



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt 3. 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

Kvartaloversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K

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

E-mail: info@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

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

Kvartaloversigt – 4. kvartal 2003 planlægges offentliggjort 4. december 2003.

Tryk: Scanprint as, Viby J

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Aftale om håndtering af finansielle kriser	21
Nye kapitaldækningsregler for kreditinstitutter	23
Lisbeth Borup og Morten Lykke, Kapitalmarkedsafdelingen	
Baselkomiteen har offentliggjort tredje udkast til nye kapitaldækningsregler. Minimumskapitalkravet knyttes tættere til de faktiske risici i institutterne. Der skal være en tæt dialog mellem institut og tilsynsmyndighed om kapitaldæknings størrelse. De nye regler forventes at træde i kraft i 2007.	
Infrastrukturen på værdipapirmarkedene	35
Henrik Arnt, Betalingsformidlingskontoret, og Anne Reinhold Pedersen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Artiklen gennemgår udviklingen i infrastrukturen på de europæiske værdipapirmarkeder. Der har fundet en konsolidering sted, og processen er langt fra færdig. Der ses på de problemstillinger, der er knyttet til at handle værdipapirer på tværs af landegrænser, samt på de interesser og overvejelser, de europæiske myndigheder gør sig på området.	
Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv	47
Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Juridisk Sektion	
Artiklen beskriver de forskellige muligheder for sikkerhedsstillelse for Nationalbankens udlån samt det retlige grundlag herfor, herunder de særlige retsregler, der finder anvendelse ved sikkerhedsstillelse over for centralbanker.	
Årsager til opsvinget i 1993-94, hvor afgørende var finanspolitikken?	63
Niels Lynggård Hansen og Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling	
Opsvinget i dansk økonomi i 1993-94 havde baggrund i såvel en finanspolitisk ekspansion som et betydeligt rentefald, der bl.a. udløste en større konverteringsbølge. Modelberegninger tyder på, at rentefaldet betød mindst lige så meget for det stærke opsving som den finanspolitiske ekspansion.	

Budgetsituationen i Tyskland og Frankrig	75
Ulrik Bie og Lars Mayland Nielsen, Økonomisk Afdeling	
Budgetunderskuddene i Tyskland og Frankrig er steget kraftigt og de to lande lever ikke op til kravene i stabilitets- og vækstpagten. Der ses på årsager til, at underskuddene opstod og på nogle af de økonomiske forhold, der er af betydning for en holdbar budgetudvikling.	
Den økonomiske situation på Færøerne	89
Bjarne Skafte og Pernille Thinggård, Sekretariatet	
Efter den økonomiske krise på Færøerne i begyndelsen af 1990'erne har den færøske økonomi fra 1995 til 2002 været inde i en periode med usædvanlig høj vækst. I løbet af 2002 og især i 1. halvår 2003 kom der tegn på, at økonomien er inde i en afmatningsperiode.	
Pressemeddelelser	103
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra midten af maj til udgangen af august 2003

UDVIKLINGEN PÅ DE INTERNATIONALE FINANSIELLE MARKEDER

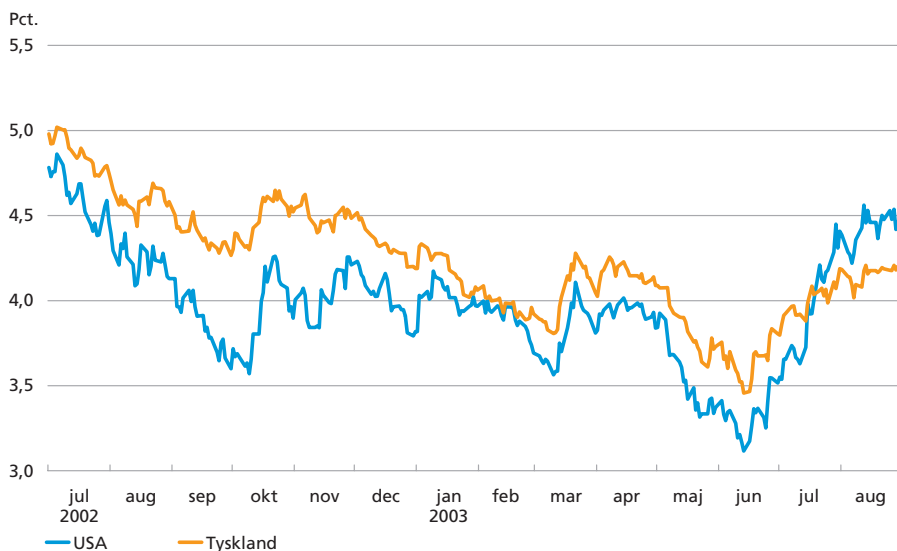
Efter en periode med lav vækst og stor usikkerhed om fremtiden er tegnene på et opsving i USA blevet mere tydelige i løbet af sommeren. Udviklingen i Japan har været gunstigere end ventet, og en række tillidsindikatorer peger i retning af, at opsvinget snart vil brede sig til Europa.

Ikke mindst de finansielle markeder er i det forløbne kvartal blevet mere optimistiske. Således er aktierne steget, og fra midten af juni er obligationsrenterne gået betydeligt i vejret, især i USA.

De 10-årige renter faldt i begyndelsen af perioden, hvor der i USA var diskussion af risikoen for deflation, dvs. en generel tendens til faldende priser og lønninger. Den lange amerikanske rente var den 13. juni nede på 3,12 pct., det laveste niveau siden 1958, mens den lange tyske rente var godt 30 basispoint højere, jf. figur 1. Overvejende gode nøgletal i

10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONSRENTER I USA OG TYSKLAND

Figur 1



Anm.: Dagsobservationer. Sidste observation er 29. august 2003.
Kilde: EcoWin.

RENTEUDVIKLINGENS REAKTION PÅ KOMMUNIKATION OG RENTEBSLUTNINGER I USA

Boks 1

De pengepolitiske renters effekt på realøkonomien går bl.a. via markedsrenterne. For de korte renter er der en tæt sammenhæng med de pengepolitiske renter og forventningen til den nærmest kommende udvikling heri. Obligationsrenterne påvirkes også af nyheder, der ændrer forventningerne til den økonomiske udvikling.

Markedsrenternes afhængighed af forventningerne til fremtiden betyder, at de reagerer på nyheder og signaler, der ændrer disse forventninger. Fx vil et signal fra en centralbank om en kommende renteændring påvirke markedsrenten, før den pengepolitiske rente faktisk ændres. Hvis den pengepolitiske rente senere ændres som forventet, vil markedsrenterne normalt ikke reagere yderligere.

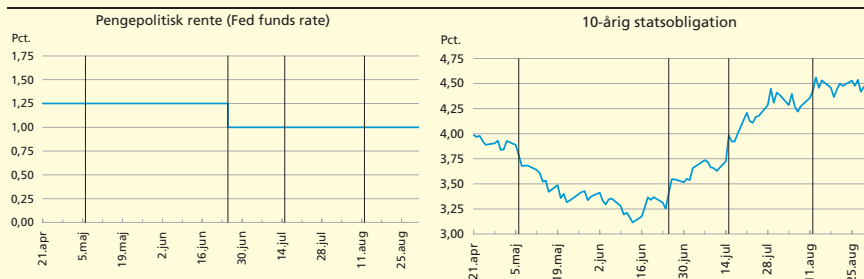
Forårets og sommerens markante ændringer i den lange rente i USA er i højere grad blevet tilskrevet formuleringer i pressemeddelelserne ved møderne i FOMC (Federal Open Market Committee) end selve rentebeslutningen på møderne.

På FOMC-mødet den 6. maj blev den pengepolitiske rente ikke ændret, men den lange rente faldt efterfølgende markant. På FOMC-mødet den 25. juni blev renten nedsat med 25 basispoint, men obligationsrenten steg brat i dagene efter. Obligationsrenten steg yderligere efter centralbankchefens halvårslige tale til kongressen den 15. og 16. juli og efter FOMC-mødet den 12. august, hvor den pengepolitiske rente ikke blev ændret.

Forløbet kan skyldes mange forhold, men er af mange iagttagere blevet tillagt nogle mindre ændringer i formuleringerne om risikoen for deflation. Centralbankens egne analyser peger mere generelt på, at kommunikation i form af fx taler og pressemeddelelser er væsentlig for de lange renter.¹

RENTEUDVIKLING I USA

Figur 2



Anm.: De lodrette streger angiver FOMC-møder, samt talen til kongressen den 15. juli.

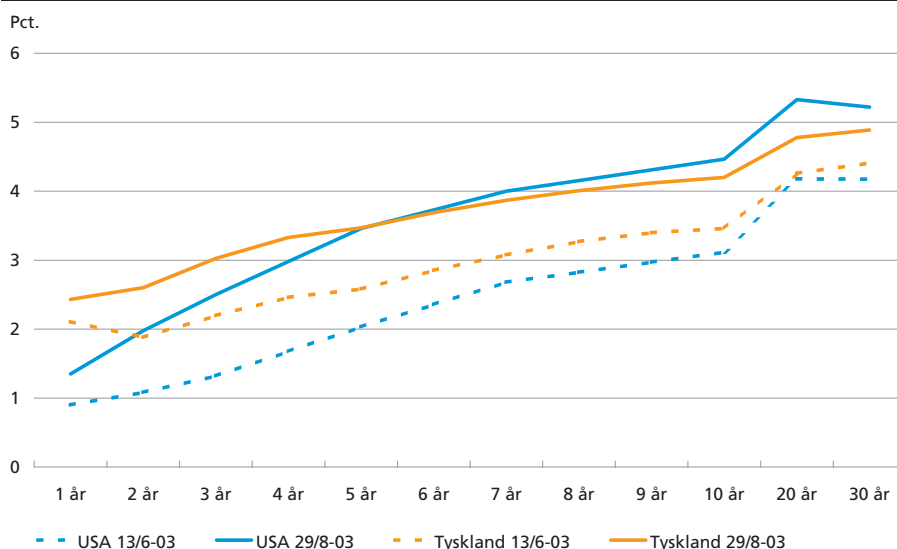
Kilde: EcoWin.

¹ Se Donald L. Kohn og Brian P. Sack, Central bank talk: Does it matter and why?, Presented at the Macroeconomic Monetary Policy and Financial Stability Conference in Honour of Charles Freedman, Bank of Canada, Ottawa, juni 2003.

USA førte til en periode med rentestigninger og et mere positivt syn på økonomien. Rentestigningen i Europa har været mere behersket, og siden midten af juli har de lange renter været højere i USA end i Tyskland. Rentestigningerne tilskrives primært forventninger om et begyndende opsving, herunder normaliserede inflationsforventninger, men kan også være påvirket af et stigende udbud af obligationer til finansie-

RENTEKURVER I USA OG TYSKLAND

Figur 3



Kilde: EcoWin.

ring af voksende budgetunderskud, især i USA. Rentebevægelser kan desuden være selvforstærkende, idet rentefølsomheden på konverterbare amerikanske obligationer ved lave renteniveauer stiger med renten. Ved rentefald kan det udløse et købspres, der får renterne til at falde yderligere, og omvendt, kan en rentestigning udløse et salgspres, der igen får renterne til at stige yderligere.¹ I slutningen af august var den lange amerikanske rente steget til 4,5 pct., mens den lange rente i Tyskland var 4,2 pct. Udviklingen i de lange renter er desuden set som en reaktion på udtalelser og rentenedsættelser fra Federal Reserve, hvilket beskrives nærmere i boks 1.

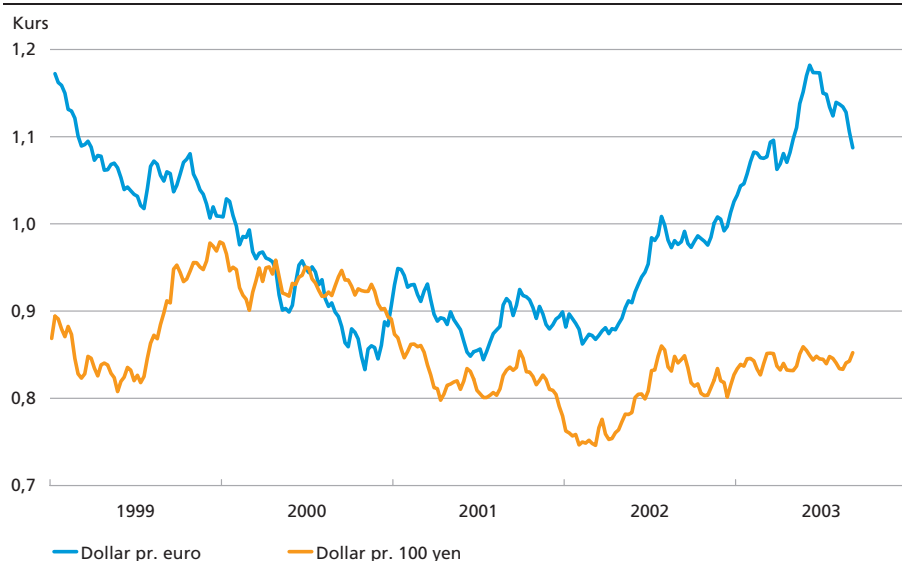
De pengepolitiske renter i euroområdet blev nedsat med 50 basispoint til 2 pct. den 5. juni, mens den toneangivende pengepolitiske rente i USA blev nedsat med 25 basispoint til 1 pct. den 25. juni. På pengemarkedet faldt renterne frem til medio juni, hvorefter 3-måneders renterne kun har ændret sig lidt. Rentekurven er blevet stejlere for de korte og mellemlange løbetider, især i USA, jf. figur 3, hvilket er i overensstemmelse med tiltagende forventninger til et økonomisk opsving.

De internationale aktiemarkeder steg i modsætning til obligationsrenterne i starten af perioden, og siden midten af juni har især det amerikanske S&P 500-indeks bevæget sig mere fladt. De stigende renter kan

¹ Se Louise Mogensen, Markedsdynamik ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002 for en nærmere beskrivelse.

HOVEDVALUTAERNES KURSUDVIKLING

Figur 4



Anm.: Dagsobservationer. Sidste observation er 29. august.
Kilde: EcoWin.

have medvirket til at dæmpe aktiekurserne, idet nutidsværdien af fremtidige overskud reduceres, når renterne stiger. Det amerikanske S&P 500-indeks er steget ca. 6 pct. siden midten af maj, mens det europæiske DJ Stoxx 600-indeks er steget ca. 9 pct.

Euroen nåede den hidtil højeste kurs over for den amerikanske dollar, 1,19 dollar pr. euro, i slutningen af maj, jf. figur 4. Ved ØMUens start i januar 1999 var kursen 1,17 dollar pr. euro. Siden slutningen af maj er euroen blevet svækket, og i slutningen af august var den faldet til ca. 1,10 dollar pr. euro. I et længere perspektiv er euroen ikke specielt stærk. Undersøgelser af ligevægtskursen for euro/dollar gennemført i 2000-01 finder for hovedpartens vedkommende en ligevægtskurs mellem ca. 1,10 og 1,30 dollar pr. euro.¹ Den japanske yen har i perioden bevæget sig i intervallet 116 til 121 yen pr. dollar, med tendens til svækkelse i starten af perioden og styrkelse i august.

Olieprisen (Brent) har været jævnt stigende fra ca. 26 dollar pr. tønde medio maj til knap 30 dollar pr. tønde ultimo august. Prisstigningen skyldes til dels voksende usikkerhed om, hvornår Iraks olieleverancer er genoprettet. Guldprisen steg kortvarigt i starten af perioden, hvorefter den langsomt faldt. I august var guldprisen igen stigende.

¹ For en oversigt, se Targeting the Euro, *OECD Economics Department Working Paper 298* og Grundlæggende økonomiske faktorer og eurokursen, *ECB månedsoversigt*, januar 2002.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

USA

Det amerikanske BNP voksede 0,8 pct. i 2. kvartal. Væksten blev bredt drevet af en stigning i det private forbrug, det offentlige forbrug og faste investeringer. Stigningen i det offentlige forbrug skyldtes især militærudgifter. Der var negative vækstbidrag fra lagerinvesteringer og fra nettoeksporten, idet importen steg, og eksporten faldt.

Væksten i 2. kvartal var højere end i de foregående kvartaler, og de faste investeringer, der har haft en faldende tendens siden slutningen af 2000, steg. Visse månedsbaserede nøgletal i 3. kvartal tyder på en fortsat bedring. Detailsalget har været bedre end ventet, og ordreindgangen er stigende. ISM-indekset, der måler erhvervstilliden i USA, er steget fire måneder i træk. Indekset var i juli og august over 50, hvilket regnes som grænseværdien for, om erhvervstilliden indikerer fremgang i den amerikanske fremstillingsindustri. Industriproduktionen lå fladt i starten af perioden, men steg i juli.

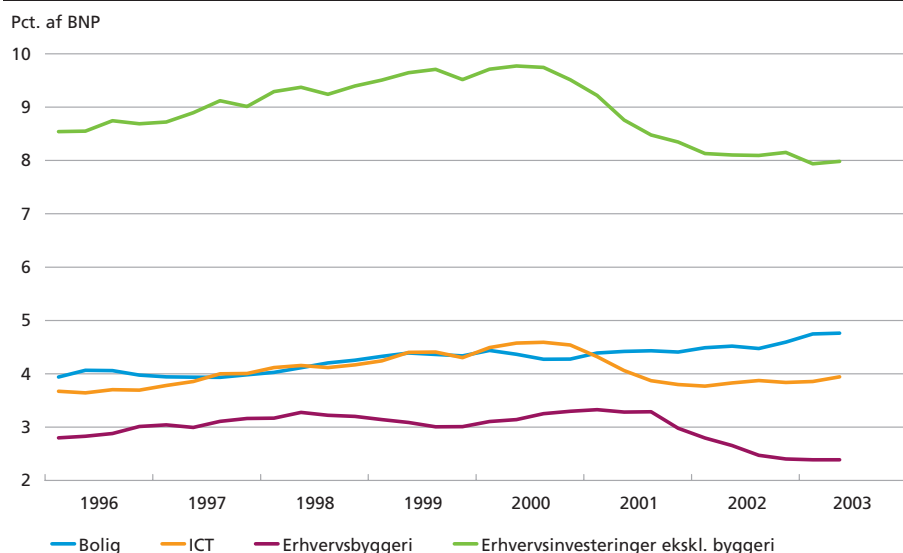
På kort sigt understøttes væksten i den amerikanske økonomi af en ekspansiv finans- og pengepolitik. Skattelettelser til en samlet værdi af 350 mia. dollar over 10 år blev vedtaget i maj. Lempelserne er indtil videre midlertidige, og det offentlige budgetunderskud forøges primært i 2003-05. Medmindre der opstår usikkerhed om finanspolitikken holdbarhed på sigt, vil lempelserne medvirke til at holde forbruget oppe. Efter rentenedsættelsen i juni er Fed funds rate på 1,0 pct., og det lave renteniveau stimulerer både investeringer og forbrug. Hertil kommer, at svækkelsen af den amerikanske dollar siden starten af 2002 har forbedret konkurrenceevnen.

Nedgangen i investeringerne, jf. figur 5, har været den væsentligste årsag til den svage konjunkturudvikling siden 2001. En opgang i investeringerne er nødvendig, hvis et selvbærende opsving skal komme i gang. Erhvervsinvesteringerne ekskl. byggeri har vist tegn på opgang, specielt ved opgørelse i faste priser, efter at de faldt kraftigt i 2001. Det var især investeringerne i informations- og kommunikations teknologi (ICT), der blev reduceret, da it-boblen brast, og det er også ICT-investeringerne, der nu stiger igen. Erhvervsbyggeriet er faldet kraftigt, mens boliginvesteringerne er steget stabilt.

Privatforbruget har været på et højt niveau længe. Boligmarkedet har været stærkt, og konverteringer har stimuleret forbruget. Med den seneste rentestigning vil konverteringsomfanget imidlertid dæmpes. Samtidig kan beskæftigelsesudviklingen, jf. nedenfor, øge usikkerheden og mindske forbrugernes optimisme. Forbrugertilliden steg i august, efter et fald i juli, men forbrugernes vurdering af den nuværende økonomiske

ERHVERVSINVESTETERINGER I USA, PCT. AF BNP

Figur 5



Anm.: Figuren viser nominelle investeringer i forhold til nominelt BNP. Anvendes faste priser er stigningen i ICT-investeringer kraftigere.

Kilde: EcoWin.

situation er uændret lav, og en mindre afdæmpning i forbruget er mulig på trods af den ekspansive finans- og pengepolitik.

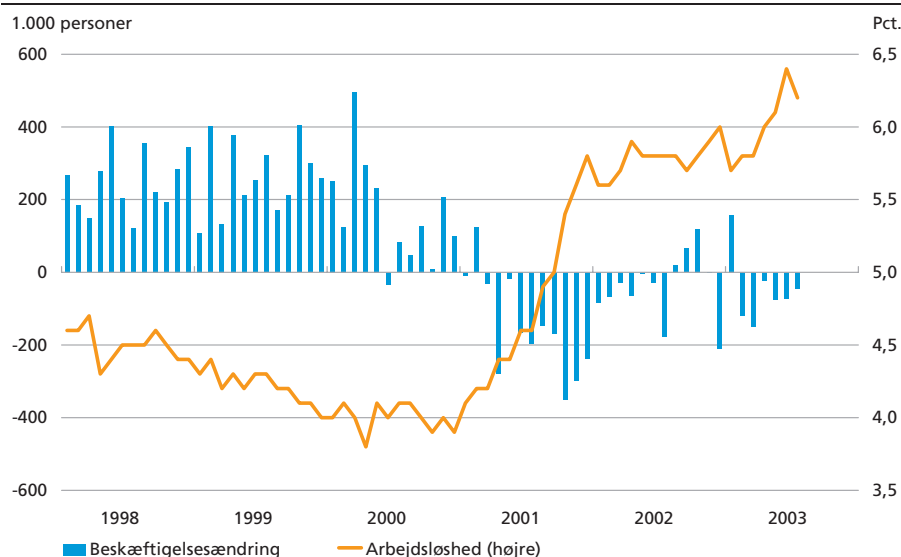
Arbejdsmarkedet er fortsat mat. Arbejdsløsheden faldt ganske vist i juli til 6,2 pct., men samtidig faldt beskæftigelsen for sjette måned i træk, jf. figur 6. Det normale mønster er, at beskæftigelsen reagerer med en vis forsinkelse på opsving i produktionen, så beskæftigelsesfaldet er ikke i sig selv uforeneligt med et begyndende opsving.

