliver nemmere at følge udviklingstendenserne på kapitalmarkedet, herunder udviklingen i de internationale kapitalbevægelser.

For Danmarks vedkommende har opbygningen af den danske værdipapirdatabase, som bl.a. skal levere data til CSDB, muliggjort detaljerede opgørelser på værdipapirområdet. Men det er stadig muligt at introducere yderligere forbedringer.

Det er planen på sigt at udvide værdipapirdatabasen med yderligere oplysninger om værdipapirer udstedt af danskere og/eller ejet af danskere. I den forbindelse vil oplysninger fra danske depotbanker om danskeres og udlændinges beholdning af ikke VP-registrerede danske værdipapirer i depot i Danmark samt om danskeres beholdning af uden-

landske ikke VP-registrerede værdipapirer i depot i Danmark være et væsentligt bidrag. Derudover er det målet at forbedre ejerfordelingen yderligere ved også at korrigere for genkøbsforretninger mellem indenlandske sektorer.

I løbet af 2003 vil der via internettet blive adgang til væsentligt mere detaljerede data på værdipapirområdet, og der bliver mulighed for at lave individuelle dataudtræk. Disse muligheder vil blive udbygget i takt med, at værdipapirdatabasen udbygges.

Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde den 30. april 2003

Vi lever i en tid, hvor verdensøkonomien har svært ved at komme i gang. Væksten er lav, aktiekurserne er på tre år faldet 40-50 pct., og vi har et historisk lavt renteniveau.

I de sidste måneder har begrebet "den geopolitiske situation" – en omskrivning for Irak-konflikten – været brugt som forklaring på den ekstraordinære usikkerhed, der præger alle økonomiske prognoser for tiden.

Nu, hvor den militære situation er afklaret, flytter fokus tilbage til de strukturproblemer, som præger de store økonomier USA, Japan og euroområdet.

Japans strukturproblemer har været diskuteret i 10-15 år uden, at man egentlig er kommet nærmere en løsning i form af økonomiske og politiske reformer. Forventningen er vel nærmest, at efterhånden som tiden går, vil konjunkturedgangen have været så længe, at økonomien på et eller andet tidspunkt trækker sig selv i gang.

Euroområdet's strukturproblemer er navnlig knyttet til stivhederne på arbejdsmarkedet og en meget høj og stigende arbejdsløshed, især i de to største eurolande. Det er desuden disse lande, der typisk har de største underskud på de offentlige budgetter. Så der er ikke plads til at bruge finanspolitikken til at stimulere efterspørgslen. Det ville stride mod kravene i stabilitets- og vækstpakten, og det ville medføre endnu større strukturelle budgetunderskud.

I den periode, hvor økonomien var stærkere, forsøgte man i disse eurolande at forbedre den underliggende finanspolitiske stilling, flere lande svækkede den endda. Derfor er man havnet i en situation med store strukturelle budgetunderskud, så man har mistet den fleksibilitet, som stabilitets- og vækstpakten sigter mod.

USA har i en årrække været verdens vækst-lokomotiv, og i slutningen af 1990'erne havde man en usædvanlig stærk amerikansk højkonjunktur. I de år oparbejdede USA et stort underskud på betalingsbalancen. Mange andre lande i verden ville have fået betragtelige problemer med at finansiere et betalingsbalanceunderskud, der steg fra omkring 1½ pct. til 4 pct. af BNP på tre år. Men resten af verden ønskede samtidig at øge

investeringerne i USA – ikke mindst aktieinvesteringerne. Derfor var det let at finansiere de store underskud, og dollaren steg oven i købet i de år.

Men nu, hvor økonomien udvikler sig mindre stærkt, har USA fortsat store betalingsbalanceunderskud på op mod 5 pct. af BNP. Modstykket til et betalingsbalanceunderskud er jo definitorisk et opsparingsunderskud. Det interessante i det amerikanske tilfælde er, at statsbudgettet siden 2000 er svinget fra et overskud til et underskud på omkring 3½ pct. af BNP, således at opsparingsunderskuddet ikke længere stammer fra den private sektor, men primært fra den offentlige. Det ligner hermed den situation, der i 1980'erne gik under betegnelsen "The Twin Deficits", hvor tvillingen til betalingsbalanceunderskuddet er et stort underskud på de offentlige finanser.

Det er især internationale organisationer og europæiske økonomer, der er begyndt at tale om disse underskud som et strukturproblem, ikke bare for USA, men for verdensøkonomien. Amerikanerne ser det tilsyneladende ikke som noget fundamentalt problem.

Set fra en europæisk synsvinkel gælder bekymringen navnlig, at en fortsættelse af denne udvikling kan medføre et kraftigt dollarfald, der vil hæmme den europæiske eksport og dermed bidrage yderligere til afmatningen i Europa.

En større opsparing i USA vil imidlertid skabe andre problemer. Den klassiske løsning på et sådant underskudsproblem er – jf. Danmark i 2. halvdel af 1980'erne – en kraftig stramning af den økonomiske politik og hermed en reduktion af den indenlandske efterspørgsel. Men hvis USA gjorde noget lignende i dag, ville det jo yderligere bidrage til det internationale problem, at efterspørgslen og dermed væksten er for svag.

Hvor skal efterspørgselsstimulansen komme fra? Hverken Japan eller Europa leverer markante vækstbidrag i disse år. Og udviklingen i Asien, som ellers så lovende ud i 2002, er nu præget af usikkerhed, fordi ingen rigtig ved, om sygdommen SARS vil udvikle sig sådan, at væksten rammes for alvor. Verden over sætter man sin lid til, at et økonomisk opsving vil komme fra USA. Med en omskrivning fra centralbankterminologien kan man sige, at USA har rollen som verdens "Spender of last resort".

Den danske økonomi er i disse år ikke særlig "europæisk", hvis man hermed hentyder til situationen i euroområdet.

Danmark har fra 1994 til 2000 oplevet en god økonomisk udvikling, der har reduceret arbejdsløsheden og skabt et pænt overskud på betalingsbalancen. Og samtidig har prisudviklingen været behersket. De seneste år

har væksten dog været lidt svagere. Men den nedbringelse af arbejdsløsheden, som fandt sted i anden halvdel af 1990'erne, er ikke sat over styr. De offentlige finanser og betalingsbalancen viser fortsat solide overskud.

Nationalbanken har derfor betegnet dansk økonomi som "robust". Dette ord kan egentlig forstås på to måder, som begge er relevante i den nuværende situation. Robust kan enten være en beskrivelse af, at den samlede makroøkonomiske balance er god. Eller man kan med ordet robust mene, at dansk økonomi ikke er særlig følsom over for den internationale udvikling. Det er selvfølgelig ikke det samme som at sige, at vi slet ikke påvirkes.

Der har det seneste halve år været en stigning i arbejdsløsheden, men niveauet er dog stadig lavt. Dels i sammenligning med andre lande i Europa, dels i sammenligning med 1990'erne.

Nogle af de økonomiske indikatorer, bl.a. bilsalget og arbejdsløsheden, viser tegn på en vis afmatning. Men andre tal, fx detailomsætning samt løn- og prisstigninger, peger i modsat retning. Konjunkturbilledet er således ikke helt klart for øjeblikket. Derfor er der efter Nationalbankens opfattelse heller ingen grund til at drøfte ændringer i finanspolitikken i den nuværende situation.

Situationen var helt anderledes i 1993, hvor man foretog en finanspolitisk lempelse, der populært blev betegnet som en kickstart af økonomien. I 1993 havde Danmark haft 7 år med stort set nulvækst i BNP. Denne stagnation var nødvendig for at rette op på økonomien, ikke mindst betalingsbalancen, i årene fra midten af 1980'erne. I denne genopretningsperiode var ledigheden steget, og i 1993 var den på 12 pct., altså mere end dobbelt så høj som i dag. I 1993 var de danske lønstigninger desuden lavere end hos vore handelspartnere.

Den finanspolitiske lempelse, der blev gennemført i 1993, virkede sideløbende med en betydelig stimulans til efterspørgslen som følge af den omfattende konverteringsbølge. Det kraftige internationale rentefald i 1993 slog også igennem i Danmark, og fra midten af 1993 til begyndelsen af 1995 blev der omlagt realkreditlån for ca. 300 mia.kr. Når konverteringsbølgen blev så omfattende, skyldtes det ikke kun rentefaldet, men også en række ændringer af realkreditloven og skattelovene, der understøttede konverteringsmulighederne.