Forbrugerprisernes årlige stigningstakt har de seneste måneder været næsten konstant og var 2,1 pct. i juli. Kerneinflationen, opgjort som den årlige stigningstakt i forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer, har i perioden ligget lavt, men stort set uforandret, og var i juli 1,5 pct. Der er således ikke umiddelbar risiko for deflation i USA.

På længere sigt vil ubalancerne i den amerikanske økonomi fortsat kunne sætte dagsordenen. Efter den seneste lempelse af finanspolitikken ventes det føderale budgetunderskud at overstige 4 pct. af BNP i finansårene 2003 og 2004, jf. det halvårslige skøn fra præsidentens budgetkontor. Samtidig har mange stater store finansielle problemer og må ventes at skulle stramme op. Desuden er husholdningernes opsparing lav, og betalingsbalanceunderskuddet, der løbende skal finansieres ved udenlandske investeringer eller lån, var på 5,1 pct. af BNP i 1. kvartal. Fortsættes de store offentlige underskud, vurderer bl.a. IMF, at det før eller siden vil hæmme investeringerne i USA og begrænse produktivitetsvæksten.

BESKÆFTIGELSESÆNDRING OG ARBEJDSLØSHED I USA

Figur 6



Anm.: Ændring i beskæftigelsen i forhold til måneden før, og arbejdsløshed i pct. af arbejdsstyrken.
Kilde: EcoWin.

Euroområdet

Euroområdet havde svagt negativ vækst i 2. kvartal 2003 efter en periode med lave og aftagende vækstrater. I 1. kvartal var væksten på 0,1 pct., eksporten og investeringerne faldt, og der blev produceret til lager. Uden lagerforøgelsen ville der have været tilbagegang i økonomien.

De seneste måneder er forbrugertilliden i euroområdet steget, men er fortsat på et lavt niveau. Stigningen kan være en første indikation af begyndende vækst, drevet af et højere indenlandsk forbrug. Også virksomhedstilliden er begyndt at stige i flere lande, men ligger stadig lavt, og der ses endnu ikke tegn på opgang i industriproduktionen.

Den europæiske økonomi har ikke de samme finansielle ubalancer som USA, men har til gengæld problemer med en høj strukturel ledighed. Flere lande kan dog ikke overholde stabilitets- og vækstpagtens krav til de offentlige finanser, jf. nedenfor. Der har i længere tid været en svag vækst i den indenlandske efterspørgsel. Husholdningernes disponible realindkomster er ganske vist steget, men usikkerhed knyttet til indholdet af nødvendige reformer af bl.a. pensionssystemerne samt den høje arbejdsløshed har tilsyneladende en negativ indvirkning på det private forbrug. Samtidig begrænses investeringerne af lav kapacitetsudnyttelse.

Forbrugerprisernes årlige stigningstakt gik op fra 1,9 pct. i juli til 2,1 pct. i august, ifølge det såkaldte flash-estimat for det harmoniserede

De finansielle forhold kan vurderes ud fra et indeks, der måler, hvordan valutakurs og rente påvirker den økonomiske aktivitet. En stigning i indekset er udtryk for, at de finansielle forhold er blevet strammere.¹

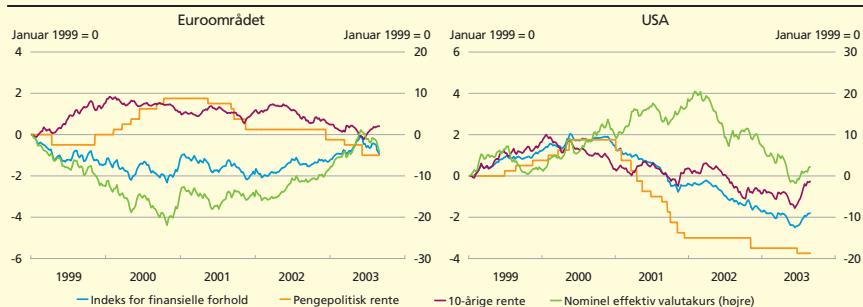
I indekset indgår ændringen i den nominelle effektive valutakurs, den pengepolitiske rente og den 10-årige rente fra et givet tidspunkt, som her er primo 1999. Vægten til ændringer i henholdsvis effektiv valutakurs og renter fastlægges ud fra deres betydning for den økonomiske aktivitet på et års sigt. Benyttes den globale model NiGEM findes for euroområdet, at en ændring af kort og lang rente på 1 procentpoint på et års sigt har samme effekt på aktiviteten som en ændring i valutakursen på 5 pct. I indekset for euroområdet skal renteændringer i procentpoint derfor vægtes fem gange højere end valutakursændringer i pct. Vægtes den pengepolitiske rente og den lange rente ens, er vægtene for euroområdet; 1/6 til valutakursen, 5/12 til den pengepolitiske rente og 5/12 til den lange rente. For USA er vægtene 1/21 til valutakursen og 10/21 til hver rente. Den lavere vægt til valutakursen for USA end for euroområdet afspejler, at euroområdets økonomi er mere åben, og derfor påvirkes mere af valutakursændringer, samt at euroområdets økonomi er mindre rentefølsom end den amerikanske.

For euroområdet viser indekset, at de finansielle forhold er en anelse mindre lempelige end ved starten af 2002 til trods for den lempeligere pengepolitik, jf. figur 7. Det skyldes, at det lavere renteniveau mere end modsvares af euroens appreciering. De finansielle forhold er dog blevet lidt lempeligere siden juni, da nedsættelsen af den pengepolitiske rente og euroens depreciering har virket stærkere end stigningen i de lange renter.

I USA bidrog nedsættelsen af den pengepolitiske rente til at lempe de finansielle forhold i 2001, og siden har både den pengepolitiske rente, den lange rente og valutakursen bidraget til at lempe de finansielle forhold yderligere. I de seneste måneder har stigningen i de lange renter og dollarens appreciering dog medført en mindre stramning.

INDEKS FOR FINANSIELLE FORHOLD I EUROOMRÅDET OG USA

Figur 7



Anm.: Ugegennemsnit.

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

¹ Se Niels Lynggård Hansen, Indeks for monetære forhold, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, Maj 1997.

prisindeks. Kerneinflationen, opgjort som stigningen i forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer, faldt fra 1,8 pct. i juni til 1,6 pct. i juli. I Tyskland har inflationen været omkring 1 pct. siden midten af 2002 og var 1,1 pct. i august.

ECBs styrelsesråd besluttede på sit møde i begyndelsen af juni at nedsætte de pengepolitiske renter med 0,50 pct. Nedsættelsen var begrundet med, at udsigten til prisstabilitet på mellemlang sigt var væsentligt forbedret, og at rentenedsættelsen tog højde for de nedadrettede risici for den økonomiske vækst. Minimumsbudrenten var herefter 2,0 pct.

Det lave niveau for de pengepolitiske renter har en positiv aktivitetspåvirkning, men modvirkes af styrkelsen af euroen siden udgangen af 2001. Dette forhold forstærkes af, at flere lande i Asien har fastkurs over for amerikanske dollar, så en stor del af den internationale tilpasning sker via euro/dollar kursen. De finansielle forhold i euroområdet, dvs. kort og lang rente samt valutakurs, vurderes under ét at være knap så lempelige som for et år siden, jf. boks 2.

Fortsat store underskud i flere lande presser stabilitets- og vækstpagtens troværdighed. De offentlige budgetter i Frankrig og Tyskland er ikke blevet forbedret siden Maastricht-traktatens grænse for de offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP blev overskredet sidste år, og det formodes, at grænsen også overskrides næste år.¹ Hertil kommer, at Italien og Portugal også er tæt på at overskride grænsen.

I Tyskland er reformbestræbelserne styrket, og flere reformer ventes at træde i kraft i januar 2004. Arbejdsmarkedsreformer, der skal mindske stivhederne på det tyske arbejdsmarked ved bl.a. at afkorte dagpengeperioden, er delvist vedtaget. Der er planlagt en sundhedsreform, som vil indebære et skift mod øget brugerbetaling og bidrage til at reducere de indirekte lønomkostninger. Derudover vil regeringen fremrykke en allerede vedtaget skattereform, som i givet fald vil betyde en reduktion i indkomstskatterne fra 2004 frem for fra 2005. Den samlede påvirkning af økonomien kan i første omgang vise sig beskeden, men der må ventes en positiv aktivitetspåvirkning på sigt. Reformplanerne kan have påvirket de tyske tillidsindikatorer positivt. Forbrugertilliden er de seneste måneder steget fra et lavt niveau, og Ifo-indekset, der måler virksomhedstilliden, er steget fire måneder i træk, hovedsageligt på grund af mere positive forventninger til fremtiden, jf. figur 8.

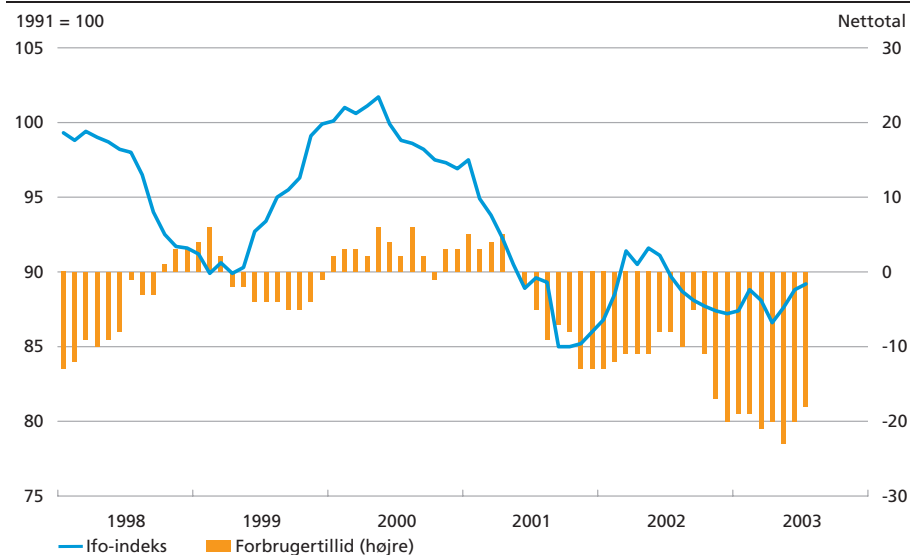
Japan

Den japanske økonomi voksede 0,6 pct. i 2. kvartal. Det japanske BNP er dermed steget 6 kvartaler i træk, og er nu på samme niveau som før

¹ Jf. Budgetsituationen i Tyskland og Frankrig, side 75ff.

FORBRUGER- OG VIRKSOMHEDSTILLID I TYSKLAND

Figur 8



Kilde: EcoWin.

recessionen i 2001. Vækstudsigterne er blevet mere positive, og den indenlandske efterspørgsel er stigende. Arbejdsmarkedet udvikler sig dog fortsat svagt. Faldet i priser og lønninger er aftagende, men for priserne skyldes det til dels midlertidige faktorer. I juli var forbrugerpriserne 0,2 pct. lavere end året før.

De japanske obligationsrenter faldt i starten af perioden og den 12. juni var den 10-årige japanske rente blot 0,4 pct., hvorefter den steg kraftigt. Vendingen var i høj grad forårsaget af optimismen omkring den amerikanske økonomi. I vendingen indgik, at en række investorer, heriblandt japanske banker, reducerede deres obligationsbeholdninger og derved pressede renterne yderligere op, og i slutningen af august var den lange japanske rente 1,5 pct. Udenlandske investorer har samtidig øget interessen for japanske aktier, og det japanske Nikkei indeks er i perioden steget ca. 27 pct. De pengepolitiske renter i Japan er ikke blevet ændret.

UK

Den kvartalsvise vækst i den britiske økonomi var 0,3 pct. i 2. kvartal, lidt mere end i 1. kvartal. Den beskedne vækst drives af den indenlandske forbrug, mens nettoeksporten er faldet. Industriproduktionen steg i juni år-til-år for første gang siden 2001.

Det britiske pund apprecierede i juni, men blev i juli midlertidigt svækket, hvilket faldt sammen med politisk uro om regeringens håndtering af Irak-krigen.

Det britiske finansministerium, HM Treasury, fremlagde i juni en bedømmelse af de fem test, som regeringen har opstillet for britisk ØMU-deltagelse. Formålet med de fem økonomiske test er at undersøge, om britisk ØMU-deltagelse *klart og utvetydigt* er foreneligt med hensynet til Storbritanniens økonomiske interesser. De fem økonomiske test, der blev opstillet i 1997, er:

- Er konjunkturcykler og økonomiske strukturer forenelige, så vi og andre kan leve komfortabelt med euro-renter på permanent basis?
- Hvis problemer opstår, er der så tilstrækkelig fleksibilitet til at håndtere dem?
- Vil indtrædelse i ØMUen skabe bedre betingelser for virksomheder, der beslutter at lave langsigtede investeringer i Storbritannien?
- Hvilken effekt vil indtrædelse i ØMUen have på konkurrencedygtigheden for UKs finansielle sektor, i særdeleshed for London City's markeder?
- Sammenfattende, vil indtrædelse i ØMUen fremme højere vækst, stabilitet og en varig stigning i beskæftigelsen?

Bedømmelsen fra Treasury er, at der er sket væsentlige fremskridt i retning af at opfylde de fem test, og at alle fem test vil kunne blive opfyldt ved tilstrækkelig konvergens. Alene den fjerde test, den finansielle sektors konkurrencedygtighed, blev bedømt til at være helt opfyldt.

I bedømmelsen er der lagt vægt på, at de britiske konjunkturudsving siden 1997 har nærmet sig euroområdet konjunkturer. Euroområdet renteniveau er derved blevet mere passende for UK. Muligheden for divergens blev imidlertid set som en fortsat risikofaktor, og den første test blev derfor ikke bedømt som opfyldt. En årsag er det britiske boligmarked, der er særlig følsomt over for udsving i den korte rente, idet boliglån i UK optages med variabel rente eller med fast rente og kort løbetid. Da forbruget i UK samtidig er tættere knyttet til udviklingen på boligmarkedet, end det er tilfældet i de fleste andre EU-lande, vurderes det, at indtrædelse i ØMUen kan have en destabiliserende effekt via det britiske boligmarked og forbrug. I den forbindelse vil man bl.a. se på det danske realkreditmarked, der er mindre følsomt over for udsving i den korte rente.

Fleksibiliteten i den britiske økonomi er bedømt til at være forbedret i de seneste år, men ikke nok til at den anden test er opfyldt. Endelig vurderes det, at indtrædelse i ØMUen kan fremme investeringerne i UK, handlen med euroområdet og den økonomiske vækst, når der er tilstrækkelig konvergens. Den tredje og femte test vil derfor være opfyldt, når den første test er opfyldt.

Et af de tiltag, der skal brolægge vejen til en eventuel indtrædelse, er et påtænkt skifte i inflationsmålsætningen, så målsætningen udtrykkes ved det harmoniserede prisindeks, HICP, frem for det nationale prisindeks, RPIX. Forskellen på de to prisindeks består primært i den måde, hvorpå priserne aggregeres, samt at huspriser indgår i RPIX, men ikke i HICP.

Bank of England nedsatte sin toneangivende rente med 25 basispoint til 3,50 pct. den 10. juli som følge af lavere vækst end ventet og dermed mindre inflationspres på mellemlangt sigt. Det var desuden vurderingen, at risikoen for at stimulere huspriserne var lille på grund af faldende

aktivitet på boligmarkedet. Stigningen i boligpriserne er aftaget, men er fortsat høj. Den årlige stigningstakt i boligpriserne målt ved Halifax indekset var således 18 pct. i juli. Inflationen har været aftagende, men steg til 1,3 pct. i juli målt ved HICP.

De økonomiske konsekvenser for UK af et evt. ØMU-medlemskab blev vurderet af det britiske finansministerium i juni, jf. boks 3 om de fem økonomiske test. Konklusionerne kan ikke overføres til Danmark, da vi fører fastkurspolitik over for euro og allerede har opnået en høj grad af konvergens.

Sverige

Væksten i den svenske økonomi faldt til 0,3 pct. i 2. kvartal som følge af nedgang i investeringerne, mens privatforbruget steg.

Sveriges Riksbank har lempet pengepolitikken, idet den toneangivende rente blev sat ned med 50 basispoint i juni og yderligere 25 basispoint i juli til 2,75 pct. Rentenedsættelserne blev begrundet med lavere inflation end ventet og udsigt til lav inflation på et til to års sigt. Rentenedsættelsen i juni blev endvidere begrundet med, at de internationale vækstudsigter var nedjusteret.

Der er afstemning om Sveriges deltagelse i ØMUen den 14. september, dvs. efter at kvartalsoversigten er gået i trykken. Opinionsmålingerne blev mere negative i løbet af forsommeren. Rentespændet og valutakursen over for euroområdet ændrede sig ikke væsentligt i perioden, og der synes ikke at have været konvergenshandel. Ved eventuel deltagelse i ØMUen venter bl.a. Riksbanken, at indtrædelseskursen bliver stærkere end den nuværende.

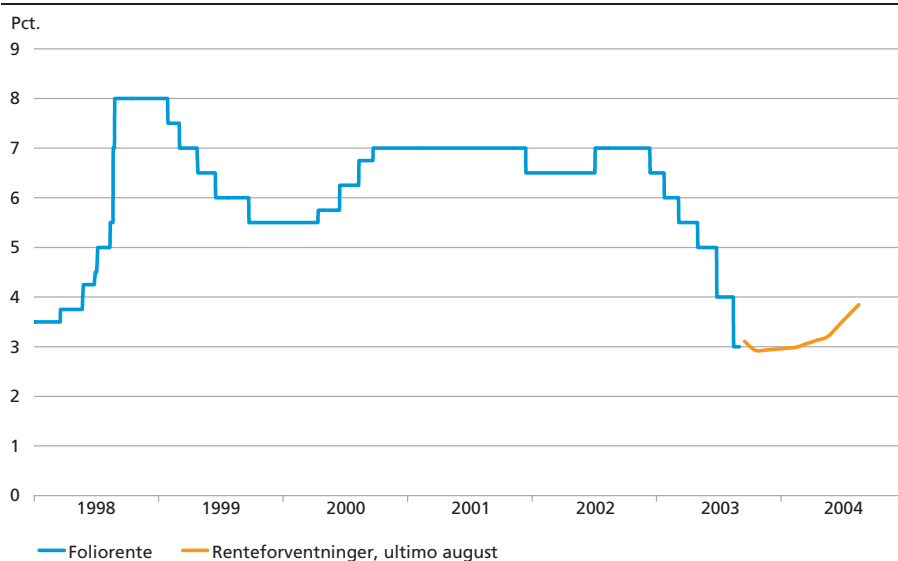
Norge

Den norske fastlandsøkonomi voksede 0,3 pct. i 2. kvartal efter to kvartaler med negativ vækst. Den positive vækst i 2. kvartal skyldes især, at eksporten steg efter at have været faldende siden starten af 2002 som følge af svage globale konjunkturer og flere år med høj indenlandsk omkostningsvækst, der har svækket konkurrenceevnen. Det indenlandske forbrug bidrog positivt til BNP-væksten, mens investeringerne i fastlands-Norge faldt, så det samlede bidrag fra den indenlandske efterspørgsel var negativt.

Inflationen ekskl. energi og skatter faldt til 0,7 pct. i juli. Den faldende inflation har i høj grad været drevet af fald i priserne på importerede konsumvarer. Væksten i lønningerne er samtidig aftaget fra et højt niveau, hvilket bidrager til lavere indenlandsk omkostningsvækst. Den norske krone, der i starten af året lå lidt over pari i forhold til danske kroner, er i perioden blevet svækket ca. 5 pct., og var ultimo august i kurs 0,90.

PENGEPOLITISK RENTE I NORGE

Figur 9



Anm.: Renteforventningerne er implicitte 1-månedes forward renter.

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

Norges Bank nedsatte den pengepolitiske rente med 1 pct. i slutningen af juni og yderligere med 1 pct. i midten af august, hvorefter den pengepolitiske rente var 3,0 pct., jf. figur 9. Norges Bank henviste til, at inflationen var lavere end tidligere ventet, og vurderede også efter seneste rentenedsættelse, at det ved uændret renteniveau er overvejende sandsynligt, at inflationen om to år vil være lavere end inflationsmålet på 2,5 pct.

Tiltrædelseslandene

I næsten alle de lande, der ved udvidelsesforhandlingerne i december 2002 fik tilbudt EU-medlemskab, er der nu afholdt folkeafstemninger med positivt udfald. Den sidste afstemning afholdes i Letland den 20. september.

Tiltrædelseslandenes samlede BNP voksede med 2,4 pct. i 2002 og ventes af EU-kommissionen at vokse med 3,1 pct. i 2003. Flere af landene har betydelige offentlige budgetunderskud, og kan ikke umiddelbart opfylde budgetkriteriet i stabilitets- og vækstpagten. Inflationen i de kommende EU-lande er de seneste år faldet væsentligt og i flere lande, herunder Polen, er inflationen tæt på nul.

Den ungarske forint blev devalueret den 4. juni, idet centralkursen for forint på regeringens foranledning blev sænket med 2,25 pct. til 282,36 forint pr. euro. De pengepolitiske forhold kompliceres af, at man også

søger at opfylde et inflationsmål på 3,5 pct. +/- 1 pct. ultimo året. Under henvisning til inflationsmålsætningen blev den pengepolitiske rente hævet med 1 pct. den 10. juni og yderligere 2 pct. den 18. juni.

UDVIKLINGEN PÅ DE DANSKE FINANSIELLE MARKEDER

Kronen er stabil over for euro på et niveau lidt stærkere end centralkursen på 7,46038 kroner pr. euro. Nationalbanken har i maj og juni købt valuta på markedet for at imødegå en tendens til styrkelse af kronen. På baggrund af en periode med valutakøb og en stærk krone nedsatte Nationalbanken den 23. maj udlånsrenten og renten på indskudsbeviser med 5 basispoint. Nationalbanken nedsatte endvidere de pengepolitiske renter med 50 basispoint den 6. juni, efter en tilsvarende nedsættelse fra ECB på Grundlovsdag. I slutningen af juni og starten af juli blev kronen svækket en anelse, hvorefter den bevægede sig mellem 7,430 og 7,436 kroner pr. euro. Sidst i august blev kronen styrket lidt, og ved udgangen af august var kursen 7,426 kroner pr. euro. Udlånsrenten og indskudsbevisrenten er nu 2,15 pct., og spændet til ECBs minimumsbudrente er 0,15 pct. Diskontoen og foliorenten er 2,0 pct.

Valutaindstømningen i maj og starten af juni var i nogen grad drevet af virksomheders og pensionskassers afdækning af dollartilgodehavender. Da dollaren igen blev styrket, ophørte kapitaltilstrømningen. Valutareserven steg med 32 mia.kr. fra april til august og var på 230 mia.kr. ultimo august.

Efter Nationalbankens rentenedsættelse i maj blev rentespændet mellem det danske og europæiske pengemarked i en periode indsnævret. Indsnævringen fortsatte indtil slutningen af juni, hvor rentespændet for 3-måneders pengemarkedsrenter var nede på 4 basispoint mod 13 basispoint medio maj. Ultimo august var rentespændet fortsat 4 basispoint.

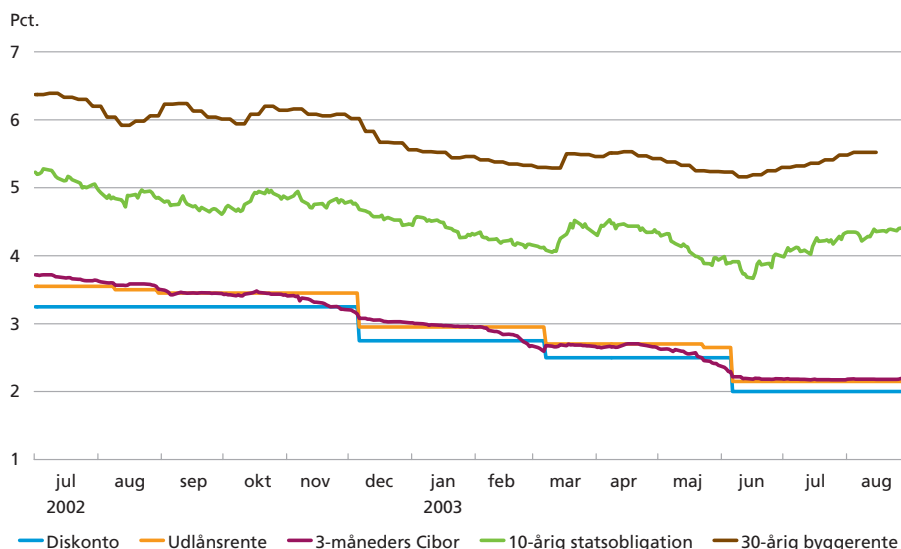
Obligationsrenterne fulgte de europæiske renter nedad indtil midten af juni, hvorefter der har været en stigende tendens, jf. figur 10. Det danske aktiemarked fulgte udlandet frem til starten af august, men steg herefter mere end de fleste udenlandske aktieindeks. KFX-indekset er i perioden steget ca. 16 pct.

De finansielle forhold i Danmark har stort set været uforandrede det seneste år, hvis de opgøres ved et indeks som beskrevet i boks 2. Det skyldes, at bevægelserne i den korte og lange rente stort set er modsvarret af udviklingen i den effektive kronekurs.

Realkreditlån i euro, der hurtigt steg i omfang og nåede et samlet niveau omkring 80 mia.kr. i 2002, har været på dette niveau siden. Interessen for at optage realkreditlån i euro er mindsket i takt med, at rentespændet til euroområdet er indsnævret, jf. figur 11.

PENGEMARKEDS- OG OBLIGATIONSRENTER

Figur 10

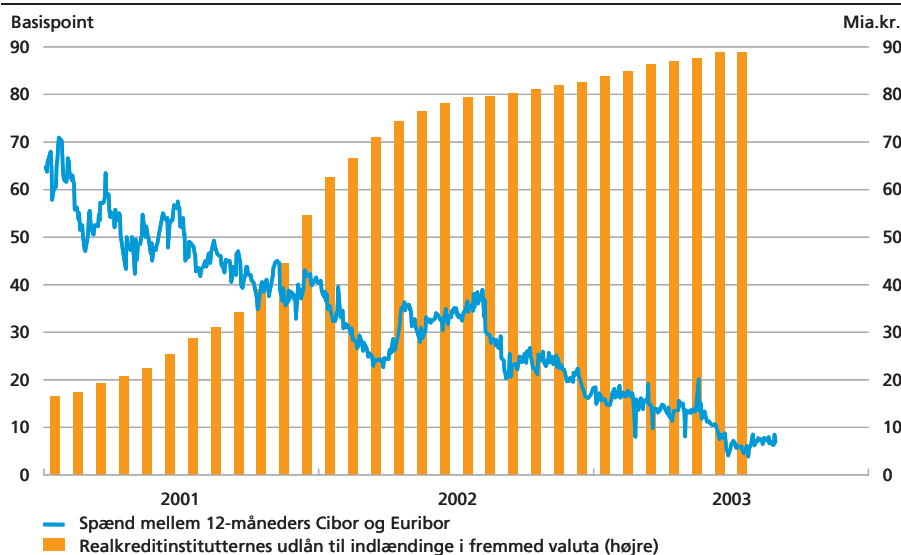


Anm.: Den 30-årige byggerente er Realkreditrådets sammenvejede rente, der foreligger som ugentlige observationer.
Kilde: Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

Pengeinstitutternes udlån til husholdninger har været stagnerende, men realkreditinstitutternes udlån til husholdninger er vokset med godt 10 pct. det seneste år. De førtidige indfrielse af realkreditlån er på 71,6 mia.kr. til oktoberterminen, og målt i kroner er omfanget af førtidige

RENTESPÆND OG REALKREDITLÅN I VALUTA

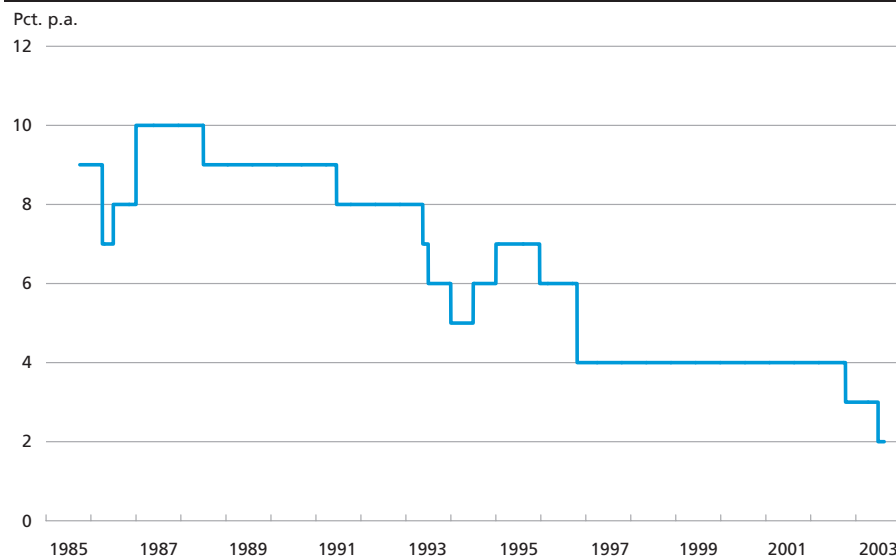
Figur 11



Kilde: Danmarks Nationalbank.

DEN DANSKE MINDSTERENTE

Figur 12



indfrielse i 2003 større end ved konverteringsbølgen i 1994. Nedgangen i ydelse har dog været beskeden for de fleste låntagere.

Mindsterenten blev nedsat til 2 pct. den 1. juli. Mindsterenten, der blev indført i 1985 og angiver den laveste pålydende rente på udstedelser, hvor kursgevinster ikke beskattes, har ikke tidligere været så lav, jf. figur 12. Der blev udstedt både 2 pct. erhvervsobligationer og 2 pct. realkreditobligationer til brug for rentetilpasningslån umiddelbart efter nedsættelsen. Med de nuværende renteforhold vil mindsterenten blive hævet til 3 pct.

Det offentlige betalingssystem, OBS, der håndterer betalinger mellem staten og kommunerne, blev taget i brug ultimo juni 2003. OBS har ændret omfanget af statens ind- og udbetalinger på visse dage og har derigennem påvirket likviditeten i det danske pengemarked. Hidtil har Nationalbanken normalt haft åbent for salg af indskudsbeviser den første bankdag i måneden som følge af, at store statslige udbetalinger øgede likviditeten på pengemarkedet. Som konsekvens af det ændrede betalingsmønster var statens påvirkning af likviditeten imidlertid beskeden den 1. juli 2003, og Nationalbanken åbnede derfor ikke for handel med indskudsbeviser. Den store omfordeling af likviditeten mellem penge- og realkreditinstitutioner, der bl.a. var en følge af store terminsudbetalinger fra realkreditinstitutterne, forløb uden problemer.

British Bankers' Association begyndte den 16. juni at opgøre renter for usikrede lån i danske kroner på London-pengemarkedet. DKK-Libor renterne beregnes på grundlag af indberettede satser fra 8 banker, og op-

gøres på samme måde som Cibur. Der fastsættes DKK-Libor renter for 15 løbetider fra overnight til 12 måneder. DKK-Libor vil formentlig tjene som referencerente for forretninger i danske kroner på London-pengemarkedet, fx i forbindelse med renteswaps. Libor-renter opgøres også for otte andre valutaer.

DANSK ØKONOMI

Økonomien stagnerede i 1. halvår 2003, måske en følge af usikkerheden i forbindelse med Irak-krigen. Dansk økonomi voksede 0,4 pct. i 1. kvartal målt ved BNP i faste priser, men det blev modsvaret af et tilsvarende fald i den økonomiske aktivitet i 2. kvartal, så BNP i 1. halvår kun var 0,3 pct. højere end året før. Væksten i 2. kvartal blev særlig lav som følge af et fald i de faste investeringer og lagerinvesteringerne.

Sammenlignet med sidste år har der i 1. halvår været en svag vækst i det samlede privatforbrug. Privatforbruget har været påvirket af et stort fald i bilsalget, der kan skyldes tidsmæssige forskydninger som følge af prisharmonisering i EU. Udviklingen i det øvrige privatforbrug har været positiv og understøttes fortsat af boligmarkedet, den lave rente samt udviklingen i de disponible realindkomster.

Boligbyggeriet har været stigende, og erhvervsbyggeriet steg lidt i 2. kvartal efter et stort fald i 1. kvartal. De øvrige erhvervsinvesteringer faldt kraftigt i 2. kvartal som følge af nedgang i både maskin- og transport-middelinvesteringer, men der er tegn på, at det vil rette sig i 3. kvartal.

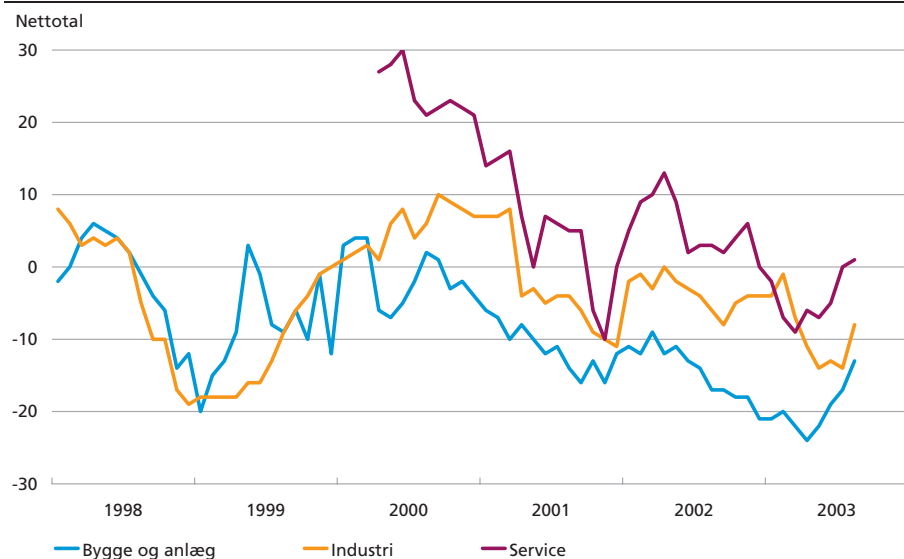
Virksomhedstilliden i serviceerhvervene og i bygge- og anlægssektoren er steget de seneste 3 måneder fra et lavt niveau, jf. figur 13. Industriens tillidsindikator steg i august efter at have ligget uforandret på et lavt niveau. Forbrugertilliden steg ligeledes i august.

Med den bedre udsigt for verdensøkonomien og forholdsvis lempelige monetære forhold er de økonomiske udsigter herhjemme bedre end længe. Sammen med de planlagte lempelser af finanspolitikken i 2004 kan det hurtigt indebære, at det fremtidige råderum bliver indsnævret.

Regeringens forslag til finanslov for 2004 lægger op til en lempelse af finanspolitikken på 0,4 pct. af BNP målt ved den såkaldte finanseffekt. Lempelsen afspejler især forårets aftale mellem regeringen og Dansk Folkeparti om lavere indkomstskat. Det var en del af aftalegrundlaget, at realvæksten i det offentlige forbrug skulle begrænses til 0,7 pct. i 2004 og 0,5 pct. i de efterfølgende år. Aftalen indebærer således, at skattelettelserne i et mellemfristet perspektiv skal finansieres af en lave fremtidig vækst i det offentlige forbrug end i de seneste mange år. Dette ambitiøse mål må formentlig strammes yderligere lidt op i lyset af den kraftige vækst i det offentlige forbrug i 2002. Væksten blev 2,1 pct.

VIRKSOMHEDSTILLID I DANMARK

Figur 13



Anm.: Konjunkturbarometrene er sæsonkorrigerede.
Kilde: Danmarks Statistik.

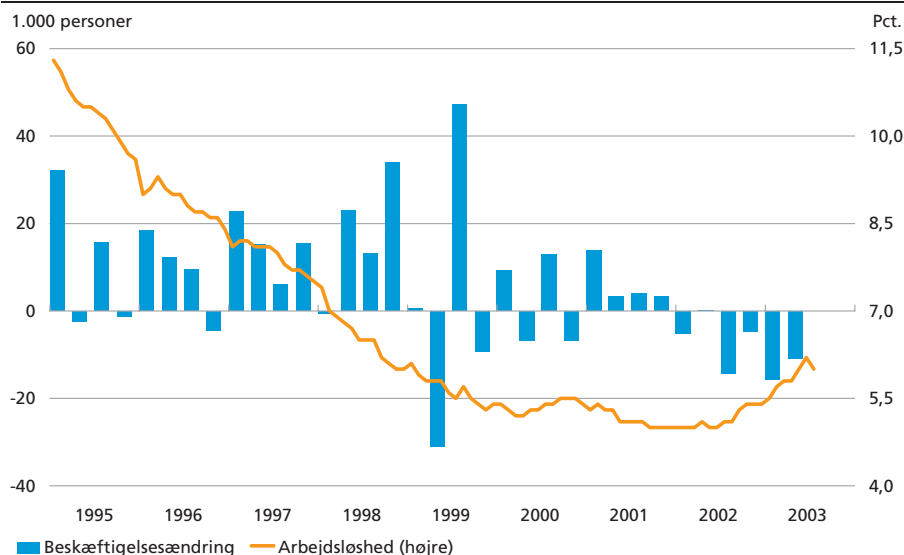
og ser ikke ud til at skyldes tilfældigheder, da forbruget i 1. halvår 2003 fortsat lå på det høje niveau fra udgangen af 2002. Den planlagte mellemfristede konsolidering er ikke forenelig med skattepolitikken, med mindre udviklingen i de offentlige udgifter vendes afgørende.

Betalingsbalanceoverskuddet steg i 2. kvartal til 41 mia.kr. for de seneste 12 måneder. Både importen og eksporten faldt, men faldet i importen var størst. Importen til forbrug ekskl. biler har været faldende siden marts. Stigningen i den effektive kronekurs i løbet af 2002 og 2003 har svækket konkurrenceevnen over for bl.a. USA og en række asiatiske lande. Alligevel har Danmark det sidste år vundet markedsandele på de fleste eksportmarkeder, herunder også i USA.

Arbejdsløsheden har i perioden været stigende, men faldt i juli, jf. figur 14. Faldet i juli skyldes til dels, at ledige, der ikke var ledige sidste år, kan holde ferie med feriepenge frem for dagpenge, og derved ikke medregnes i ledighedsstatistikken. Arbejdsløsheden var i juli 6,0 pct. og er dermed steget 1,0 pct. siden lavpunktet i starten af 2002. Ledighedsstigningen har været uens på tværs af uddannelse, sektorer og regioner, og for nogle grupper, herunder it-medarbejdere og ingeniører, er ledigheden steget væsentligt. Set i et længere perspektiv er den samlede ledighed dog fortsat lav, og på længere sigt vil den demografiske udvikling alt andet lige resultere i et faldende arbejdsudbud. Der er derfor stadig behov for, at erhvervsfrekvensen bliver forøget på sigt.

BESKÆFTIGELSEÆNDRING OG ARBEJDSLØSHED I DANMARK

Figur 14



Anm.: Lønmodtagerbeskæftigelse ekskl. orlov, kvartal-til-kvartal ændring, og arbejdsløshed i pct. af arbejdsstyrken.
Kilde: Danmarks Statistik.

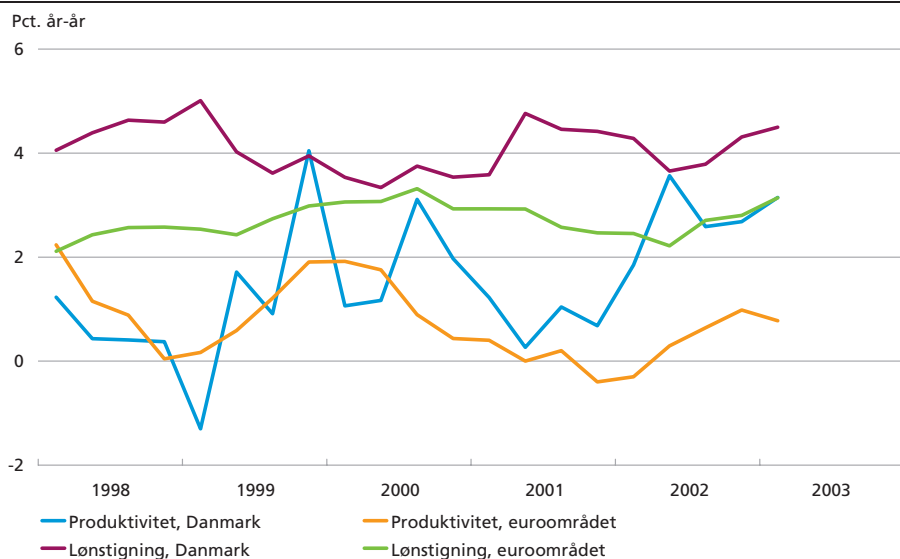
Beskæftigelsen faldt i 1. halvår mere, end ledigheden steg. Afmatningen på arbejdsmarkedet har således været ledsaget af et fald i arbejdsstyrken, der pr. definition er lig summen af beskæftigede og ledige. Beskæftigelsesfaldet er sket i den private sektor, mens den offentlige beskæftigelse var stort set uændret.

Den årlige lønstigning på DA-området faldt fra 4,1 pct. til 3,9 pct. i 2. kvartal ifølge Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik, men ses der bort fra en kraftig opbremsning i bygge- og anlægssektoren var lønstignings-takten stort set uændret trods den stigende arbejdsløshed. Der er fortsat en merlønstigning på 1-1½ pct. i forhold til vores samhandelspartnere, men det har i hovedtræk været modsvaret af en stærkere produktiv-tetsvækst, jf. figur 15. Høje lønstigninger vil også fremadrettet stille store krav til produktiviteten.

Inflationen opgjort som den årlige stigningstakt i HICP er faldet fra 2,5 pct. i april til 1,8 pct. i juli, hvilket er lidt lavere end inflationen i euro-området jf. figur 16. Inflationsbidraget fra energi og import er faldet som følge af fald i oliepriser og stigning i den effektive kronekurs, men der har også været fald i den indenlandske markedsbestemte inflation. Faldet i den indenlandske markedsbestemte inflation fra 2,6 pct. i juni til 2,0 pct. i juli vedrører bl.a. udsalgsvare, herunder beklædning, og kan være påvirket af tidspunktet og omfanget af sommerudsalget i år i forhold til sidste år.