Vi har i Nationalbanken prøvet at vurdere effekten af såvel den ekspansive finanspolitik som konverteringsbølgen fra 1993. Beregninger tyder på, at rentefaldets bidrag til væksten var mindst lige så stærkt som det bidrag, der kan henføres til den finanspolitiske lempelse.

Beregningerne peger desuden på, at der skete et opsving i forbruget, som statistisk hverken kan henføres til konverteringerne eller finanspolitikken. Det ser ud som om forventningerne blev mere positive, og at

dette stemningsskift hos forbrugerne også bidrager med en del af forklaringen på opsvinget i 1994.

Som nævnt er Danmarks økonomiske situation i dag væsentlig bedre end i 1993. Hvis afmatningen bliver mere udtalt i den kommende tid, vil de offentlige finanser via de automatiske stabilisatorer i sig selv bidrage til at stimulere økonomien.

De automatiske stabilisatorer er ret stærke i dansk økonomi sammenlignet med mange andre lande, og når de træder i kraft under en nedgangstendens, vil overskuddet på de offentlige finanser falde. Men da udgangspunktet er, at Danmark i de senere år har oparbejdet en stærk budgetbalance, er der også et råderum til at lade dette ske i en afmatningssituation.

Endelig er der også et lighedspunkt mellem 1993 og situationen i dag, idet den lave rente virker konjunkturstimulerende. Det vil ikke alene påvirke erhvervsinvesteringerne. Ligesom i 1993 foregår der nemlig for tiden en omfattende konvertering, som vil bidrage til at mindske bolig-ejernes renteudgifter. Det vil stimulere husholdningernes forbrug og deres vedligeholdelse og modernisering af ejerboligerne.

Den danske rente følger de europæiske renter meget tæt, da Danmark fører fastkurspolitik. Da euroområdet konjunktursituation er svag, er de pengepolitiske renter meget lave, og hermed er de finansielle forhold mere lempelige, end hvad rent danske forhold ville tilsige.

For fire år siden gennemførte Nationalbanken en række ændringer i de pengepolitiske instrumenter. Det indebar bl.a., at realkreditobligationer på linje med statsobligationer kan bruges til sikkerhedsstillelse for Nationalbankens pengepolitiske udlån.

Ved samme lejlighed, men uden sammenhæng med ændringen af belåningsgrundlaget, blev realkreditinstitutterne også indlemmet i kredsen af pengepolitiske modparter sammen med pengeinstitutterne.

I talen ved Realkreditrådets årsmøde 1999 gav jeg udtryk for følgende:

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

Jeg vil godt benytte lejligheden til at minde realkreditinstitutterne om dette. Efter Nationalbankens opfattelse kunne realkreditinstitutterne godt være lidt mere aktive deltagere på pengemarkedet og også udnytte de indtjeningsmuligheder, det giver. Det vil være i alle parter interesse, at der på dette marked er flere aktører, og at der er deltagere med en forskellig likviditetsprofil, altså også realkreditinstitutter.

I en tid med omfattende udvikling af nye finansielle produkter, brancheglidning, finansielle konglomerater og globalisering af de finansielle markeder er det bemærkelsesværdigt så stærkt, det traditionelle realkreditprodukt stadig står.

I den nye lov om realkreditlån, som Folketinget for tiden behandler, bevares grundpillerne i realkreditte. Der sker fornyelser, som giver låntagerne flere valgmuligheder, bl.a. mulighed for afdragsfrihed i en lang periode, nemlig op til 10 år.

Men grundlaget er fortsat balanceprincippet, som kræver en høj grad af overensstemmelse mellem vilkårene for lånene og de udstedte obligationer.

I årenes løb har der fra realkreditte side ofte været fremsat ønsker om en ophævelse eller i alt fald en væsentlig opblødning af balanceprincippet.

Vi har fra Nationalbankens side altid frarådet at gå længere end til helt marginale opblødninger. Balanceprincippet er væsentligt for at fastholde obligationernes guldrandede status, og det har haft stor betydning for, at danske realkreditobligationer har fået en meget høj rating. Balanceprincippet er fundamentalt set en meget simpel måde at foretage risikostyring på.