LØN- OG PRODUKTIVITETSSTIGNING I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 15

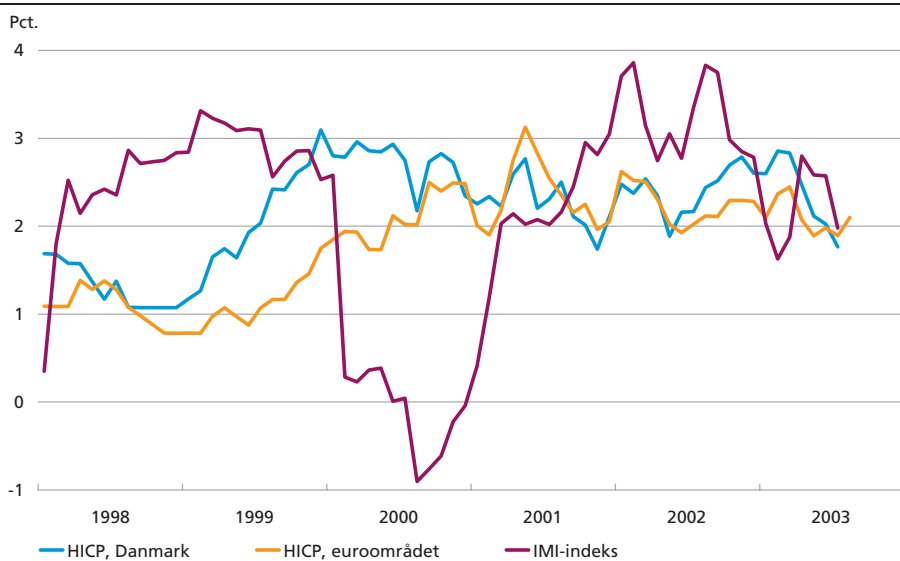


Anm.: Produktivitet er beregnet som BNP divideret med beskæftigelse.

Kilde: Danmarks Statistik.

INFLATION I DANMARK OG EUROOMRÅDET SAMT INDENLANDSK
MARKEDSBESTEMT INFLATION I DANMARK

Figur 16



Kilde: Danmarks Statistik og Eurostat.

Aftale om håndtering af finansielle kriser

På et møde i Stykkishólmur på Island den 11. juni 2003 indgik centralbankerne i Danmark, Finland, Island, Norge og Sverige en aftale (Memorandum of Understanding) om håndtering af finansielle kriser.¹ Aftalen vil finde anvendelse i tilfælde af en krise i en bank, som har hjemsted i et af de nordiske lande, og som har en datterbank i mindst et andet nordisk land. Aftalen gælder derimod ikke, såfremt den pågældende bank er repræsenteret i andre nordiske lande gennem en filial.

Det er først og fremmest de praktiske spørgsmål, der behandles i den nordiske aftale. Det fastslås, at enhver centralbank kan indkalde til et møde i en krisehåndteringsgruppe bestående af repræsentanter fra alle centralbankerne. Det skitseres videre, hvilken centralbank der skal varetage den ledende rolle, og hvilke kontakter centralbankerne bør tage til nationale tilsynsmyndigheder, regeringer, bankdirektører og andre parter. Det er specificeret, hvilken information der skal indhentes og analyseres fra den berørte bank. Endelig lægges der op til samordning mellem centralbankerne af information til udenforstående.

Aftalen kan findes på Nationalbankens websted.

¹ Se pressemeddelelsen side 103.

Nye kapitaldækningsregler for kreditinstitutter

Lisbeth Borup og Morten Lykke, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Baselkomiteen¹ er tæt på at nå den endelige udformning af revisionen af de kapitalkrav, som myndigheder stiller over for kreditinstitutter mfl. I den forbindelse har Baselkomiteen i april 2003 offentliggjort det tredje konsultationspapir². Tilsvarende har EU-Kommissionen offentliggjort det tredje direktivudkast vedrørende implementeringen af nye kapitalkrav inden for EU³. De endelige anbefalinger til nye kapitalkrav forventes fremsat ultimo 2003 med ikrafttrædelse primo 2007. Det vil give omkring 3 år til forberedelse og implementering.

Dokumenterne fra Baselkomiteen og EU-Kommissionen er i hovedtræk identiske, men der er afvigelser som følge af forskelle i målgruppe og retsvirkning⁴. Baselkomiteen fokuserer på standarder for store, internationale banker, mens EU-Kommissionens kapitaldækningsregler implementeres som et direktiv dækkende alle pengeinstitutter, øvrige kreditinstitutter samt fondsmæglerselskaber inden for EU.

Ifølge de gældende kapitaldækningsregler, Basel I reglerne, der daterer sig tilbage til 1988 og på nuværende tidspunkt er indført i mere end 100 lande, er bankerne underlagt standardiserede kapitalkrav. Reglerne har bidraget til mere ens konkurrencevilkår for banker, der udøver aktiviteter på tværs af landegrænser. Udviklingen er imidlertid løbet fra kravene på en række områder via fremkomsten af nye finansielle produkter og en mere avanceret risikostyring i institutterne. Endvidere har det kunnet konstateres, at det nuværende regelsæt kan give et uhenigtsmæssigt incitament til bl.a. at påtage sig forholdsvis risikofyldte krediteksponeringer, da det ikke afspejles i kapitalkravet, fordi opgørelsesmetoden er for unuanceret i forhold til de faktiske risici.

¹ Baselkomiteen, der har sekretariat i Bank for International Settlements, BIS, blev oprettet i 1974 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet. Komiteen har repræsentanter fra følgende lande: Belgien, Canada, Frankrig, Holland, Italien, Japan, Luxembourg, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA.

² For en gennemgang af Baselkomiteens andet konsultationspapir henvises til Suzanne Hyldahl, Nye kapitaldækningsregler for bankerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2001.

³ Dokumenterne kan findes på www.bis.org og

⁴ europa.eu.int/comm/internal_market/regcapital/index_en.htm.

I denne artikel tages der udgangspunkt i Baselkomiteens tredje konsultationspapir.

Målsætningen med de nye anbefalinger, Basel II reglerne, er, at kapitalkravet i større omfang skal afspejle de risici, som hvert enkelt institut påtager sig. Således erstattes det uniforme regelsæt under Basel I med et mere institutspecifikt. Samtidig motiveres institutterne til løbende at tilstræbe den bedst mulige risikostyring. Basel II reglerne sigter mod samme globale kapitalniveau som under de gældende regler, men reglerne vil give en større spredning i institutternes kapitalkrav som følge af forskelle i risikoprofiler.

Overordnet består de nye kapitaldækningsregler af tre søjler.

- Søjle 1: Minimumskapitalkrav til dækning af kredit- og markedsrisiko og som noget nyt operationel risiko.
- Søjle 2: Styrkelse af tilsynsprocessen, herunder en vurdering af, hvor stor kapitaldækning det enkelte institut bør have i forhold til minimumskravet ifølge søjle 1.
- Søjle 3: Styrkelse af markedsdisciplinen gennem krav til kreditinstitutternes offentliggørelse af information.

De tre søjler supplerer hinanden og skal opfattes som en samlet pakke, der skal indføres i sin helhed. I forhold til de nuværende kapitaldækningsregler er der på nogle områder tale om et nyt regime med flere institutspecifikke vurderinger. Kapitaldækningen vil i et vist omfang blive baseret på institutternes egne modeller, og kapitalkravet vil ikke være det samme for alle institutter. Under de nuværende kapitaldækningsregler er det de ens reguleringsmæssige kvantitative afgrænsninger, der er med til at sikre lige vilkår for alle institutter – det såkaldte "level playing field". Med de nye kapitaldækningsregler søges lige vilkår for institutterne i stedet sikret ved, at der mellem tilsynsmyndighederne vil blive tilstræbt en ensartet anvendelse af den ramme, som Basel II og det kommende kapitaldækningsdirektiv vil skabe.

SØJLE 1: MINIMUMSKAPITALKRAV

Kreditinstitutter står som følge af deres forretningsaktiviteter over for forskellige risici. Nogle af disse risici er målbare, mens andre er af mere kvalitativ karakter. Minimumskapitalkravet under søjle 1 skal dække tre af de målbare risici, nemlig kredit- og markedsrisiko og som noget nyt operationel risiko. Der ændres ikke på opgørelserne af markedsrisiko med Basel II i forhold til de nugældende regler.

Til at fastlægge kreditrisikoen vil der kunne vælges mellem tre metoder med forskellig grad af kompleksitet, henholdsvis to interne rating-metoder, hvor institutternes egen viden om kreditrisikoen udnyttes,

eller en standardmetode, hvor kreditvægtene er fastsat af Baselkomiteen og på risikovurderinger fra godkendte kreditvurderingsbureauer. Standardmetoden er i store træk en opdatering af de gældende regler. Muligheden for at opgøre minimumskapitalkravet til dækning af kreditrisikoen med interne modeller er derimod ny og vil bidrage til, at kapitalkravet i større grad vil afspejle instituttets reelle kreditrisiko.

Udvikling og vedligeholdelse af interne modeller er forbundet med store omkostninger. På den baggrund forventer Baselkomiteen, at det kun er de største kreditinstitutter, der vil vælge de interne ratingmetoder, mens de mindre institutter forventes at anvende den simple standardmetode.

De interne ratingmetoder til opgørelse af kreditrisiko

Kreditinstitutterne kan vælge mellem to interne ratingmetoder, henholdsvis den grundlæggende og den avancerede. Under begge metoder skal institutterne selv estimere sandsynligheden for, at et udlån misligholdes i løbet af det kommende år (PD, Probability of Default). Under den avancerede interne ratingmetode skal instituttet samtidig estimere den forventede tabsprocent givet misligholdelse (LGD, Loss Given Default) samt den forventede eksponering på tidspunktet for misligholdelse (EAD, Exposure at Default). Baselkomiteen fastlægger derimod LGD og EAD under den grundlæggende metode, jf. tabel 1.

Institutternes estimater indsættes i formler fastlagt af Baselkomiteen til beregning af kreditrisikovægte for de enkelte aktivposter, og dermed kan instituttets kreditrisikovægtede aktiver beregnes. Selve minimumskapitalkravet til dækning af kreditrisikoen opgøres på samme måde som under Basel I, nemlig at kapitalen skal udgøre 8 pct. af de kreditrisikovægtede aktiver. Med Basel II består det nye primært i, at

ANSVARLIGE FOR INPUT TIL BEREGNING AF KREDITRISIKOVÆGTE UNDER
DE INTERNE METODER

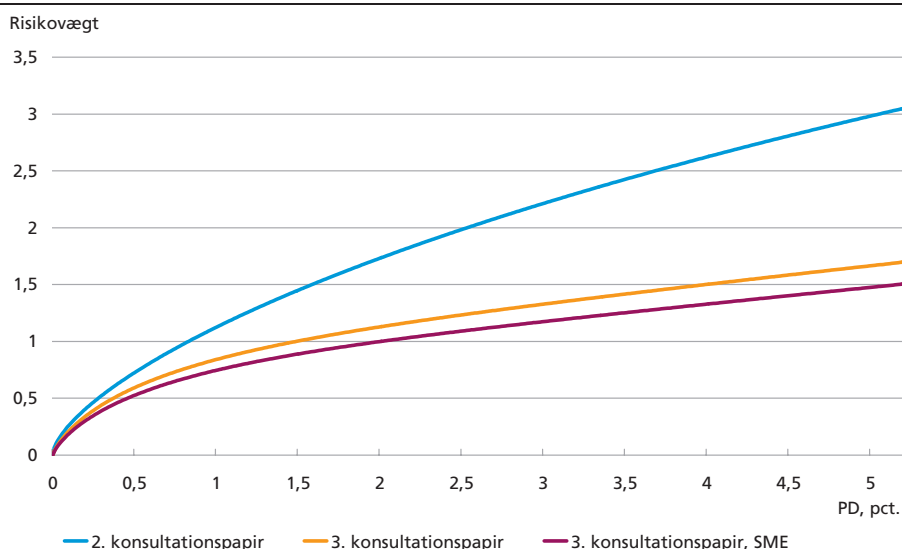
Tabel 1

	Erhverv, stater og kreditinstitutter		Husholdninger
	Grundlæggende	Avancerede	
Sandsynlighed for misligholdelse, PD	Institut	Institut	Institut
Tabsandelen givet misligholdelse, LGD	Baselkomite	Institut	Institut
Eksponering på misligholdelsestidspunktet, EAD	Baselkomite	Institut	Institut
Løbetid	Baselkomite/ Institut	Institut	-

Anm.: For udlån til husholdninger findes kun en intern ratingmetode. Husholdningskategorien kan omfatte små erhvervsudlån, såfremt eksponeringen til en virksomhed ikke overstiger 1 mio.euro.
Kilde: Baselkomiteen.

RISIKOVÆGTE FOR ERHVERVSUDLÅN

Figur 1



Anm.: PD angiver sandsynligheden for, at et udlån misligholdes inden for det kommende år. Små og mellemstore virksomheder (SME) er defineret ved at have en årlig omsætning på maksimalt 50 mio.euro. SME-kurven er beregnet for en virksomhed med en årlig omsætning på 25 mio.euro. Der er benyttet en LGD-værdi på 45 pct.

Kilde: Baselkomiteen.

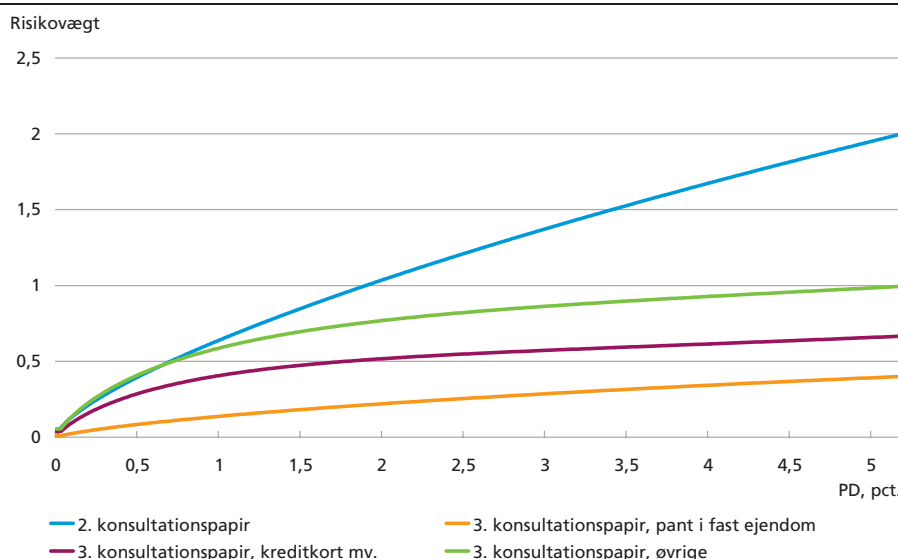
udlån inden for samme modpartskategori, der under Basel I vægter ens, vil kunne få forskellige kreditrisikovægte som følge af forskelle i kreditvurderinger.

De interne ratingmetoder vil gøre kapitalkravet mere følsomt over for udviklingen i konjunkturerne, end tilfældet er med det eksisterende kapitalkrav, hvilket vil kunne forstærke konjunkturudsving. I en konjunkturedgang stiger sandsynligheden for, at virksomhederne ikke kan overholde deres forpligtelser (PD stiger), og det vil medføre et højere kapitalkrav. Stigningen i kapitalkravet kan bevirke en opbremsning i kreditgivningen fra institutterne, hvilket kan forstærke konjunkturaftmatningen. Baselkomiteen har med det tredje konsultationspapir forsøgt at mindske denne konjunkturforstærkende effekt af Basel II bl.a. ved en fladere hældning på risikovægtkurverne. Dermed vil en given ændring i PD medføre en mindre stigning i minimumskapitalkravet under det tredje konsultationspapir sammenlignet med det andet konsultationspapir, jf. figur 1.

Endvidere har Baselkomiteen på baggrund af væsentlig kritik nu indført en underopdeling af visse modpartskategorier. Udlån til små og mellemstore virksomheder (SME, Small and Medium-sized Enterprises) med en årlig omsætning på maksimalt 50 mio.euro har fået sin egen risikovægtkurve med lavere risikovægte end for andre erhvervsudlån.

RISIKOVÆGTE FOR DETAILUDLÅN

Figur 2



Anm.: PD angiver sandsynligheden for, at et udlån misligholdes inden for det kommende år. Kurverne er vist med følgende antagelse om LGD-værdierne: 10 pct. for pant i fast ejendom, 60 pct. for kreditkort mv. og 50 pct. for øvrige. Kurven for 2. konsultationspapir dækker over det samlede detailudlån (ekskl. udlån med pant i fast ejendom).

Kilde: Baselkomiteen.

Baselkomiteen har ligeledes opdelt porteføljen af udlån til husholdninger mv. i flere underkategorier, der omfatter udlån med pant i fast ejendom, kreditkortudlån samt det øvrige udlån, jf. figur 2.

Standardmetoden til opgørelse af kreditrisiko

Standardmetoden er den simpleste metode til opgørelse af de kreditrisikovægtede aktivposter og minder i store træk om de gældende regler. Dog er der med Basel II indført flere risikovægte. Ved standardmetoden baseres modparternes kreditrisiko på eksterne ratings fra kreditvurderingsbureauer og på prædefinerede vægte.

Eksterne ratings kan bl.a. anvendes for erhvervsudlån, hvor kreditrisikovægten vil afhænge af virksomhedens rating, dvs. at udlån til en virksomhed med en god rating udløser et lavere kapitalkrav end et tilsvarende udlån til en virksomhed med en mindre god rating, jf. tabel 2. Under de gældende regler risikovægtes et erhvervsudlån med 1, uanset virksomhedens rating. I Danmark er der i lighed med en række øvrige EU-lande ikke tradition for, at virksomhederne har en ekstern rating, og virksomheder uden rating vil med Basel II få en risikovægt på 1 som i dag. På sigt må det forventes, at flere virksomheder vil få en ekstern rating.

Detailudlån er en væsentlig del af danske pengeinstitutters udlånsportefølje. Under standardmetoden inddeles udlån til husholdningerne i to

KREDITRISIKOVÆGTE PÅ ERHVERVS- OG DETAILUDLÅN UNDER
STANDARDMETODEN

Tabel 2

Risikovægt	Individuel rating					Portefølje rating	Risikovægt i dag
	AAA til AA-	A+ til A-	BBB+ til BB-	Under BB-	Ingen rating		
Erhvervsudlån	0,2	0,5	1,0	1,5	1,0	-	1,0
Detailudlån	-	-	-	-	-	0,75	1,0
<i>Udlån med pant i fast ejendom</i>							
Erhverv	-	-	-	-	-	0,5 / 1,0	0,5 / 1,0
Husholdninger mv.	-	-	-	-	-	0,35	0,5

Anm.: Risikovægten for udlån med pant i fast ejendom til erhverv er som udgangspunkt 1, men kan under nogle givne betingelser nedsættes til 0,5, hvilket er tilfældet i Danmark. De individuelle ratings følger Standard & Poors klassificering. Detailudlån, som ikke opfylder kravene for at kunne medtages i porteføljeratingen, vil blive vægtet som andre aktiver, dvs. med vægten 1.

Kilde: Baselkomiteen.

porteføljer, henholdsvis udlån med pant i fast ejendom samt det øvrige detailudlån. De to portefølgers risikovægte ses ligeledes i tabel 2. Under det øvrige detailudlån bliver det muligt at medtage små erhvervsudlån under 1 mio.euro.

Som det fremgår af tabel 2, er det primært udlån til husholdninger, der får en lavere risikovægt i forhold til de gældende regler, hvilket afspejler, at de historiske tab på detailudlån har været lavere end for erhvervsudlån.

Afdækning af kreditrisiko

Der er under alle tre metoder mulighed for at mindske minimumskapitalkravet til kreditrisiko ved afdækning. Afdækningen kan ske via sikkerhedsstillelse, garantier eller ved anvendelse af kreditderivater. Et institut, der har afdækket kreditrisikoen, kan få et nedslag i kapitalkravet. Specielt vil der under de interne metoder blive anerkendt flere former for reale og finansielle sikkerheder, end det er tilfældet i dag. Den bedre mulighed for kapitallempelse med afdækning giver institutterne et incitament til en bedre risikostyring.

Operationel risiko

Operationel risiko er en samlet betegnelse for en bred vifte af risici, som kan give kreditinstituttet tab. Der kan fx være tale om tab som følge af nedbrud i it-systemer, menneskelige fejl, svindel m.m.

I Basel II reglerne skal den operationelle risiko dækkes eksplicit af kapitalkravet. I det andet konsultationspapir havde Baselkomiteen fastsat, at kapitalen til dækning af operationel risiko skulle udgøre ca. 20 pct. af det samlede kapitalkrav. Dette niveau blev efterfølgende sænket til ca. 12 pct.

Opgørelsen af operationel risiko er vanskelig, bl.a. fordi der historisk er få operationelle hændelser. I Baselkomiteens anbefalinger foreslås der tre metoder til at beregne kapitalkravet til dækning af den operationelle risiko, henholdsvis basismetoden, standardmetoden og den interne metode. Under basis- og standardmetoden antages den operationelle risiko at stige proportionalt med bruttoindkomsten, som bl.a. omfatter renteindtægter. En ulempe ved at lade bruttoindkomsten være en indikator for den operationelle risiko er, at et institut med udlån til højrisikomarkeder, der er kendetegnet ved en høj rentemarginal, bliver ramt dobbelt på kapitalkravet, dels via en høj kreditrisiko og dels via en stor operationel risiko som følge af høje renteindtægter. For at løse denne problemstilling har Baselkomiteen i det tredje konsultationspapir indført en alternativ standardmetode, hvor det for nogle forretningsområder er muligt at bruge udlånsvolumen i stedet for bruttoindkomsten til at opgøre den operationelle risiko. Baselkomiteen lægger op til, at den alternative standardmetode ikke skal være tilgængelig i bred forstand, men kun skal være en mulighed for de institutter, der vurderes at blive ramt dobbelt på kapitalkravet.

På linje med de interne ratingmetoder til kreditrisikoopgørelse får institutterne mulighed for at bruge interne modeller til at opgøre den operationelle risiko. Imidlertid er operationelle risikomodeller på nuværende tidspunkt på et forholdsvis tidligt udviklingsstadium i sammenligning med kreditrisikomodeller. Det betyder, at Baselkomiteen knytter lidt flere forbehold til de institutter, som ønsker at anvende en intern model til beregning af den operationelle risiko.

Institutter, der tegner forsikring mod operationelle hændelser, vil kunne få et lavere kapitalkrav under den interne metode. Institutter, der benytter de mere simple basis- eller standardmetoder, vil ikke tilsvarende kunne få nedslag i kapitalkravet ved afdækning med forsikring.

SØJLE 2: TILSYNSPROCESSEN

Det er ledelsen af det enkelte institut, der er ansvarlig for, at instituttets kapitaldækning er tilstrækkelig i relation til dets risici. Under søjle 2 skal tilsynsmyndighederne føre tilsyn med, at kreditinstitutternes kapitalgrundlag er tilstrækkeligt til at dække deres risici samt motivere institutterne til at optimere den interne risikostyring og kontrol. Søjle 2 indebærer en større kompetence til tilsynsmyndighederne til at vurdere behovet for kapitaldækning. Modsat Basel I reglerne, hvor tilsynsmyndighederne skal påse, at minimumskravet på 8 pct. er overholdt, skal tilsynsmyndighederne under Basel II således også påse, at kreditinstitutternes samlede kapitaldækning er tilstrækkelig til at dække alle institut-

tets risici. Det vil sige, at tilsynsmyndighederne også eksplicit skal vurdere størrelsen af institutternes stødpude af kapital ud over minimumskapitalkravet under søjle 1. Dette stiller store krav til tilsynsmyndighedernes viden og erfaring med komplekse risikomodeller.

Under søjle 2 skal alle risici, herunder øvrige risici, som ikke eksplicit er medtaget under søjle 1, indregnes i institutternes kapitalbehov. Endvidere hører det også under søjle 2, at tilsynsmyndighederne skal vurdere, om kreditinstitutterne lever op til de tilsynsmæssige standarder og offentlighedskrav, som gælder for de interne metoder for kreditrisiko og operationel risiko. Tilsynsmyndighederne har mulighed for at stille ekstra kapitalkrav ud over minimumskapitalkravet samt mere kvalitative krav, fx til et instituts forretningsgang.

Baselkomiteen har tidligere fremsat retningslinjer for udførelsen af et effektivt tilsyn¹. Herfra har komiteen identificeret 4 grundprincipper, som skal gælde for tilsynsprocessen under søjle 2:

- Kreditinstitutterne skal have interne procedurer for fastsættelse af kapitalbehovet i relation til deres risikoprofil samt en strategi for at fastholde kapitalgrundlaget.
- Tilsynsmyndighederne skal vurdere institutternes interne procedure under grundprincip 1 og reagere på resultaterne af denne vurdering. Endvidere skal tilsynsmyndighederne bl.a. vurdere om de interne modeller, institutterne anvender under søjle 1, lever op til de tilsynsmæssige standarder, samt vurdere om institutterne efterlever kravene til offentlighedskrav under søjle 3.
- Kreditinstitutterne forventes at operere med en tilstrækkelig kapitaloverdækning, dvs. en stødpude ud over minimumskapitalkravet. Tilsynsmyndighederne skal have mulighed for at pålægge institutterne et individuelt krav om yderligere kapital ud over minimumskapitalkravet på 8 pct.²
- Tilsynsmyndighederne skal have mulighed for at gribe ind på et tidligt tidspunkt for at sikre, at et instituts kapitaldækning er tilfredsstillende.

Baselkomiteens tredje konsultationspapir indeholder kun få anvisninger på, hvad der kan udløse ekstra kapitalkrav, ligesom det understreges, at det er op til tilsynsmyndighederne at vurdere behovet for at stille ekstra kapitalkrav eller andre mere kvalitative pålæg.

¹ *Core Principles for Effective Banking Supervision*, september 1997 og *Core Principles Methodology*, oktober 1999, se www.bis.org.

² Baselkomiteen angiver ikke, om et ekstra krav til kapital skal offentliggøres eller ej. Ifølge EU-Kommissionens tredje direktivudkast må institutterne ikke offentliggøre et ekstra kapitalkrav.

Blandt de risici, som Baselkomiteen har identificeret som værende væsentlige, og som ikke dækkes af søjle 1, er bl.a. renterisiko på poster uden for handelsbeholdningen, fx fastforrentede udlån og værdipapirer i anlægsbeholdningen. Hvis tilsynsmyndighederne vurderer, at et kreditinstitut ikke har tilstrækkelig kapital til at dække renterisikoen, kan der kræves en reduktion i renterisikoen og/eller en øget kapitaldækning. Baselkomiteen har fremsat retningslinjer for, hvornår renterisikoen kan anses for høj¹.

Baselkomiteen anbefaler ligeledes, at tilsynsmyndighederne vurderer, om minimumskravene under søjle 1 fungerer efter hensigten. Dermed skal tilsynsmyndighederne tage højde for, at bl.a. risikovægtene til beregning af minimumskravene er fastsat ud fra en gennemsnitsbetragtning, som ikke altid dækker de mere institutspecifikke risici. Baselkomiteen anbefaler derfor bl.a. at anvende stresstest til at afsløre, om et kreditinstitut opererer for tæt på minimumskapitalkravet. Stresstest vil blive obligatoriske for institutter, der anvender de interne metoder til opgørelse af kreditrisikoen. Tilsynsmyndighederne kan på baggrund af testene kræve en reduktion i risikoen og/eller stille et øget kapitalkrav. Baselkomiteen har fremhævet, at brugen af stresstest i sig selv bør motivere institutterne til at have en tilstrækkelig kapitaloverdækning i forhold til minimumskravet.

Af hensyn til gennemsigtheden og troværdigheden af tilsynsprocessen anbefaler Baselkomiteen, at tilsynsmyndighederne offentliggør, hvilke kriterier der anvendes til vurdering af kreditinstitutternes egne beregninger af kapitalbehovet. Endvidere anbefales, at tilsynsmyndighederne offentliggør grænseværdier for de stresstest, der anvendes til vurdering af institutternes kapitaldækning – svarende til tilsynspraksis med gult og rødt lys for danske pensionselskaber². Endelig bør tilsynsmyndighederne sagligt kunne begrunde over for instituttet, hvis et ekstra kapitalkrav pålægges.

Retningslinjerne under søjle 2 er meget bredt formuleret, og dermed er der et meget stort råderum for de enkelte tilsynsmyndigheder til at fastsætte praksis for at pålægge individuelle kapitalkrav. Baselkomiteen har valgt denne tilgang under søjle 2 ud fra et hensyn til, at tilsynspraksis ikke er en eksakt videnskab, men indeholder et vist element af skøn, at der er nationale forskelle, bl.a. hvad angår skatte- og regnskabsregler, samt at retningslinjerne skal omfatte kreditinstitutter med forskellig

¹ Renterisikoen anses for høj, hvis et rentechok på mere end 200 basispoint medfører et fald i den ansvarlige kapital på mere end 20 pct. Se også Baselkomiteen, *Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk*, januar 2001, som findes på BIS' hjemmeside www.bis.org.

² For en gennemgang af gult og rødt lys for danske pensionselskaber henvises til boks 9 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet 2003*.

forretningsprofil. Det er således ikke entydigt, hvad der kan udløse et ekstra individuelt kapitalkrav ud over minimumskravet på 8 pct.

Tilsynsprocessen under søjle 2 er ny i store dele af Europa, hvor der har været tradition for et mere regelbaseret tilsyn. I de angelsaksiske lande er det derimod sædvane på denne måde at pålægge individuelle kapitalkrav, og det er i disse lande almindeligt, at institutterne hver især er pålagt et kapitalkrav, der ligger over 8 pct.

Inden for Baselkomiteen og EU er der nedsat arbejdsgrupper, som skal søge at sikre, at tilsynsmyndighederne deler erfaringer vedrørende implementeringen af søjle 2 med henblik på at gøre anvendelsen så ensartet som muligt.

SØJLE 3: MARKEDSDISCIPLIN

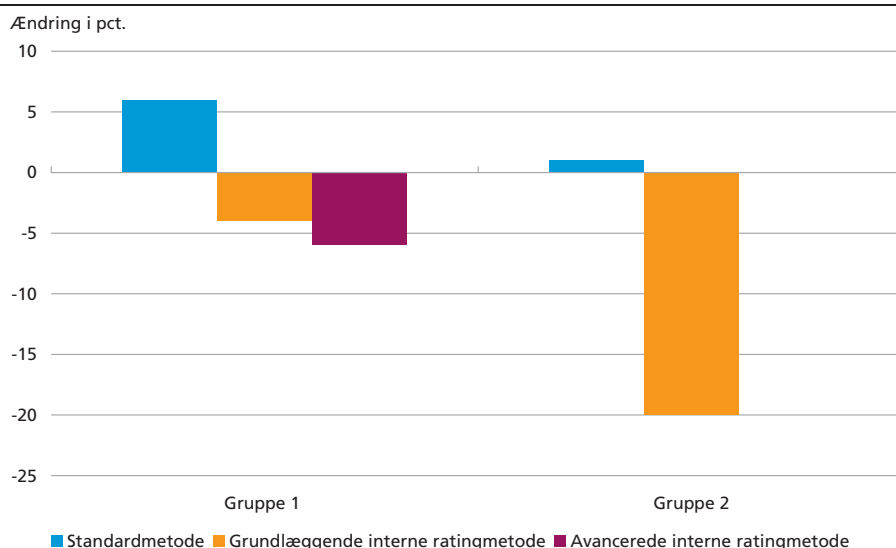
Som supplement til de to første søjler fastlægges i søjle 3 en række krav til kreditinstitutterne om offentliggørelse af mere detaljeret information om risici, kapitalstruktur og kapitaldækning, risikostyring osv. Basel II understøtter dermed den allerede igangværende proces mod større gennemsigtighed. Søjle 3 vil kunne forstærke den markedsdisciplinerende rolle, som investorer og kreditvurderingsbureauer kan spille, da disse dermed bedre vil være i stand til at vurdere institutternes risikoprofil og kapitalbehov.

Retningslinjerne er meget bredt formuleret, så de kan rumme tilsynsmyndighedernes forskellige muligheder og traditioner for at pålægge kreditinstitutter at opgøre og offentliggøre væsentlige oplysninger. Det er ligeledes et vigtigt mål for Baselkomiteen, at den tredje søjles retningslinjer for offentliggørelse af oplysninger ikke må være i strid med de internationale regnskabsstandards (IAS, International Accounting Standards). Det er op til tilsynsmyndighederne at afgøre, hvilke oplysninger der alene skal rapporteres til tilsynsmyndighederne, og hvilke som også skal offentliggøres fx i forbindelse med institutternes års- og halvårsregnskaber. For bedre at synliggøre forholdet mellem kreditinstitutternes risikoprofil og kapitalgrundlag skal institutter, der anvender de interne metoder til opgørelse af kreditrisici og operationelle risici, offentliggøre mere omfattende og detaljerede oplysninger.

Baselkomiteen anbefaler, at kreditinstitutterne rapporterer oplysninger minimum hvert halve år og kvartalsvist for de store internationale institutter. Mere kvalitative oplysninger, fx om institutternes rammer og politikker for risikostyring mv., skal alene offentliggøres en gang årligt. Informationerne skal opgøres for den samlede koncern, dog anbefales, at de enkelte kreditinstitutter mv. i en delkoncern også rapporterer individuelle oplysninger om kapitalen.

**BASELKOMITEENS TREDJE DATAINDSAMLING: GENNEMSNITLIG ÆNDRING
I MINIMUMSKAPITALKRAVET UNDER SØJLE 1 FOR KREDITINSTITUTTER I EU
MÅLT I FORHOLD TIL NUVÆRENDE KRAV**

Figur 3



Anm.: Data for gruppe 2 institutter på den avancerede interne ratingmetode er ikke oplyst. Søjlerne angiver ændring i søjle 1 kapitalkrav i forhold til det nuværende kapitalkrav til dækning af kreditrisiko og operationel risiko ved forskellige valg af opgørelsesmetoder. Gruppe 1 og gruppe 2 angiver, om de indberettende institutter har en kernekapital på over henholdsvis under 3 mia.euro. For gruppe 1 er kapitalkravet vægtet i forhold til institutternes ansvarlige kapital, mens gruppe 2 er et simpelt gennemsnit. Sammenligning af resultaterne for de 3 opgørelsesmetoder skal tolkes varsomt, da det ikke er de samme institutter, der har indberettet under alle opgørelsesmetoderne.

Kilde: Baselkomiteen.

KONSEKVENSER AF DE NYE KAPITALKRAV

I efteråret 2002 indledtes Baselkomiteens tredje dataindsamling (QIS 3, Third Quantitative Impact Study), hvor kreditinstitutter fra mere end 43 lande har beregnet og rapporteret de kapitalkrav i henhold til søjle 1, som de ville blive pålagt, hvis Basel II reglerne havde været gældende. EU-Kommissionen assisterede Baselkomiteen med dataindsamlingen og har ligeledes offentliggjort resultater for europæiske institutter¹. Den tredje dataindsamling bekræftede, at balancen for de nye kapitalkrav er ved at være på plads, dvs. at det samlede minimumskapitalkrav stort set er uændret i forhold til de gældende regler, og at incitamentet til at forbedre risikostyringen styrkes.

I figur 3 er vist resultaterne fra Baselkomiteens QIS 3 for kreditinstitutter i EU. Kreditinstitutterne er opdelt på gruppe 1 og gruppe 2 alt efter,

¹ Resultaterne fra Baselkomiteens og EU-Kommissionens QIS 3 kan findes på www.bis.org og europa.eu.int/comm/internal_market/regcapital/index_en.htm.

om kernekapitalen er over henholdsvis under 3 mia.euro. For gruppen af de største kreditinstitutter i EU, der har indberettet kreditrisikoen efter de interne metoder, viser resultaterne en lille lempelse i minimumskapitalkravet på gennemsnitlig 4-6 pct. målt i forhold til det nuværende kapitalkrav, mens kapitalkravet for de største institutter efter standardmetoden viser en stigning på 6 pct. Resultatet for gruppe 2 institutterne viser en større lempelse på 20 pct. for de institutter, der har indberettet efter den grundlæggende interne ratingmetode, mens de institutter, der har indberettet efter standardmetoden, i gennemsnit får en lille stigning i minimumskapitalkravet på 1 pct.

Resultatet fra dataindsamlingen har vist en stor spredning mellem de kreditinstitutter, der vil få et højere henholdsvis et lavere minimumskapitalkrav med de nye regler.

For de institutter, hvor QIS 3 resulterer i et lavere minimumskapitalkrav end under Basel I, er den væsentligste forklaring lavere risikovægte til detailudlån, og i særdeleshed udlån med pant i ejerboliger, samt udlån til små og mellemstore virksomheder. Da gruppe 2 institutterne har en højere andel af detailudlån end gruppe 1, opnår de i gennemsnit højere kapitallempelser. Det er Baselkomiteens vurdering, at især kreditinstitutter i gruppe 1 ikke fuldt ud har udnyttet mulighederne for kapitallempelser ved risikoafdækning, hvorfor kapitallempelsen for gruppe 1 institutterne formentlig er undervurderet. Den væsentligste faktor, der har bidraget til en stigning i kapitalkravet, er operationel risiko.

Danske penge- og realkreditinstitutter har også deltaget i undersøgelsen. Danske institutter har en forholdsvis stor andel af udlån til detailkunder, små og mellemstore virksomheder samt udlån med pant i fast ejendom i forhold til de store europæiske banker. Dette forhold kan give en indikation af, at danske institutter vil kunne opnå en betragtelig nedsættelse af det kapitalkrav¹, de som minimum vil blive stillet over for under søjle 1. Det er fortsat ledelsen i de enkelte institutter, der skal sikre, at instituttet har tilstrækkelig kapitaldækning, uanset minimumskapitalkravet. Hertil kommer så, at minimumskapitalkravet skal suppleres med tilsynsprocessen, hvor Finanstilsynet skal vurdere, om instituttet har tilstrækkelig kapitaldækning.

¹ For kreditinstitutter, der vælger at anvende de interne metoder til opgørelse af kreditrisiko eller operationel risiko, har Baselkomiteen fastlagt en undergrænse for, hvor meget det nye kapitalkrav minimum skal udgøre de to første år efter, at Basel II er trådt i kraft. Således skal det nye kapitalkrav det første år minimum udgøre 90 pct. i forhold til de gældende regler og minimum udgøre 80 pct. det andet år.

Infrastrukturen på værdipapirmarkedene

Henrik Arnt, Betalingsformidlingskontoret, og Anne Reinhold Pedersen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Med introduktionen af euroen har store dele af Europa en fælles valuta, som det kendes fra USA. Værdipapirmarkedene i euroområdet er imidlertid ikke så integrerede som de amerikanske. Omkostningerne ved at handle et givent værdipapir er forskellige inden for euroområdet bl.a. som følge af, at der ikke er fælles clearing og afvikling. Samtidig er det bemærkelsesværdigt, at de seneste års konsolidering af infrastrukturen på værdipapirmarkedene i Europa også har omfattet selskaber uden for euroområdet.

De europæiske kapitalmarkeder har tidligere været domineret af nationale finansielle strukturer. Handel er foregået på nationale fondsbørser med indenlandske kunder, og værdipapirer har været opbevaret i nationale værdipapircentraler. Der har imidlertid gennem de senere år været en stigende interesse for at handle værdipapirer på tværs af landegrænser. Introduktionen af euroen kan sandsynligvis forklare en stor del heraf, men også øget fokus på risikospredning og lempeligere regler for placering af pensionsopsparing kan være medvirkende årsager.

Værdipapirmarkedet er et marked, hvor landegrænser i princippet er af lille betydning, da der typisk vil være lignende investeringsprodukter i flere lande. Samtidig foregår handlen i stigende grad elektronisk, så det har mindre betydning, hvor man fysisk er placeret.

Mens den grænseoverskridende handel med værdipapirer således er blevet mere smidig, er den efterfølgende clearing og afvikling fortsat kompliceret. Det er forbundet med forholdsvis høje omkostninger at få afsluttet en handel, hvor køber ikke er bosiddende i det land, hvor værdipapiret opbevares. Dette har medført et pres fra både investorer og myndigheder for, at grænseoverskridende aktiviteter bliver billigere.

Overgangen til euro repræsenterede et kvantespring frem mod etableringen af et indre kapitalmarked i EU til gavn for alle investorer samt virksomheder, der søger kapital. Integrationen af de underliggende finansielle strukturer er en yderligere forudsætning for et velfungerende indre kapitalmarked.

- **Handel.** Køber og sælger indgår en handel på en handelsplatform, det kan fx være en reguleret handelsplads, et elektronisk handelssystem eller et mæglermarked.
- **Clearing.** Ved clearing opgøres forpligtelserne i en handel. Hvis en række handler samles, og der sker en samlet opgørelse af køb og salg, kan de enkelte deltagers nettoposition udregnes. Denne funktion kaldes netting og indebærer en reduktion i antallet af transaktioner og størrelsen af de beløb, som skal udveksles, hvorved likviditetsbehovet mindskes. Clearing kan også ske på bruttobasis (dvs. pr. handel). I Danmark og de øvrige nordiske lande sker clearingens samme sted som afviklingen, dvs. i værdipapircentralerne. I mange andre lande er denne del af infrastrukturen opdelt på to parter, hvor en central modpart forestår clearingens, mens afviklingen sker i en værdipapircentral. I boks 2 beskrives centrale modparter nærmere.
- **Afvikling.** Afvikling er den endelige afregning af aftalte forpligtelser mellem køber og sælger, hvor penge og papirer udveksles, og handler bliver endelige. I Danmark og de fleste andre steder afvikles penge- og værdipapirforpligtelsen samtidigt, såkaldt "delivery versus payment", eller blot DvP. Ved DvP reduceres kreditrisikoen på modparten.
- **Opbevaring.** Værdipapirerne registreres i et depot i en værdipapircentral. Værdipapircentralen kan være national (Central Securities Depository, CSD) eller international (International Central Securities Depository, ICSD). Nogle værdipapircentraler tilbyder også værdipapirservicering (corporate actions), som er administration af stemmerettigheder, håndtering af periodiske betalinger (rente- og udbyttebetalinger) og skattehjælp.

I det følgende ses der på den nuværende værdipapirinfrastruktur i EU. I den forbindelse vurderes det, hvorledes infrastrukturen kan tænkes at udvikle sig fremover. En forudsætning for skabelsen af et indre kapitalmarked i EU er, at de lovgivningsmæssige rammer harmoniseres. Det arbejde foregår inden for EU og omtales kort til sidst.

INFRASTRUKTUREN PÅ VÆRDIPAPIRMARKEDET

En værdipapirhandel kan betragtes som en kæde. Først handles værdipapiret, hvorefter handlen cleares og afvikles, og endelig opbevares papiret i et depot¹. Disse led udgør tilsammen infrastrukturen på værdipapirmarkedet, jf. boks 1.