Måske er realkreditproduktet ikke noget fantasifuldt produkt, men det er til gengæld et enkelt, godt og billigt produkt, som også giver små låntagere adgang til bolig- og erhvervsfinansiering på kapitalmarkedsvilkår.

Det er egenskaber, der også er brug for i andre lande, og for tiden er man så langt væk som i Mexico ved at etablere et realkreditsystem, der henter en række af de fundamentale træk fra det danske.

Det amerikanske finansministerium og et konsulentfirma har været mellemmand i processen og har peget på, at den danske model var enestående både med hensyn til effektivitet, transparens, sikkerhed og beskyttelse af såvel låntagernes som investorernes interesser.

Repræsentanter for mexicanske myndigheder har besøgt Danmark i flere omgange og har søgt teknisk assistance til at opbygge et realkreditsystem trin for trin.

En sådan international anerkendelse kan ikke undgå at gøre os lidt stolte af det realkreditsystem, som vi alle sammen i forvejen var meget glade for.

Pressemeddelelser

DEN 8. APRIL OM NY 200-KRONESEDEL – NY SIKKERHED, MEN DE SAMME MOTIVER

Den 9. april 2003 udsender Nationalbanken en mere sikker 200-kroneseddel med hologram og fluorescerende farver. Motiverne på sedlen er de samme med portrættet af skuespilleren Johanne Luise Heiberg på forsiden og løven på bagsiden. Løven går igen både i det nye hologram og i det usynlige motiv, der bliver synligt i ultraviolet belysning. Den nye og forbedrede sikkerhed skal være med til at sikre de danske pengesedler endnu bedre mod forfalskninger.

Gamle sedler forbliver gyldige

De gamle 200-kronesedler forbliver gyldige, men inddrages løbende. Begge varianter af 200-kronesedlen vil i en periode cirkulere parallelt.

Opgraderingen fortsætter

Den næste seddel i rækken af mere sikre pengesedler bliver 500-kronesedlen. Den udsendes med ny og forbedret sikkerhed senere på året. 100-kronesedlen var den første seddel, der blev opgraderet. Den blev udsendt i november 2002. Hele seddelserien forventes at være opgraderet med de nye sikkerhedselementer inden for de næste to år.

Yderligere information

Informationsfolderen "Ny sikkerhed for pengesedlerne", som blev udstandsomdelt sidste år samtidig med udsendelsen af den første opgraderede seddel, kan ses på www.nationalbanken.dk under Sedler og mønter, hvor man også kan se og læse mere om den nye 200-kroneseddel og de nye sikkerhedselementer.

DEN 15. APRIL OM NATIONALBANKEN HOLDER LUKKET 31. DECEMBER

De danske pengeinstitutter holder fremover lukket nytårsaftensdag 31. december, jf. Finansrådets pressemeddelelse af 14. april 2003. Som følge

heraf holder Nationalbanken også lukket. Første gang vil være 31. december 2003.

Den nye lukkedag medfører, at Nationalbanken ikke fastsætter valutakurser og referencerenter 31. december.

Den danske del af det fælleseuropæiske betalingssystem TARGET vil være åbent 31. december.

DEN 30. APRIL OM TEMAMØNT MED DRAGETÅRNET PÅ BØRSEN

Børsens karakteristiske tårn med fire snoede dragehaler er motivet på den anden mønt i Nationalbankens serie af temamønter med tårne som gennemgående motiv. Børsen blev bygget i 1618-1624 af Christian IV og skulle markere Københavns stigende betydning som handelscentrum. Dragehalerne skulle efter sigende beskytte Børsen mod ildsvåde og fjendeslag.

Temamønten udsendes som en 20-kronemønt, og motivet på forsiden af mønten viser Dronningen i højrevendt profil som på de almindelige cirkulerende 10- og 20-kroner. Mønten har samme størrelse og er af samme materiale som den cirkulerende 20-krone. Den præges i ca. 1 million eksemplarer og kan anvendes som almindelige 20-kroner. Mønten kan købes til pålydende værdi fra den 1. maj i pengeinstitutter og i Nationalbanken.