Infrastrukturen på de europæiske værdipapirmarkeder har ændret sig markant. Overordnet set er der tale om vertikal eller horisontal konsolidering. Vertikal konsolidering sker ned gennem kæden fx mellem en handelsplads, en clearingcentral og en værdipapircentral, mens horisontal konsolidering sker på tværs af kæden, fx mellem to handelspladser.

¹ I Danmark eksisterer fondsbørsaktiver (dvs. aktier og obligationer) kun i elektronisk form. Tilsvarende udvikling ses i de fleste andre europæiske lande. Opbevaring refererer derfor til den elektroniske registrering af værdipapirerne i værdipapircentralerne.

HOVEDLINJER I DEN EUROPÆISKE VÆRDIPAPIRINFRASTRUKTUR

Tabel 1

	Frankrig, Holland, Belgien og Portugal	UK	Tyskland og Østrig	Danmark	Norge	Sverige	Finland
Handel	Euronext	LSE	Deutsche Börse	KF	OSE	OM	HEX
Clearing	Clearnet	LCH	Eurex clearing	VP	VPS	VPC	APK
Afvikling og opbevaring	Euroclear	Crest	Clear- stream	VP	VPS	VPC	APK

— Fælles concern - - - - Samarbejde

Anm.: LSE: London Stock Exchange, LCH: London Clearing House, KF: Københavns Fondsbørs, OSE: Oslo Stock Exchange, OM: Stockholmsbörsen, HEX: Helsinki Exchange.

Den økonomiske baggrund for vertikal konsolidering er primært synergieffekter, herunder lettere mulighed for at anvende såkaldt Straight Through Processing (STP), hvor en handel automatisk videresendes til clearing og afvikling. Horisontal konsolidering er først og fremmest motiveret af stordriftsfordele, da systemerne har høje faste omkostninger og lave marginalomkostninger. Fordelene kommer derfor især til udtryk ved implementering og anvendelse af en fælles teknisk platform, fx et fælles handelssystem.

Om konsolidering samlet set indebærer fordele for økonomien afhænger specielt af, om konkurrencen kan bevares. I den henseende kan myndighederne være bekymrede for, at især vertikalt konsoliderede strukturer udnytter deres stilling. Det kan fx ske ved at blokere konkurrerende handelsplatformes adgang til clearing og afvikling eller ved at subsidiere udvalgte led i kæden.

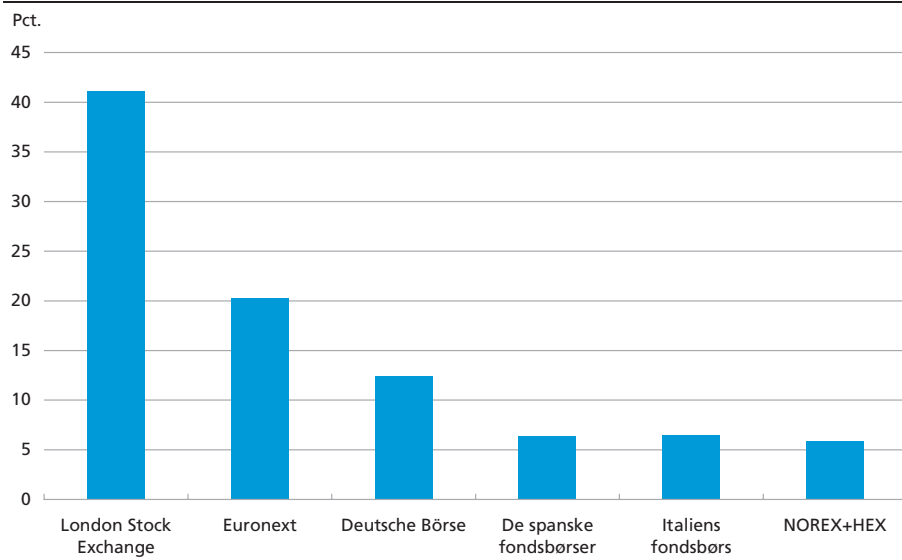
Hvor den vertikale konsolideringsform tidligere har været dominerende, tyder den seneste tids udvikling på, at konsolideringen i højere grad sker horisontalt. I tabel 1 er hovedlinjerne i den nuværende værdipapirinfrastruktur i Europa skitseret. Som det fremgår af tabellen, er billedet kompliceret. Flere selskaber deltager således både i en horisontal og en vertikal konstruktion.

VÆRDIPAPIRHANDEL

Fondsbørshandlen i Europa er på nuværende tidspunkt domineret af London Stock Exchange, Euronext og Deutsche Börse, hvorigennem ca. 75 pct. af aktiehandlen på de europæiske børser blev gennemført i

UDVALGTE FONDSBØRSERS ANDEL AF AKTIEHANDLEN PÅ DE EUROPÆISKE FONDSBØRSER I 2002

Figur 1



Anm.: NOREX og HEX består af fondsbørserne i Norden.
 Kilde: Federation of European Stock Exchanges, FESE.

2002. Som det fremgår af figur 1, er de nordiske børser forholdsvis små med sammenlagt ca. 6 pct. af de europæiske fondsbørsers aktiehandel¹.

De seneste år er der sket en række grænseoverskridende konsolideringer, og der er udarbejdet samarbejdsaftaler mellem europæiske fondsbørser. I 1998 indgik Københavns Fondsbørs og Stockholmsbørsen en samarbejdsaftale om at etablere et fælles nordisk værdipapirmarked baseret på selvstændige børser – NOREX. Alliancen blev senere udvidet med Oslo Børs og Islands børs. I 2000 blev Euronext dannet ved en fusion mellem fondsbørserne i Frankrig, Holland og Belgien, og i 2002 blev kredsen udvidet med den portugisiske fondsbørs og den engelske derivatbørs, LIFFE. Senest er der i maj i år blevet annonceret en fusion mellem den svenske OM-gruppe, der ejer Stockholmbørsen, og finske HEX, der ejer den finske fondsbørs og to af de baltiske børser. Det ny selskab, OM HEX, vil have hovedkvarter i Stockholm og bestå af to divisioner: HEX Integrated Markets og OM Technology, med hovedkvarter i henholdsvis Helsinki og Stockholm. HEX Tallinn, HEX Riga og Stockholmbørsen vil fortsætte under de nuværende navne, mens den finske fondsbørs genoptager det tidligere navn Helsingin Pörssi. Fusionen indebærer desuden, at værdipapirhandelssystemet på børserne i Norden og i to af de baltiske lande bliver SAXESS.

¹ Handel med obligationer er udeladt i figuren, da denne i Europa typisk ikke foregår på en fondsbørs.

Konsolideringen af handelspladser er i høj grad motiveret af stordriftsfordele i form af sammenføring af it-systemer og dannelsen af en fælles handelsplatform, områder kendetegnet ved betydelige faste omkostninger. En fælles handelsplatform kan medvirke til, at antallet af investorer og handlen stiger. Samtidig fjernes parallel handel med samme værdipapir, hvilket kan gøre prisdannelsen på markedet mere gennemsigtig. Konsolideringen af forskellige systemer vil dog ofte medføre betydelige initiale omkostninger. For det første er der store omkostninger forbundet med at udvikle nye it-systemer eller at sammenkoble eksisterende. For det andet kan der være omkostninger for brugerne (medlemmerne) af handelssystemet, fx til software, hardware og uddannelse/træning af medarbejderne. Mens det er relativt ukompliceret for handelspladserne at estimere den første type omkostninger, er det betydeligt vanskeligere at vurdere den anden, der er en omkostning hos brugerne. Det samlede regnskab kan derfor være svært at gøre op, og der kan gå en lang periode, før der forekommer positive effekter af en konsolidering.

Landskabet for værdipapirhandel i Europa forventes at undergå yderligere forandringer i den kommende tid. Konsolideringen vil efter alt at dømme fortsætte og centrere sig om de tre største børser i Europa; London Stock Exchange, Deutsche Börse og Euronext. En mulighed kunne også være, at to af de tre store gik sammen. De mest sandsynlige kandidater må i øjeblikket anses for at være London Stock Exchange og Euronext, da de underliggende led i værdikæden for netop disse to børser er fusioneret, jf. tabel 1. De mindre børser i Europa kan sandsynligvis vælge enten at blive tilknyttet en af de store børser eller alternativt fokusere på at (for)blive specialiserede handelspladser for mindre likvide værdipapirer.

CLEARING AF VÆRDIPAPIRHANDEL

Clearing, hvor værdipapirhandlen klargøres til afvikling, sker i de fleste europæiske lande hos en central modpart, jf. boks 2. Handler på Euronext-børserne cleares i Clearnet, hvor Euronext ejer 80 pct. af aktierne og værdipapircentralen Euroclear den resterende del. Clearnet er en fusion mellem clearingcentralerne i Holland, Belgien og Frankrig. I England er London Clearing House bl.a. central modpart for handler på London Stock Exchange og derivatbørsen LIFFE.

Netop London Clearing House og Clearnet annoncerede i juni 2003, at de ved udgangen af 2003 fusionerer de to selskaber til et nyt fælles selskab, LCH.Clearnet. Fusionen var ikke uventet, bl.a. som følge af at LIFFE, der en af de vigtigste kunder hos London Clearing House, for nylig

CENTRALE MODPARTER

Boks 2

En central modpart indtræder i og garanterer alle handler. Den centrale modpart agerer således sælger over for alle købere og køber over for alle sælgere. En central modpart tilbyder netting af handler, hvorved kravene til likviditet reduceres. Dette implicerer også anonymitet i handlerne, hvilket er en funktion, der i stigende grad efterspørges. Desuden kan en central modpart være medlem af flere værdipapircentraler, hvilket kan medvirke til at lette grænseoverskridende clearing og afvikling.

Anvendes en central modpart kan handleren få en kendt modpartsrisiko (på den centrale modpart) frem for en mere ukendt modpartsrisiko på den, man tilfældigvis har handlet med. Det vil især være en fordel ved grænseoverskridende værdipapirhandler, hvor der typisk er et lavere kendskab til modparten end ved indenlandske handler. Overførslen af risikoen fra markedsdeltagerne til den centrale modpart indebærer en koncentration af kreditrisikoen og den operationelle risiko, hvilket stiller store krav til fx regelsæt og risikostyringsværktøjer. Af samme grund kan myndighederne have en væsentlig interesse i den konkrete udformning af den centrale modpart. Der er ikke i større omfang udstedt internationale anbefalinger/standarder for centrale modparter.

blev indlemmet i Euronext gruppen. De øvrige Euronext børser anvender som før nævnt Clearnet som central modpart. Med fusionen er koncentrationen på området forøget markant.

For handler på Deutsche Börse er der for nylig etableret en central modpart, Eurex Clearing¹, som også er central modpart for handler på derivatbørsen Eurex. I de nordiske lande er der ikke etableret centrale modpart², og clearingen sker i de respektive værdipapircentraler. Hos VP nettes de indgåede handler i clearing, hvorefter afviklingen sker i fire på hinanden følgende blokke.

Clearing er et typisk netværksgode, hvor fordelene for investorerne stiger med antallet af deltagere³. Der er således klare fordele ved en høj grad af horisontal konsolidering på området. En hensigtsmæssig struktur på europæisk (globalt) niveau kunne derfor være få, men store, pan-europæiske (globale) centrale modpart, der kan nette handler og forpligtelser på tværs af landegrænser og ad den vej medvirke til at reducere omkostningerne ved grænseoverskridende værdipapirhandler. I modsat retning trækker imidlertid, at konkurrencen kan hæmmes, og risikoen koncentrerer.

¹ Eurex Clearing underskrev i foråret 2003 en hensigtserklæring med Board of Trade Clearing Corporation, der er den største amerikanske centrale modpart for handel med futures, med henblik på at skabe en global løsning for clearing af derivathandler.

² Der er dog én undtagelse, idet FUTOP clearingcentralen fungerer som central modpart for handel med futures og optioner, der er noteret på Københavns Fondsbørs.

³ Et andet eksempel på et netværksgode er telefonnet.

VÆRDI AF OPBEVAREDE VÆRDIPAPIRER (MIA.EURO)		Tabel 2
	2001	2002
Euroclear	8.700	8.600
Crest	2.600	2.000
Clearstream	7.668	7.144
Monte Titoli (Italien)	1.542	1.575
Iberclear (Spanien)	567	507
VP	427	435

Anm.: Crest og Euroclear er medtaget hver for sig for at illustrere størrelsesforholdet mellem dem. Crest og Euroclear fusionerede i efteråret 2002.

Kilde: Årsberetninger fra institutionerne.

AFVIKLING AF VÆRDIPAPIRHANDLE OG OPBEVARING AF VÆRDIPAPIRER

Afvikling, hvor handlede værdipapirer udveksles mod penge, så handler bliver endelige, og den efterfølgende opbevaring af værdipapirer sker typisk i en værdipapircentral. I EU er der 21 værdipapircentraler, hvor især to skiller sig ud; Clearstream og Euroclear. Clearstream er resultatet af en fusion mellem Deutsche Börse Clearing og den internationale værdipapircentral, Cedel. Euroclear er en sammenlægning af den internationale værdipapircentral Euroclear samt værdipapircentralerne i Frankrig, Holland, Belgien og senest i efteråret 2002 engelske Crest. Euroclear har ikke fået etableret en fælles afviklingsplatform for de fusionerede værdipapircentraler, men der arbejdes herpå.

Sammenlignes værdien af de opbevarede værdipapirer i de to værdipapircentraler, er Euroclear størst, især efter fusionen med Crest, jf. tabel 2. I de nordiske lande er værdipapircentralerne nationale og har ikke indgået i grænseoverskridende konstellationer, som det er tilfældet på handelssiden.

Konsolidering af værdipapircentraler kan skabe fordele, hvis der kan etableres fælles afvikling. Yderligere kan konsolideringen indebære, at investor får mulighed for at samle sine værdipapirer i ét opbevaringsdepot, hvormed der kan skabes en mere smidig likviditetsstyring. Mange værdipapirer kan nemlig anvendes som sikkerheder for kredit (likviditet) i centralbanker. Adgang til likviditet er af stor betydning for en effektiv betalingsformidling og værdipapirafvikling¹. Et problem ved konsolidering af opbevaringsfunktionerne er imidlertid lovgivningsmæssige forskelle mellem landene, fx på skatteområdet.

Afvikling af grænseoverskridende værdipapirhandler kræver, at de forskellige nationale systemer gøres i stand til at kommunikere indbyrdes, hvilket kan ske via forskellige kanaler, jf. boks 3, der alle involverer

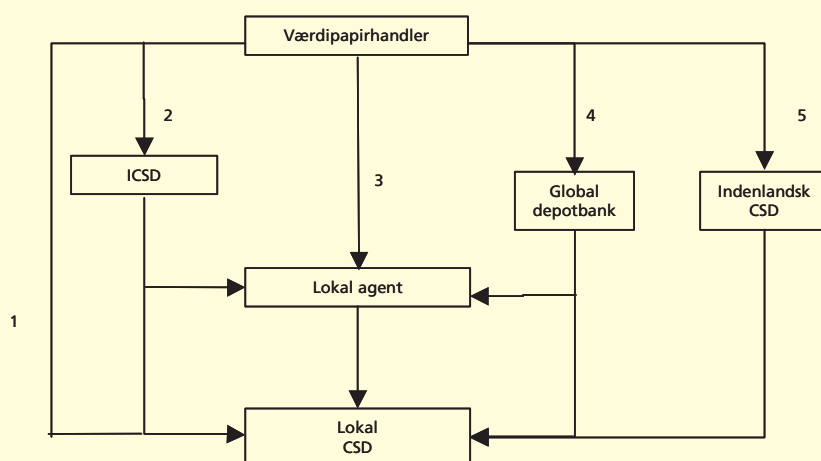
¹ For en beskrivelse af den danske afviklingsstruktur henvises til Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet* 2002.

For at afvikle en værdipapirhandel er det nødvendigt, at begge modparter i handlen har adgang til systemer, hvor papiret kan henholdsvis afleveres og modtages. I en grænseoverskridende værdipapirhandel befinder den ene – eller muligvis begge – parter sig i et andet land, end hvor papiret er beliggende (i et depot i en værdipapircentral). Der skal derfor etableres adgang til det pågældende afviklingssystem, eller afviklingssystemerne i de forskellige lande skal "være forbundne" (et link).

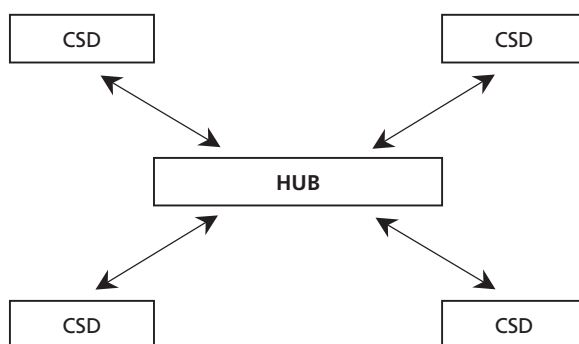
Der findes grundlæggende fem forskellige kanaler, hvorigennem grænseoverskridende handler kan afvikles:

1. Værdipapirhandleren kan have direkte adgang til den lokale værdipapircentral (CSD) i det pågældende land ved at være medlem af denne. Ifølge BIS' rapport: Report on Consolidation in the Financial Sector fra 2001 er denne løsning dyr og ikke udbredt.
2. Værdipapirhandleren kan anvende en international værdipapircentral (ICSD), som har adgang til den lokale værdipapircentral enten direkte eller indirekte gennem en lokal agent, som oftest en finansiel institution.
3. Værdipapirhandleren kan anvende en lokal agent, der er medlem af den lokale værdipapircentral. Det er den mest anvendte løsning ved aktiehandel.
4. Værdipapirhandleren kan bruge en global depotbank. Det vil oftest være en bank, der er aktiv på mange markeder, og som tilbyder investor at få opbevaret sine værdipapirer i den pågældende bank, der så igen har værdipapirerne opbevaret i et samledepot i en værdipapircentral, direkte eller indirekte.
5. Værdipapirhandleren kan anvende et direkte link mellem den indenlandske og den udenlandske (lokale) værdipapircentral, hvis et sådan er etableret. Dette kan desuden medvirke til en lettere likviditetsstyring for investor, idet papirer, der ønskes anvendt som sikkerhedsstillelse, kan koncentreres i et depot. Dette er typisk en dyr løsning.

KANALER FOR AFVIKLING AF HANDLER



Kilde: The Giovannini Group: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, November 2001 (se http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm).



fordyrende mellemlid. Det er især som følge af besværligheder på dette område, at grænseoverskridende handler bliver forholdsvis dyre, og yderligere integration af afviklingen er derfor en forudsætning for, at omkostningerne kan reduceres¹.

Links mellem værdipapircentralerne har hidtil været en meget anvendt løsning til at få afviklingssystemerne integreret. Med mange værdipapircentraler er etableringen og vedligeholdelsen af links imidlertid forholdsvis omkostningskrævende². Med dette udgangspunkt er flere af de store værdipapircentraler ved at udvikle en alternativ løsning, hvor antal links kan reduceres betragteligt. Idéen er, at de enkelte værdipapircentraler styrer deres link gennem nogle få centrale kerner, der så indbyrdes kan kommunikere med hinanden³, jf. figur 2. Ydermere muliggør modellen, at opbevaringen af værdipapirer fortsat kan finde sted nationalt, hvilket kan være hensigtsmæssigt set i lyset af forskelle i lovgivning mellem landene.

Modellen er et bud på integration af grænseoverskridende afvikling på mellemlang sigt. På længere sigt må det formodes, at afviklingen og opbevaring koncentrerer i færre enheder.

DE EUROPÆISKE MYNDIGHEDERS INTERESSER OG INITIATIVER

Værdipapirmarkedene fungerer som formidlere af kapital til virksomheder og husholdninger. Myndighederne har derfor en interesse i at

¹ The Giovannini Group anslår i rapporten: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, November 2001 (se http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm), at de direkte omkostninger til clearing og afvikling af grænseoverskridende værdipapirhandler i EU er ca. 11

gange højere end for indenlandske handler.

² Det kræver $n*(n-1)$ links for at linke n værdipapircentraler. For EU svarer dette p.t. til 420 links.

³ Modellen kaldes populært for *hub and spokes* med reference til et cykelhjul med et nav i centrum, hvorfra egerne udgår.

sikre, at infrastrukturen på værdipapirområdet er velfungerende, effektiv og sikker.

For centralbankerne er det vigtigt, at pengepolitikken kan udføres problemfrit, hvilket kræver, at modparterne let og hurtigt kan stille værdipapirer som sikkerhed for lån i de pengepolitiske operationer. Ligeledes er det af stor betydning, at clearings- og afviklingssystemerne er robuste, da spredning af et problem mellem deltagerne kan have alvorlige konsekvenser for den finansielle stabilitet.

Derudover kan både horisontal og vertikal konsolidering på værdipapirområdet indebære mindre konkurrence, og myndighederne vil derfor foretage en vurdering deraf. De monopollignende institutioner skaber behov for at overvåge, at stillingen ikke misbruges.

I EU-regi arbejdes der på at skabe de lovgivningsmæssige rammer for et indre finansielt marked, og der er fremsat og vedtaget en række direktivforslag, som vil påvirke infrastrukturen på værdipapirmarkedet.

Et af direktiverne er prospektdirektivet, som blev vedtaget under det danske formandskab i efteråret 2002. Formålet med direktivet er at etablere et "europæisk pas" for børsprospekter, så prospekter for aktier eller obligationer godkendt i et EU-land frit kan anvendes til udbud eller notering af samme værdipapir i et andet medlemsland. Samtidigt forenkles sprogkravene. Direktivet forventes at forøge konkurrencen mellem fondsbørserne, hvilket kan føre til yderligere konsolidering.

Desuden har EU-Kommissionen i slutningen af 2002 fremsat et forslag om et nyt investeringsservicedirektiv. Med direktivforslaget harmoniseres reglerne mellem de forskellige typer handelspladser for noterede værdipapirer. Eksempelvis bliver alternative handelssystemer, såkaldte multilaterale handelsfaciliteter (MHFer), som ikke tidligere har været reguleret på EU-niveau, underlagt et regelsæt, som er lidt mere lempeligt end regelsættet for fondsbørser.

Med hensyn til EU-lovgivning vedrørende clearing og afvikling har direktivet om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer (finality-direktivet) fra 1998 reduceret en væsentlig del af den juridiske usikkerhed, der var knyttet til nettoafvikling af værdipapirer i EU. Desuden kan direktivet om aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse (collateral-direktivet) fra 2002 bidrage til at øge den retlige sikkerhed ved sikkerhedsstillelse på tværs af landegrænser.

Yderligere har den såkaldte Giovannini-gruppe¹ udarbejdet to rapporter for EU-Kommissionen. I den første identificeres 15 barrierer for ef-

¹ Gruppen består af eksperter fra den finansielle sektor og er nedsat med det formål at vejlede Kommissionen omkring temaer i relation til de finansielle markeder. De to rapporter er: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union fra 2001 og Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements fra 2003.

Giovannini-gruppen identificerede i sin rapport fra 2001 15 barrierer for et effektivt marked for clearing og afvikling af grænseoverskridende værdipapirhandler. Barriererne blev inddelt i tre hovedområder: Tekniske barrierer/markedspraksis, skattemæssige barrierer og juridiske barrierer.

Forskelle i tekniske barrierer/markedspraksis:

- Forskellige it-standarder og brugergrænseflader til clearing og afvikling
- Nationale regler, der forhindrer frit valg af system til clearing og afvikling
- Forskellige nationale regler i relation til corporate actions mv.
- Manglende mulighed for endelig afregning inden for dagen (intra-day finality) mellem forskellige landes systemer på grund af forskelle i afviklingscykler
- Praktiske hindringer for fjernadgang (remote access) til et andet lands clearing- og afviklingssystemer
- Forskellige markedskonventioner for afviklingstidspunkt (normalt T+3)
- Forskellige nationale åbningstider i clearing-, afviklings- og betalingssystemerne
- Forskellig udstedelsespraksis
- Begrænsninger med hensyn til, hvor værdipapirerne opbevares
- Restriktioner på primary dealers og market makers aktiviteter.

Skattemæssige barrierer:

- Nationale regler, der udelukker udenlandske depotbanker mv. fra administration af skatteforhold vedrørende værdipapirerne
- Transaktionskatter, der opkræves som en integreret del af afviklingssystemet.

Barrierer vedrørende juridisk sikkerhed:

- Manglende fælles europæiske regler for rettigheder over værdipapirer
- Nationale forskelle i den juridiske behandling af bilaterale nettingaftaler for finansielle transaktioner
- Uensartede regler om hvilket lands retsregler, der finder anvendelse ved konflikt (lovvalgsregler).

Anm.: For en mere detaljeret beskrivelse af barriererne henvises der til kapitel 5 i rapporten.

Kilde: The Giovannini Group: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, November 2001 (se www.europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm).

ektiv clearing og afvikling af grænseoverskridende værdipapirhandel i EU, se boks 4. I gruppens anden rapport fra april i år fremsættes forslag til, hvordan de førnævnte barrierer kan fjernes. På baggrund heraf ventes Kommissionen i løbet af efteråret at lancere en handlingsplan med tiltag for at fremme integrationen på området yderligere.

Endelig udsendte Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) i samarbejde med Den Europæiske Komite for Værdipapirtilsyn (CESR) 1. august i år en rapport i offentlig høring. Rapporten indeholder dels forslag om standarder for systemer til clearing og afvikling af værdipapirer for at øge sikkerheden og effektiviteten i systemerne. Desuden er der forslag om, at visse af standarderne også anvendes på store depotban-

ker, der foretager clearing og afvikling af værdipapirer, men som ikke reguleres i forhold til disse aktiviteter.

AFSLUTNING

Udviklingen i infrastrukturen på de europæiske værdipapirmarkeder er inde i en fase, hvor enhederne bliver stadigt større. Hvor der tidligere har været en tendens til vertikal konsolidering, dvs. mellem de forskellige led i infrastrukturen, tyder de seneste års udvikling på horisontale konsolideringer, hvor de samme led i infrastrukturen går sammen i større og større enheder. Koncentrationen vil sandsynligvis blive betydelig.

Specielt på området for clearing er der teoretisk set fordele ved store institutioner, og bl.a. på denne baggrund forventer mange yderligere konsolidering i form af etablering af store grænseoverskridende, centrale modparter. Integrationen af afviklingsstrukturerne er en vigtig forudsætning for, at omkostningerne ved at udføre en grænseoverskridende handel kan blive mindre, hvorved integrationen af kapitalmarkederne kan øges.

Infrastrukturen på værdipapirmarkederne vil få stigende bevågenhed fra myndighedernes side, ikke mindst på EU-niveau, hvor der forventes yderligere initiativer fra EU-Kommissionen.

Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv

Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Juridisk Sektion

INDLEDNING

Nationalbanken har tidligere beskrevet finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken ud fra en operationel synsvinkel, hvor de grundlæggende juridiske forhold ikke er nærmere beskrevet.¹

Dagligt stilles sikkerhed over for Nationalbanken med henblik på opnåelse af kredit i danske kroner og euro i størrelsesordenen 100 mia.kr.² Det er derfor af afgørende betydning, at den stillede sikkerhed er juridisk holdbar og kan håndhæves i tilfælde af misligholdelse fra et finansielt instituts side.

I det følgende beskrives de forskellige muligheder for sikkerhedsstillelse for Nationalbankens udlån samt det retlige grundlag herfor, herunder de særlige retsregler, der finder anvendelse ved sikkerhedsstillelse over for centralbanker.³

BAGGRUND

Nationalbanken kræver sikkerhed for alle former for udlån. Det gælder både lån inden for dagen (intradag-kredit), pengepolitiske lån og lån til kontantdepoter⁴. Muligheden for usikret intradag-kredit blev afviklet fra 1995 og ophørte endeligt i 1998.⁵

¹ Se Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001 og *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave, Danmarks Nationalbank, 2003.

² Tallet dækker alene over sikkerhedsstillelse ved traditionelt pant og ikke indregning af modregningsadgang for indskudsbeviser, sikkerhedsret i henhold til værdipapirhandelslovens § 55 eller grænseoverskridende sikkerhed, ligesom tallet alene er baseret på en tilfældig uge (uge 9, 2003).

³ Vilklarene for sikkerhedsstillelse over for Nationalbanken fremgår af Nationalbankens dokumentationsgrundlag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling, som findes på Nationalbankens hjemmeside www.nationalbanken.dk under Regelsæt/Betalingsformidling/Dokumentationsgrundlag.

⁴ Kontantforsyningen i Danmark bygger på en række kontantdepoter placeret hos pengeinstitutter rundt om i landet. Der fastsættes et loft (maksimum) for depotstedets størrelse, og Nationalbanken yder depotstedet et rentefrit lån mod sikkerhed i fondsaktiver, der modsvarer værdien af dette maksimum. Der skal stilles sikkerhed for depotstedets maksimum uanset den faktiske beholdning af konstanter i depotstedet.

⁵ I eurolandene yder centralbankerne ligeledes alene lån mod passende sikkerhed, jf. art. 18.1 i Statutten for det Europæiske System af Centralbanker.

Finansielle institutioner med adgang til kredit i Nationalbanken stiller som udgangspunkt sikkerhed over for Nationalbanken på tre retligt set forskellige måder, nemlig ved traditionelt pant i et depot i Værdipapircentralen, VP, med en tilknyttet afkastkonto¹, ved anvendelse af sikkerhedsret i henhold til værdipapirhandelsloven, VPHL, § 55² samt gennem modregningsadgang i indskudsbeviser³. Endvidere kan visse former for grænseoverskridende sikkerhed anvendes over for Nationalbanken.

Direktivet om endelig afregning⁴

Inden for EU har der i de seneste år været meget fokus på de retlige forhold ved finansiell sikkerhedsstillelse. Direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer blev vedtaget i maj 1998 efter artikel 100A (nu 95) i EF-traktaten med henblik på at få arrangementer for grænseoverskridende betalinger og værdipapirafvikling i Fællesskabet til at fungere problemløst.⁵ For at mindske den systembetingede risiko fokuserer direktivet hovedsageligt på to ting, nemlig at afregningen i sådanne systemer er endelig, og at der kan ske fyldestgørelse i stillet sikkerhed, uanset en deltagers eventuelle insolvens. Endvidere blev der indført en lovvalgsregel for dematerialiserede værdipapirer⁶.

Direktivet blev vedtaget kort tid inden indførelsen af euroen i de deltagende medlemsstater 1. januar 1999, hvor Den Europæiske Centralbank, ECB, samt Det Europæiske System af Centralbanker, ESCB, der består af de nationale centralbanker og ECB, blev oprettet. Direktivet blev i den forbindelse udvidet til at omfatte sikkerhed, der stilles i forbindelse med transaktioner foretaget af medlemsstaternes centralbanker og ECB i deres egenskab af centralbanker, herunder pengepolitiske transaktioner.⁷

¹ Belåningsgrundlaget består af udvalgte obligationer denomineret i danske kroner, registreret i VP (fondsaktiver) og noteret på Københavns Fondsbørs. Både udtrækningsbeløb og renter indsættes på den pantsatte afkastkonto.

² Sikkerhedsretten i henhold til VPHL § 55, stk. 1-4 benævnes ofte aftalt panteret, modsat lovbestemt panteret i VPHL § 55, stk. 5.

³ Indskudsbeviser udstedes hver uge med en løbetid på normalt 14 dage som en del af det pengepolitiske instrumentarium. Et finansielt instituts køb af indskudsbeviser registreres alene – på trods af navnet – på instituttets indskudsbeviskonto i Nationalbanken, og der er således ikke tale om et fondsaktiv, jf. VPHL § 59, stk. 2.

⁴ Se nærmere Peter M. Restelli-Nielsen og Ulla Sterkel, Finality-direktivet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1998.

⁵ Direktivet blev gennemført i dansk ret ved lov nr. 283 af 26. april 2000 med ikrafttræden 1. maj 2000. Implementeringsfristen var 11. december 1999.

⁶ Se nærmere om lovvalgsreglen i afsnittet om direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse. Lovvalgsreglen i direktivets art. 9.2 gælder alene inden for direktivets anvendelsesområde, men i bemærkningerne til den danske gennemførelseslov (lov nr. 283 af 26. april 2000) anføres, at direktivets lovvalgsregel er en kodificering af gældende dansk ret som beskrevet i den juridiske litteratur, hvorfor der ikke kan slutes modsætningsvist uden for direktivets anvendelsesområde.

⁷ Se bl.a. direktivets præambel 10.

Direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse

I forlængelse af direktivet om endelig afregning og med hjemmel i samme bestemmelse, EF-traktatens artikel 95, blev det såkaldte direktiv om finansiell sikkerhedsstillelse (2002/47/EF) vedtaget den 6. juni 2002. Direktivets formål er at understøtte effektiv brug af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse¹ ved bilaterale mellemværender.²

Bilaterale mellemværender var oprindeligt en del af direktivet om endelig afregning, men harmonisering af ejendoms- og konkursretten, som traditionelt hører under den nationale kompetence³, blev udeladt under forhandlingerne.

Formålet med direktivet er tillige at give parterne i en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse stor frihed med hensyn til, hvad de ønsker at aftale. Direktivets muligheder kan således anvendes fuldt ud eller begrænses i overensstemmelse med parternes ønsker.⁴

Direktivet har endvidere til formål gennem en lovvalgsregel at skabe retlig sikkerhed i forbindelse med rettigheder over værdipapirer, der besiddes via en mellemmand.⁵

Centralbanker er også omfattet af direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse, idet direktivets beskyttelsesregler på visse områder går videre end den beskyttelse, som centralbanker opnåede i direktivet om endelig

¹ Direktivet finder dog også anvendelse, selvom der ikke indgår et grænseoverskridende element.

² Se bl.a. direktivets præambel 3 samt EU-Kommissionens direktivforslag COM(2001)168 final af 27. marts 2001. Dette skal først og fremmest ske ved, at direktivet anerkender de væsentligste af de risikoreducerende foranstaltninger, som markedet selv har udviklet og allerede anvender. Direktivet gælder som minimum for alle finansielle institutioner, herunder centralbanker.

³ Uden for det finansielle område har EU efterfølgende vedtaget forordning 1346/2000/EF (konkursforordningen), som i de øvrige EU-lande trådte i kraft 31. maj 2002. Danmark står uden for på grund af det retlige forbehold, og EU-Kommissionen har afvist en dansk anmodning om en parallelaftale. Justitsministeriet har p.t. ingen planer om en ensidig gennemførelse af konkursforordningen i dansk ret. Forordningen berører i det store hele ikke materiel konkursret, men regulerer hvilket lands konkursret, som finder anvendelse ved grænseoverskridende insolvensbehandlinger. Inden for det finansielle område er i henhold til indre markedets bestemmelsen i EF-traktatens artikel 47, stk. 2 introduceret to direktiver, direktiv 17/2001/EF om sanering og likvidation af forsikringselskaber samt direktiv 24/2001/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter (winding-up direktiverne), som skal være implementeret i dansk ret henholdsvis 20. april 2003 (se nu Finanstilsynets bkg. nr. 584 af 25. juni 2003, der trådte i kraft 30. juni 2003) og 5. maj 2004. Direktiverne regulerer ligesom konkursforordningen aspekter i relation til procedure og lovvalg ved grænseoverskridende insolvensbehandlinger. Hverken konkursforordningen eller winding-up direktiverne indeholder således direkte materiel harmonisering af fx omstødesesregler.

⁴ Da en række af direktivets bestemmelser i et vist omfang modificerer det konkursretlige lighedsprincip, stilles der krav om skriftlighed for at sikre, at det kan dokumenteres, at dispositioner er foretaget i overensstemmelse med parternes forudgående aftale.

⁵ Direktivets art. 9 udvider således anvendelsesområdet for lovvalgsreglen i art. 9.2 i direktivet om endelig afregning til anvendelsesområdet for direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse. Ordlyden og opbygningen af de to bestemmelser afviger noget fra hinanden, men i henhold til præambel 7 i direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse er der ikke tvivl om, at det har været hensigten at angive de samme kriterier for lovvalget, nemlig en præcisering af lex rei sitae princippet til det sted, hvor den relevante værdipapirkonto føres. Det kan naturligvis diskuteres, om det er lige til at afgøre, hvor en konto føres, herunder hvad der er afgørende for, hvor en konto menes at befinde sig. Haagerkonventionen om lovvalg for visse rettigheder til værdipapirer holdt af en mellemmand, der blev forhandlet færdig 13. december 2002, men som endnu ikke er ratificeret af hverken Danmark eller EU, forsøger mere detaljeret at løse lovvalgsproblemet på globalt plan, og konventionen vil, når den engang træder i kraft, formentlig medføre ændring af lovvalgsreglerne i både direktivet om endelig afregning og direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse. Se nærmere om konventionen på hjemmesiden for Haagerkonferencen (www.hcch.net) med reference til konvention nr. 36.

afregning¹. I forhold til de særlige beskyttelsesregler indført med direktivet om endelig afregning og med Nationalbankens nuværende sikkerhedsstillelssystem får direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse dog ikke umiddelbart på dette område nogle direkte konsekvenser for Nationalbanken.²

Da markedsdeltagerne udveksler den likviditet, der stilles til rådighed af centralbankerne imellem sig gennem indbyrdes transaktioner på pengemarkedet, har centralbankerne i EU haft en interesse i, at dette bredere perspektiv af pengepolitikken blev dækket af tilsvarende regler som i direktivet om endelig afregning.³ Direktivet vil endvidere generelt bidrage til at skabe større sikkerhed om retsgrundlaget for sikkerhedsstillelse i EU, og det kan dermed bidrage til at fremme sikre og effektive kapitalmarkeder.⁴

De tre grundlæggende metoder til sikkerhedsstillelse over for Nationalbanken (pant, sikkerhedsret og modregningsadgang i indskudsbeviser) samt den grænseoverskridende sikkerhedsstillelse vil sammen med betydningen af direktivet om endelig afregning blive gennemgået nærmere nedenfor.

TRADITIONELT PANT

Finansielle institutioner stiller sikkerhed for lån i danske kroner, dvs. lån inden for dagen (intradag-kredit)⁵, pengepolitiske lån og lån til kon-

¹ Det drejer sig bl.a. om et forbud mod særlige formkrav ved etablering og håndhævelse af sikkerhed og om mulighed for at aftale brugsret for panthaver. Sidstnævnte er ensbetydende med, at panthaver kan frempantsætte, jf. Danske Lov 5-7-4, eller ligefrem sælge det pantsatte mod, når den underliggende finansielle forpligtelse forfalder, at tilbagelevere tilsvarende sikkerhed. Endvidere anerkendes aftaler om finansiel sikkerhed i form af overdragelse af ejendomsret (bl.a. repoforretninger).

² For de finansielle instrumenter, hovedsageligt aktier og obligationer, der er omfattet af direktivet, jf. art. 2.1, litra e, indeholder dansk ret ingen særlige formkrav ved pantsætning, der ikke direkte tjener noget formål i relation til sikkerhedsstillelsen, fx registrering hos notar eller særlige dokumentkrav, ligesom anvendelse af brugsret ikke for nærværende indgår i Nationalbankens overvejelser som panthaver. Endvidere er repoforretninger – modsat tidligere – ikke en del af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter. Repoforretninger er derimod en del af Eurosystemets pengepolitiske instrumenter. Direktivet får derimod betydning ved Nationalbankens placering af valutareserven.

³ En betydelig del af betalingerne mellem danske banker afvikles uden om de notificerede systemer i henhold til direktivet om endelig afregning, jf. VPHL § 57d, stk. 1 og bkg. nr. 1157 af 13. december 2002, og en del af disse betalinger er heller ikke omfattet af den nuværende regel om bilateral netting i VPHL § 58, der kun omhandler handel med valuta og værdipapirer. Sådanne bilaterale mellemværender omfattet af en aftale om sikkerhedsstillelse vil med direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse fremover opnå en tilsvarende beskyttelse og dermed reducere risikoen for systemisk risiko i forhold til en insolvent banks kreditorer.

⁴ Direktivet skal være implementeret pr. 27. december 2003, og Økonomi- og Erhvervsministeriet har nedsat en arbejdsgruppe med Finanstilsynet som sekretariat med henblik på afklaring af de nødvendige gennemførelsesforanstaltninger. Arbejdsgruppens arbejde blev færdiggjort i juli 2003, og det forventes, at lovforslag fremsættes 8. oktober 2003 efter en national høringsrunde. For en nærmere gennemgang af direktivet samt forslag til dansk implementering henvises til rapporten afgivet af arbejdsgruppen. Rapporten med bilag kan findes på www.ftnet.dk.

⁵ Intradag-kredit ydes i form af kontohavers adgang til overtræk på sin foliokonto, som bl.a. anvendes til brug for afviklingen i VP, sumclearingen og CLS samt betalinger pengeinstitutterne imellem via Kronos. CLS (Continuous Linked Settlement) clearer og afvikler valutatransaktioner i amerikanske,

tantdepoter, i form af fondsaktiver, der på traditionel vis pantsættes til Nationalbanken. Belåningsgrundlaget består som udgangspunkt af obligationer denomineret i danske kroner, registreret i VP og noteret på Københavns Fondsbørs¹. De pantsatte fondsaktiver er samlet i et fælles sikkerhedsdepot, der tjener til sikkerhed for enhver gæld, den enkelte låntager har og senere måtte få til Nationalbanken, uanset om gælden hidrører fra intradag-kredit, pengepolitiske lån eller lån til kontantdepoter.

I forbindelse med pantsætningen underskriver den enkelte låntager en pantsætningserklæring til Nationalbanken. De pantsatte fondsaktiver er registreret i et VP-depot tilhørende den enkelte pantsætter, og pantsætningen omfatter de til enhver tid på VP-depotet registrerede fondsaktiver.² Nationalbanken registrerer pantsætningen i VP i overensstemmelse med VPHL § 66³. Til VP-depotet er knyttet en afkastkonto i Nationalbanken, der ligeledes er pantsat til Nationalbanken.⁴ Udtrækningsløb og renter indgår på denne konto. Indestændet på afkastkontoen overføres dagligt af Nationalbanken til pantsætters foliokonto, forudsat opgørelsen af pantsætters overskydende sikkerhed⁵ ikke derved bliver negativ.

Det følger af Nationalbankens bestemmelser for sikkerhedsstillelse, at pantsætter er forpligtet til uden opfordring at reetablere margin ved yderligere sikkerhedsstillelse, hvis opgørelsen af pantsætters overskydende sikkerhed er negativ ved anvendelse af en margin på 1 pct. I hen-

australske og canadiske dollar, euro, japanske yen, britiske pund, schweizerfranc og fra 8. september 2003 tillige i danske, norske og svenske kroner samt singapore dollar. Afviklingen i danske kroner sker som udgangspunkt over deltagerens foliokonto i Nationalbanken. VP-afviklingen og sumclearingen er clearingsystemer, hvor der sker nettoafvikling, dvs. alle betalinger til og fra en deltager lægges sammen til én betaling pr. kørsel i det enkelte system, der afvikles over deltagerens afviklingskonto i Nationalbanken. Kronos er derimod et såkaldt RTGS (Real Time Gross Settlement) system, dvs. betalingerne afvikles hver for sig og i umiddelbar forlængelse af betalingsanmodningen. Kontohaveren er forpligtet til at inddække intradag-overtræk inden for samme afviklingsdøgn senest kl. 15.30. CLS opereres af CLS Bank International under en New York bank licens. Banken er en såkaldt "single purpose bank", der alene driver CLS. Sumclearingen ejes af Finansrådet, men drives i praksis af PBS, VP-afviklingen ejes og drives af VP, mens Kronos ejes og drives af Nationalbanken.