Om baggrunden for, at Nationalbanken udsender temamønter og at valget faldt på tårne, udtaler nationalbankdirektør Torben Nielsen:

"Baggrunden for at udsende en temamøntserie er at introducere nye kunstnere til arbejdet med at udforme mønter, så der i Danmark findes flere, der mestrer dette speciale. Samtidig medvirker nye motiver til at gøre det mere spændende at få en mønt i hånden. Tårne er valgt som tema, fordi de både repræsenterer nationale og historiske symboler. Samtidig giver de i modsætning til fx hele bygninger kunstneren en god mulighed for at skabe en spændende mønt med dybde og detaljerigdom."

Billedhugger Karin Lorentzen har udformet relieffet af Børsen, og om arbejdet med mønten udtaler Karin Lorentzen:

"Tårnet er et smukt symbol på en kunstnerisk overdådighed og rigdom, som ikke skal imponere ved at være størst og mest autoritært, men som betager os ved sin spinkle raffinerede form og finurlige drager. Dette har jeg understreget ved at forskyde tårnets placering i forhold til møntens centrale lodrette akse, samt ved at lade mellemrummene spille en vigtig rolle. Tårnkammeret under dragerne kan man kigge igennem, hvilket understreger tårnets lethed."

Den første temamønt havde Århus rådhusstårn som motiv og blev udsendt i december 2002. Mod slutningen af 2003 udsendes den tredje mønt i serien, hvor Christiansborg slotstårn er afbilledet.

Motiverne på de kommende temamønter vil blive valgt ud fra de mange forslag til tårne, Nationalbanken har modtaget fra borgere. Ved det endelige valg vil der blive lagt vægt på en vis geografisk spredning og arkitektonisk og grafisk forskellighed.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance.....	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkredit- institutternes nettostilling over for Nationalbanken	3
Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance samt pengemængden	4
Pengeinstitutternes udlån	5
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance	6
Finansielle betalinger til og fra udlandet (netto 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 15. maj 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 AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente (refi- renten)		Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks KFX
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100
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 9. aug ..	3,25	3,50	3,25	2002 apr.....	3,61	5,36	6,57	256,87
30. aug ..	3,25	3,45	3,25	nov	3,19	4,81	5,72	208,53
6. dec.....	2,75	2,95	2,75	dec.....	3,00	4,45	5,47	199,49
2003 7. mar....	2,50	2,70	2,50	2003 jan	2,90	4,29	5,44	186,82
				feb.....	2,65	4,17	5,32	178,03
				mar.....	2,63	4,32	5,42	186,65
15. maj ...	2,50	2,70	2,50	apr.....	2,60	4,37	5,46	205,63

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.						
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	193,2	47,7	50,3	160,7	10,1	81,2	89,6
2002 apr	178,9	45,8	56,6	105,1	5,1	42,9	67,2
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
feb.....	196,9	44,7	76,1	133,0	3,6	72,2	64,4
mar	198,1	44,8	100,2	149,5	8,8	113,2	45,2
apr	198,4	46,8	97,3	143,2	7,8	105,5	45,4

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	45,4	-0,9	-2,4	35,7	89,6
2002 apr	12,4	12,9	-0,5	1,7	-0,1	-0,4	0,7	67,2
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	3,0	0,3	0,8	-16,8	72,8
feb	-4,8	5,9	-10,7	2,3	0,2	-0,1	-8,4	64,4
mar	-10,3	13,8	-24,1	1,2	0,3	3,3	-19,2	45,2
apr	15,5	13,1	2,4	0,8	-0,1	-2,9	0,3	45,4

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE
SAMT PENGEMÆNGDEN

Tabel 4

	Balancesum	heraf:					
		Indenlandske udlån			Beholdning af inden-landske gældsins-trumenter	Uden-landske aktiver, netto ¹	Penge-mængden (M3)
		I alt	heraf:				
			Hushold-ninger	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	1.001,8	420,0	125,8	163,7	523,2
2000	2.806,8	1.758,7	1.076,8	499,2	114,2	49,6	506,4
2001	2.932,1	1.925,9	1.168,6	573,2	133,1	-46,9	546,4
2002	3.199,4	2.022,8	1.247,5	578,3	142,8	-62,1	604,7
2002 mar	3.088,8	1.954,4	1.181,0	584,2	134,8	-83,3	546,1
okt	3.215,2	2.006,5	1.236,5	573,6	152,6	-46,8	604,6
nov	3.208,5	2.014,5	1.235,9	580,9	139,5	-61,9	604,6
dec	3.199,4	2.022,8	1.247,5	578,3	142,8	-62,1	604,7
2003 jan	3.282,9	2.030,5	1.247,7	584,2	149,8	-59,4	656,9
feb	3.308,7	2.043,1	1.259,2	587,2	154,0	-47,1	670,5
mar	3.353,0	2.072,1	1.279,9	597,1	171,3	-32,7	646,9
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	7,8	2,9	-17,9	...	0,0
2000	7,4	11,4	7,5	18,9	-9,2	...	-3,2
2001	4,5	9,5	8,5	14,8	16,5	...	7,9
2002	9,1	5,0	6,8	0,9	7,2	...	10,7
2002 mar	5,0	7,8	8,0	8,8	3,0	...	1,2
okt	8,7	6,5	8,8	1,7	6,6	...	2,9
nov	6,6	5,6	7,8	1,6	7,6	...	4,6
dec	9,1	5,0	6,8	0,9	7,2	...	10,7
2003 jan	9,0	4,9	7,4	1,2	12,5	...	17,6
feb	9,0	5,5	7,7	1,5	7,5	...	21,0
mar	8,6	6,0	8,4	2,2	27,0	...	18,4

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske Monetære Finansielle Institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutter, 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	526,2	239,0	186,4	104,7	312,5	66,2	246,3	943,4
2001	588,0	253,3	228,8	112,7	288,1	34,6	253,5	988,8
2002	599,0	253,3	231,3	124,5	298,3	32,6	265,7	1.021,8
2002 mar	596,7	251,5	235,5	144,6	299,8	32,6	267,2	1.041,1
okt	589,2	251,2	223,2	146,6	...	...	...	...
nov.....	589,3	243,4	230,6	127,2	...	...	...	...
dec.....	599,0	253,3	231,3	124,5	298,3	32,6	265,7	1.021,8
2003 jan	645,2	245,4	280,7	147,2	...	...	...	...
feb	640,1	244,0	279,4	151,9	...	...	...	...
mar	655,3	253,0	288,3	142,3	279,4	31,1	248,3	1.077,0
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	27,8	46,4	21,1
2000	31,6	17,6	59,0	-0,3	-9,5	-46,3	10,9	11,0
2001	11,7	6,0	22,7	7,6	-7,8	-47,7	2,9	4,8
2002	1,9	0,0	1,1	10,5	3,5	-5,8	4,8	3,3
2002 mar	8,1	4,0	11,0	25,8	0,4	-43,2	10,5	7,8
okt	2,8	2,8	0,3	33,8	...	...	...	...
nov.....	1,4	0,4	1,1	2,8	...	...	...	...
dec.....	1,9	0,0	1,1	10,5	3,5	-5,8	4,8	3,3
2003 jan	0,4	-0,3	1,4	16,0	...	...	...	...
feb	1,1	-0,6	0,6	13,4	...	...	...	...
mar	1,6	0,5	2,2	-5,0	-6,8	-4,6	-7,1	3,4

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	1.095,4	830,2	99,8	15,5	1.212,9
2001	1.579,5	1.191,8	907,6	245,7	54,5	1.421,3
2002	1.721,8	1.284,6	988,0	365,0	82,5	1.584,2
2002 mar	1.386,2	1.209,1	921,9	289,8	71,0	1.267,8
okt	1.455,6	1.275,5	979,1	342,8	81,1	1.370,0
nov	1.490,9	1.284,8	986,2	351,6	81,9	1.400,0
dec	1.721,8	1.284,6	988,0	365,0	82,5	1.584,2
2002 jan	1.503,2	1.296,1	996,1	376,5	83,8	1.428,5
feb	1.564,8	1.311,0	1.009,0	385,6	84,8	1.482,1
mar	1.623,6	1.321,3	1.019,2	400,7	86,4	1.532,7
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	4,2	5,7	67,2	61,5	8,7
2001	17,8	8,8	9,3	146,2	251,6	17,2
2002	9,0	7,8	8,9	48,6	51,4	11,5
2002 mar	9,3	8,4	9,3	136,8	267,9	7,4
okt	9,3	9,6	10,7	79,7	107,2	9,5
nov	6,3	9,0	10,0	67,1	84,3	7,7
dec	9,0	7,8	8,9	48,6	51,4	11,5
2003 jan	11,8	8,5	9,7	41,3	33,9	15,0
feb	14,1	9,0	10,1	38,5	27,3	17,3
mar	17,1	9,3	10,5	38,3	21,7	20,9

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.

FINANSIELLE BETALINGER TIL OG FRA UDLANDET (NETTO 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.				
1999	21,2	0,9	60,0	116,5	-118,2	15,3	-17,8	64,2
2000	19,9	-0,1	-23,8	265,0	-202,5	-21,3	-38,9	-43,0
2001	40,7	-0,2	-42,6	92,5	-107,9	-17,7	29,4	27,5
2002	39,5	0,7	29,8	45,6	-37,3	8,5	-24,6	45,4
apr 01 - mar 02 ..	33,7	-0,6	-3,3	59,5	-59,0	-26,7	23,8	53,6
apr 02 - mar 03 ..	41,3	0,6	-4,2	38,7	-33,1	42,8	-11,7	26,0
2002 mar	1,0	0,0	-1,6	2,6	-3,2	-6,4	2,2	1,6
okt	3,9	0,6	-16,7	-1,0	-1,1	5,7	7,3	-4,9
nov	1,2	0,0	3,0	6,0	-9,7	-10,2	-4,0	0,3
dec	1,7	-0,2	-2,6	4,2	-3,8	4,1	-1,0	-2,1
2003 jan	4,3	-0,1	-11,5	3,1	-2,0	2,8	9,4	2,1
feb	4,9	-0,1	-9,3	-0,9	-6,3	8,0	6,2	1,7
mar	1,8	0,0	3,7	-2,4	3,8	10,3	-4,3	1,2

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		
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	1.280,8	608,7	323,8	266,4	5,4	1.204,2	567,3	490,7
2001	1.325,3	626,5	342,9	268,5	1,6	1.239,5	597,4	511,7
2002	1.358,3	654,1	355,0	267,4	1,8	1.278,3	600,6	520,6
2001 4. kvt	345,6	162,4	88,8	71,9	1,0	324,1	151,2	129,6
2002 1. kvt	325,6	160,0	85,2	64,1	0,7	310,0	143,0	127,4
2. kvt	345,1	163,3	88,9	68,7	5,3	326,2	151,1	132,1
3. kvt	335,3	160,3	89,7	64,4	-1,4	313,0	151,7	129,4
4. kvt	352,2	170,5	91,2	70,2	-2,8	329,1	154,8	131,6
Realvækst i forhold til året før, pct.								
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	2,9	-1,9	1,1	8,6	...	1,9	13,0	11,3
2001	1,4	0,4	2,1	1,9	...	0,9	3,0	1,9
2002	1,6	2,1	1,0	0,0	...	1,0	3,6	2,5
2001 4. kvt	1,0	1,0	2,5	6,0	...	1,1	-2,1	-2,3
2002 1. kvt	1,2	1,5	0,8	1,0	...	0,9	0,1	-0,6
2. kvt	3,1	1,7	2,1	-2,0	...	1,5	6,7	3,2
3. kvt	1,1	2,4	0,0	2,7	...	0,7	4,9	4,6
4. kvt	1,0	2,7	1,2	-1,2	...	0,9	2,8	2,7
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
2001 4. kvt	0,1	0,2	-0,7	4,9	...	-0,2	1,1	0,1
2002 1. kvt	0,0	1,5	-0,4	-3,2	...	-0,2	2,1	1,7
2. kvt	1,8	-0,1	1,3	0,7	...	1,4	2,0	2,1
3. kvt	-0,9	0,8	-0,3	0,4	...	-0,4	-0,4	0,7
4. kvt	0,1	0,5	0,6	0,6	...	-0,1	-0,8	-1,5

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 9

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
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	54,9	21,8	76,7	-32,1	-24,8	19,9
2001	62,0	24,0	85,9	-24,9	-20,3	40,7
2002	65,0	16,0	80,9	-21,3	-20,2	39,5
apr 01 - mar 02	61,4	19,6	81,0	-26,3	-21,0	33,7
apr 02 - mar 03	68,2	17,5	85,7	-22,1	-22,3	41,3
2002 mar	5,9	0,7	6,6	-4,0	-1,6	1,0
okt	5,8	1,8	7,6	-2,1	-1,7	3,9
nov	6,8	0,9	7,7	-4,8	-1,7	1,2
dec	5,6	3,1	8,6	-3,5	-3,5	1,7
2003 jan	5,0	0,0	5,0	-2,4	1,8	4,3
feb	6,6	0,7	7,2	-0,7	-1,6	4,9
mar	6,2	2,4	8,6	-3,8	-3,0	1,8

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	0,080	0,157						0,764	0,128	0,232	0,034	0,370
	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					
2003 1. kv.	2,8	2,8	2,8	10,6	1,3	2,4	1,6	2,7	8,1	1,8					

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2002.
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	1.223,32	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 apr	743,41	839,81	1.211,00	81,42	96,8	102,6
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	104,9
2003 jan.....	743,24	699,87	1.131,15	81,03	99,5	105,3
feb	743,17	689,86	1.109,81	81,26	100,1	106,4
mar	742,74	687,47	1.088,25	80,50	100,6	107,4
apr	742,56	684,89	1.077,96	81,12	100,8	...

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- strin- ger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for	
		Råstof- udvin- ding og fremstil- lingsvirk- somhed 2000=100	Detail- handel 2000=100					Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed
				Stk.		Nettotal			
1998	6,6	94	98,2	2.426	1.652	162.708	2	-3	-2
1999	5,7	95	99,3	2.397	1.636	144.259	-2	-11	-8
2000	5,4	100	100,1	2.584	1.771	113.634	2	5	-1
2001	5,2	102	100,6	2.682	2.329	96.125	0	-3	-11
2002	5,2	103	103,7	3.041	2.469	111.670	1	-4	-14
Sæsonkorrigeret									
2002 apr	5,0	104	105,3	243	215	9.242	2	0	-13
nov	5,4	102	104,5	264	218	8.991	2	-2	-17
dec	5,4	100	104,7	266	190	9.060	0	-2	-21
2003 jan	5,5	104	106,6	262	204	8.199	3	-5	-21
feb	5,7	105	107,3	217	203	7.686	-2	-4	-21
mar	5,8	103	...	259	199	7.268	-2	-8	-23
apr	...	...	...	283	213	6.969	-4	-7	-25

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 13

	Beskæftigelse		Lønindeks i fremstillingsvirksomhed	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Ejendomspriser (enfamiliehuse)
	I alt	Privat			
	1.000 personer		Februar 1996=100	1980=100	I pct. af ejendoms-værdi 1995
1998	2.681	1.868	109,8	103,3	134,4
1999	2.716	1.896	114,4	102,9	143,7
2000	2.734	1.912	118,4	98,8	153,0
2001	2.750	1.920	123,5	101,4	162,0
2002	2.736	1.897	128,5	103,6	167,0
Sæsonkorrigeret					
2001 4. kv.	2.757	1.921	125,3	102,4	162,5
2002 1. kv.	2.731	1.888	126,6	102,1	163,8
2. kv.	2.749	1.909	127,7	102,8	167,0
3. kv.	2.736	1.898	128,9	104,2	168,7
4. kv.	2.728	1.892	130,7	105,2	168,6
Vækst i forhold til året før, pct.					
1998	1,7	1,6	4,4	2,9	8,8
1999	1,3	1,5	4,1	-0,4	6,9
2000	0,7	0,9	3,5	-4,0	6,5
2001	0,6	0,4	4,3	2,6	5,9
2002	-0,5	-1,2	4,0	2,2	3,1
2001 4. kv.	0,8	0,4	4,4	4,2	3,6
2002 1. kv.	-0,5	-1,6	4,3	1,4	2,6
2. kv.	0,1	-0,6	3,7	2,2	3,2
3. kv.	-0,6	-1,2	3,8	2,4	3,0
4. kv.	-1,1	-1,5	4,3	2,8	3,8

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 pdf-dokumenter og for visse emer også som 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.