¹ Belåningsværdien opgøres som kursværdien inkl. vedhængende renter af de pantsatte fondsaktiver med fradrag af marginer og haircuts, der fastsættes af Nationalbanken.

² Der kræves ikke fornyet registrering ved hver indsættelse/ombytning, se bl.a. Lars Hedegaard Kristensen, Sivende Pant, *Festskrift til Juridisk Klub 1988-1998*, side 79, Finanssektorens Uddannelsescenter og samme forfatter *Studier i erhvervsfinansieringsret* (2003), side 360.

³ Det følger af VPHL § 66, stk. 1, at rettigheder over fondsaktiver skal registreres i en værdipapircentral for at opnå beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe.

⁴ Der er tale om pant (transport) i en simpel fordring eller såkaldt pant i egen gæld. Da Nationalbanken er skyldner i henhold til fordringen og samtidig den, der opnår sikkerhed i fordringen, foretages ikke denunciation til Nationalbanken i henhold til gældsbrevsloven § 31, stk. 1. En sådan denunciation savner mening og kræves heller ikke, idet Nationalbanken allerede i kraft af aftalens indgåelse er bekendt med den ret, der er stiftet over fordringen. Se Bernhard Gomard, *Obligationsretten 3. del*, 1 udg. (1993), side 220, Lars Hedegaard Kristensen, *Studier i erhvervsfinansieringsret* (2003), side 289ff. om sikringsakt ved pant og aftalt modregningsadgang og samme forfatter Sivende Pant, *Festskrift til Juridisk Klub 1988-1998*, side 72ff., Finanssektorens Uddannelsescenter.

⁵ Den overskydende sikkerhed opgøres som den samlede belåningsværdi af de stillede sikkerheder fratrukket pengepolitiske lån, maksimum for lån vedrørende kontantdepoter samt evt. andre kreditfaciliteter. Pantsætter har en forpligtelse til at stille yderligere sikkerhed, hvis det ikke er muligt at tømme afkastkontoen.

hold til VPHL § 57 b, stk. 1¹ kan sådan sikkerhedsstillelse over for Nationalbanken ikke omstødes efter konkurslovens § 70, stk. 1 (pant som ikke er stillet ved gældens stiftelse) eller § 72, stk. 2 (visse dispositioner foretaget efter fristdagen), medmindre sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold, efter at manglen på sikkerhed er opstået, eller sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær.

Der stilles også sikkerhed for evt. intradag-kredit i euro². Belåningsgrundlaget er som udgangspunkt det samme som for kredit i danske kroner. Af praktiske årsager anvendes imidlertid ikke det samme VP-depot, men et selvstændigt depot, der alene anvendes som belåningsgrundlag for eurolikviditet.³ Pantsætningsbetingelserne svarer i øvrigt til dem, der anvendes i forbindelse med kronekredit.

Udtagning og ombytning

Pantsætter kan anmode Nationalbanken om udtagning af fondsaktiver fra det pantsatte VP-depot. I overensstemmelse med vilkårene i bestemmelser for sikkerhedsstillelse i Nationalbanken imødekommes anmodningen kun, hvis dækningskontrollen viser, at opgørelsen af pantsætters overskydende sikkerhed ikke bliver negativ, og det reducerede maksimum for intradag-overtræk på foliokontoen⁴ ikke bliver mindre end det aktuelle træk på foliokontoen. Pantsætter kan ligeledes foretage ombytning af sikkerheder. Ombytning sker ved overførsel af nye sikkerheder efterfulgt af udtagning.

I praksis fremsættes ingen formel anmodning fra pantsætter til Nationalbanken om udtagning. Derimod udtager pantsætter selv via egne edb-systemer de pågældende VP-aktiver. Adgangen til udtagning er imidlertid kontrolleret, idet Nationalbankens edb-systemer, inden udtagning kan finde sted, foretager en elektronisk dækningskontrol, som beskrevet ovenfor. Nationalbanken udøver således en samtidig kontrol ved hver enkelt udtagning af sikkerheder, således at det sikres, at vilkårene for udtagning er overholdt. Hvis en udtagning medfører, at låntagers overskydende sikkerhed bliver negativ eller det reducerede maksimum for intradag-overtræk på foliokontoen bliver mindre end

¹ Bestemmelsen implementerer direktivet om endelig afregning art. 9.1, hvorefter sikkerhed stillet til fordel for bl.a. en centralbank i EU, eller lande EU har indgået aftale med, ikke berøres af en delta-gers insolvens.

² Da Danmark ikke har indført euroen, har finansielle institutioner lokaliseret i Danmark alene adgang til intradag-kredit i euro, som skal være inddækket senest samme dag kl. 17.15.

³ Da lånet er denomineret i euro og sikkerheden i danske kroner, beregnes et valutakurshaircut på 3 pct. som supplement til de sædvanlige marginer og haircuts.

⁴ Maksimum for intradag-overtræk på foliokontoen opgøres som værdien af den overskydende sikkerhed tillagt belåningsværdien af pantsætters beholdning af indskudsbeviser. Indskudsbeviser er nærmere behandlet nedenfor.

det aktuelle træk på foliokontoen, nægter systemet at gennemføre udtagningen. Rådighedsberøvelsen opretholdes således til stadighed effektivt.¹

Realisation

Det fremgår af Nationalbankens pantsætningserklæringer, at Nationalbanken er berettiget til at søge sig fyldestgjort i de på VP-depotet registrerede fondsaktiver uden forudgående retsforfølgning og uden varsel. Nationalbanken er herunder berettiget til at overtage de pantsatte fondsaktiver til eje.²

Adgangen til at straksrealisere de pantsatte aktiver har hjemmel i VPHL § 57 b, stk. 2, hvorefter sikkerhed stillet over for Danmarks Nationalbank i form af værdipapirer eller kontoindestående³ kan realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, og kontohaveren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser. Retsplejelovens sædvanlige realisationsfrist på 8 dage, jf. retsplejeloven § 538 a, stk. 2, er således fraveget. Bestemmelsen gælder al sikkerhedsstillelse for Nationalbankens udlån, herunder sikkerhedsstillelse for de pengepolitiske operationer.

Bestemmelsen i VPHL § 57 b, stk. 2 blev indført ved en ændring af VPHL i 2000⁴ som led i implementeringen af art. 9.1 i direktivet om endelig afregning, hvorefter sikkerhed stillet til fordel for bl.a. notificerede betalingssystemer og clearingcentraler samt centralbanker i EU ikke berøres af en deltagers insolvens. Ved ændringen af VPHL blev adgangen til straksrealisation udvidet til fremtidigt også at gælde for sikkerhedsstillelse over for Nationalbanken, betalingssystemer registreret i henhold til § 57 a samt deltagere heri.⁵

¹ Se Lars Hedegaard Kristensen, *Studier i erhvervsfinansieringsret* (2003), side 360ff. Det anføres her, at er der truffet aftale mellem panthaver og pantsætter om en sammenhæng mellem sikkerhed og kredit, må det kontrolleres, at denne aftale faktisk overholdes. Se også samme forfatter Sivende Pant, *Festskrift til Juridisk Klub 1988-1998*, side 79ff., Finanssektorens Uddannelsescenter. Lennart Lynge Andersen og Erik Werlauf anfører på linje hermed i UFR 2001B side 77ff. om pantsætters adgang til på egen hånd at gennemføre e-handel i et sikkerhedsdepot, at panthaver skal sørge for at, it-mekanismerne konkret er indrettet således, at sikkerhedsdepotets samlede kursværdi ikke kommer under den grænseværdi, som er aftalt i håndpantsætningserklæringen. I samme artikel anføres: "I pantsætningsaftalen må der skabes hjemmel til, at sikkerhedsdepotet og den hertil hørende konto udgør et lukket kredsløb, så værdipapirer kun kan udtages af depotet, hvis provenuet ved salget af dem indgår på kontoen, og at der kun kan hæves fra kontoen, hvis beløbet anvendes til køb af børsnoterede værdipapirer, der indlægges i depotet". Dette krav kan imidlertid kun være relevant, hvis et it-system tillader, at der udtages effekter fra det pantsatte depot, uagtet belåningsværdien af sikkerheden derved kommer under den aftalte grænseværdi.

² Denne mulighed for tilegnelse anerkendes ikke i alle EU-lande, og selv om direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse lægger op til harmonisering heraf, jf. art. 4.1, litra a, så kan et EU-land, der ikke anerkender tilegnelse pr. 27. juni 2002, fortsat efter implementeringsfristen 27. december 2003 undlade at anerkende tilegnelse, jf. art. 4.3.

³ Hvis de stillede sikkerheder er kontanter, kan kontanterne anvendes til modregning eller til opfyldelse af relevante finansielle forpligtelser uden forudgående meddelelse til sikkerhedsstiller.

⁴ Lov nr. 283 af 26. april 2000, der trådte i kraft 1. maj 2000.

⁵ Efter den hidtidige regel i VPHL § 56 kunne sikkerhedsstillelse over for en clearingcentral eller en clearingdeltager til opfyldelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse realiseres straks.

Nationalbanken yder også intradag-kredit og pengepolitiske lån til eksempelvis filialer i Danmark af udenlandske kreditinstitutter under tilsyn i et andet land inden for EU eller i et land, som EU har indgået aftale med, mod sikkerhed i obligationer denomineret i danske kroner, registreret i VP og noteret på Københavns Fondsbørs.¹ Implementeringen af direktivet om endelig afregning i de enkelte EU-lande² sikrer, at der ikke opstår diskussion om Nationalbankens adgang til at realisere de pantsatte aktiver, uagtet pantsætter er hjemmehørende uden for Danmark, og et evt. konkursbo følgelig skal behandles efter reglerne i det land, hvor hovedsædet er hjemmehørende.

Sikkerhed i afviklingskonti

Deltagerne i sumclearingen og VP-afviklingen vedrørende handelstransaktioner og periodiske kørsler³ skal inden for nærmere fastsatte tidsrammer overføre likviditet fra deres foliokonti til særlige afviklingskonti, der anvendes til henholdsvis sumclearingen, VP-afviklingen vedrørende handelstransaktioner og VP-afviklingen vedrørende periodiske kørsler. Nationalbanken indestår over for clearingsystemerne for, at et beløb svarende til indestående på de respektive afviklingskonti er til rådighed for afviklingen. Indtil kontohaverens nettoposition er opgjort og registreret på den enkelte afviklingskonto, er kontoen spærret til sikring af Nationalbankens krav på kontohaveren som følge af Nationalbankens indeståelse over for clearingsystemerne. Spærringen indebærer, at kontohaveren ikke i denne periode kan råde over kontoen.

SIKKERHEDSRET

I forbindelse med sumclearingen i danske kroner, VP-afviklingen i danske kroner (dvs. afvikling af værdipapirhandler og periodiske betalinger) og CLS anvendes i Nationalbanken tillige en særlig procedure til sikkerhedsstillelse, den såkaldte sikkerhedsret.⁴

Sikkerhedsretten gør det muligt for Nationalbanken at stille likviditet til rådighed for en låntager til brug for de nævnte afviklinger mod sik-

¹ Efter en konkret vurdering kan Nationalbanken også acceptere andre aktiver som sikkerhed, jf. afsnittet om grænseoverskridende sikkerhed.

² Kredit kan også ydes til filialer af fx norske kreditinstitutter. I egenskab af EØS land implementerer Norge, på lige fod med EU-landene, alle indre markeds direktiver, herunder direktivet om endelig afregning, i national lovgivning.

³ Bl.a. afvikling af renter, udbytter og udtrækninger.

⁴ Den 8. september 2003 blev danske kroner tillige med svenske og norske kroner samt singapore dollar optaget i CLS, og sikkerhedsretten kan fra denne dato tillige anvendes i forbindelse med CLS-afviklingen. Sikkerhedsretten anvendes ikke i forbindelse med lån til brug for betalinger via Kronos, som er et RTGS betalingssystem, hvis anvendelsesområde ikke er begrænset til afviklingsformål.

kerhed i værdien af låntagers beholdning af fondsaktiver¹ på et eller flere udpegede VP-depoter, typisk låntagers handelsdepot.

Sikkerhedsretten binder ikke bestemte fondsaktiver i VP-depotet modsat traditionelt pant², og specifikation af fondsaktiverne kræves ikke før en evt. fastholdelse af panteretten. For så vidt angår handelsafviklingen i VP letter sikkerhedsretten afviklingen, idet den gør det muligt for låntager at stille købte fondsaktiver som sikkerhed for betalinger allerede i den afviklingsblok, hvor papirerne modtages.³ Ved traditionelt pant kan fondsaktiver først bruges som sikkerhed for afviklingskredit i senere afviklingsblokke.

Sikkerhedsretssystemet er etableret med hjemmel i VPHL § 55⁴, der giver adgang til at benytte sikkerhedsret for lån ydet af bl.a. Nationalbanken som led i afviklingen af værdipapirhandler og ikke-handelsrelaterede betalinger (herunder periodiske betalinger) i clearingcentraler og som led i afviklingen af betalinger i godkendte betalingssystemer. Karakteristisk for disse lån er, at de er meget kortvarige, og at størrelsen kan variere meget fra dag til dag. Sikkerhedsretten gør det muligt for låntager at stille sikkerhed i værdien af de ham tilhørende fondsaktiver på et depot i VP for et lån, hvis størrelse ikke er kendt på tidspunktet for sikkerhedsretsaftalens indgåelse og uden at binde bestemte fondsaktiver i depotet. Herved tilpasses den registrerede panteret afviklingskrediternes varierende størrelse og korte varighed. Ved indfrielse af lånet under sikkerhedsretten er VP-depotet atter til fri rådighed for låntager, indtil der på ny måtte blive registreret en panteret.

De låntagere, der ønsker at anvende sikkerhedsretten i forbindelse med VP-afviklingen, sumclearingen og/eller CLS, skal indgå en sikker-

¹ Reglen i VPHL § 55 gælder kun for fondsaktiver. I henhold til Nationalbankens sikkerhedsretsaftale og i overensstemmelse med VPs clearingregler giver Nationalbanken meddelelse til VP om, hvilke fondsaktiver, der kan tjene som sikkerhed for belåning under sikkerhedsretten og fondsaktivernes belåningsværdi. Nationalbanken kan til enhver tid ændre i denne "positivliste".

² Traditionelt pant kan bl.a. omfatte en del af de på et VP-depot registrerede fondsaktiver eller de fondsaktiver, som til enhver tid er registreret på VP-kontoen. Sidstnævnte aftale om pant fritager dog ikke panthaver fra at oplyse om de konkrete fondsaktiver i VP-depotet på anmeldelsestidspunktet, jf. §§ 35 og 36 i Finanstilsynets bkg. nr. 925 af 17. oktober 1996 om registrering mv. af fondsaktiver i en værdipapircentral. Et sådan krav gælder ikke ved anmeldelse af pant under sikkerhedsretten, jf. samme bkg. § 32, der omhandler indretning af en værdipapircentrals registre. I henhold til § 32, stk. 1 registreres ved aftaler om pant bl.a. oplysninger om de pantsatte fondsaktiver. Af § 32, stk. 3 fremgår, at stk. 1 ikke finder anvendelse ved registrering af pant efter VPHL § 55, stk. 2 og 3 (nu § 55, stk. 4 og 5). I henhold til nævnte bkg. skal der således ikke i VP registreres oplysninger om de pantsatte fondsaktiver i VP-depotet ved registrering af pant under sikkerhedsretten.

³ Det forudsætter naturligvis, at de købte papirer kan belånes under sikkerhedsretten, dvs. er medtaget på "positivlisten", hvilket fx ikke er tilfældet med aktier.

⁴ VPHL § 55, stk. 1 omhandler etablering af sikkerhedsret i forbindelse med afvikling af værdipapirhandler og ikke-handelsrelaterede betalinger i en clearingcentral. § 55, stk. 2 omhandler etablering af sikkerhedsret i forbindelse med afvikling af betalinger i et betalingssystem. § 55, stk. 3 omhandler etablering af sikkerhedsret i forbindelse med værdipapirclearingvirksomhed, der udøves af Nationalbanken, eller et betalingssystem, der drives af Nationalbanken. VPHL § 55, stk. 5 omhandler den lovbestemte panteret, der knytter sig til en nettoerhvervelse af fondsaktiver, hvis der er ydet lån i forbindelse hermed. Sidstnævnte anvendes ikke i Nationalbanken og omtales ikke i denne artikel.

Bestemmelsen om sikkerhedsret blev oprindeligt indsat i forbindelse med børsreform II i slutningen af 1995 og var dengang afgrænset til sikkerhedsstillelse i tilknytning til afvikling af værdipapirhandler i en clearingcentral. Ifølge bemærkningerne til det oprindelige lovforslag var baggrunden bl.a. at tilvejebringe et bedre grundlag for, at professionelle markedsdeltagere kan stille sikkerhed for kreditter, som clearingcentraler og clearingdeltagere stiller til rådighed i umiddelbar forbindelse med afviklingen.

Ved en lovændring i efteråret 2000 – lov nr. 1327 af 20. december 2000 – blev adgangen til at anvende sikkerhedsret udvidet til også at gælde for kredit til brug for afvikling af betalinger i godkendte betalingssystemer, samt i betalingssystemer, der drives af Danmarks Nationalbank. Baggrunden for denne udvidelse var, at lovgivningen i øvrigt efter indførelse af direktivet om endelig afregning sidestiller clearingcentraler og anmeldte betalingssystemer på områder som fx netting og straksrealisation, ligesom omsætningen i betalingssystemer gennem de seneste år havde været stærkt stigende.

En arbejdsgruppe etableret af Finansrådet med deltagelse af Nationalbanken, pengeinstitutterne og VP drøftede herefter, hvordan en udvidelse af anvendelsesområdet for sikkerhedsretten til brug for afvikling af betalinger i sumclearingen og CLS (fra tidspunktet for danske kroners optagelse i CLS) samt i forbindelse med tegning og periodiske betalinger i VP kunne implementeres, og hvordan sikkerhedsret i øvrigt mest hensigtsmæssigt kunne anvendes i Danmark. Arbejdet medførte imidlertid et behov for visse ændringer til VPHL § 55.

Ordlyden af den tidligere VPHL § 55 indebar, at pant under sikkerhedsretten først kunne etableres, når et lånebehov af en konkret størrelse var konstateret. Det var samtidig en forudsætning, at registrering af panteret tidsmæssigt skete "i umiddelbar tilknytning til afviklingens gennemførelse". Hverken lovens ordlyd eller forarbejderne præciserede den tidsmæssige sammenhæng mellem afviklingens gennemførelse og registrering af panteret, men den valgte formulering indikerede imidlertid en meget stram tidsmæssig sammenhæng.

hedsretsaftale med Nationalbanken. Aftalen registreres i VP i overensstemmelse med kravet i VPHL § 55, stk. 4, 1. led og angiver bl.a. hvilke VP-depoter, der omfattes af sikkerhedsretsaftalen. Ydes der lån under sikkerhedsretten til brug for de enkelte afviklinger, kan Nationalbanken på egen hånd anmelde panteret over for VP med henblik på registrering. I praksis foregår det på den måde, at VP er bemyndiget til på Nationalbankens vegne at anmelde og registrere panteret i de VP-depoter, der er omfattet af sikkerhedsretsaftalen. Først ved en sådan registrering (iagttagelse af sikringsakt) opnår Nationalbanken beskyttelse mod kreditorer og aftaleerhververe.¹ Eventuelle andre rettigheder, der anmeldes til VP efter registrering af pant under sikkerhedsretten, skal således re-

¹ Se bl.a. Nis Jul Clausen, *Sikkerhed i fordringer*, 3. udg. (2000), side 134 og Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, *Børsretten*, 2. udg. (2003), side 126.

Afviklingen i sumclearingen og CLS og registreringen af pant i VP under sikkerhedsretten foregår i forskellige institutioner, hvilket indebærer, at etablering af lån og registrering af pant ikke kan ske simultant med afviklingens gennemførelse, men skal ske forud for afviklingen. Den praktiske model til implementering af sikkerhedsretten i forbindelse med betalingssystemer indebærer, at institutterne har mulighed for også nogen tid forud for en afviklings gennemførelse at opnå lån mod registrering af pant under sikkerhedsretten. I betalingssystemerne kender låntager endvidere ikke det eksakte lånebehov, før afviklingen er gennemført. I praksis må der derfor ydes lån og etableres pant under sikkerhedsretten på basis af et forventet lånebehov. Når afviklingen er afsluttet, opgøres det eksakte lånebehov, og lån og pant under sikkerhedsretten nedbringes herefter, så det svarer til det konstaterede lånebehov i afviklingen. Tilsvarende forhold gør sig ikke gældende i forbindelse med handelsafviklingen i VP, hvor VP varetager både afviklingen og registrering af pant under sikkerhedsretten. Afvikling, konstatering af låntagers lånebehov og registrering af pant foretages her praktisk talt samtidig.

Ændringen af VPHL § 55 ved vedtagelsen af lov nr. 427 af 6. juni 2002 imødekom disse behov. Ved lovændringen fjernedes således kravet om, at et lånebehov skal være konstateret, før panteretten kan anmeldes samt det meget stramme tidsmæssige krav mellem anmeldelse af pant under sikkerhedsretten og afviklingens gennemførelse. Det blev tillige præciseret, at sikkerhedsretten også kan anvendes som led i afviklingen af ikke-handelsrelaterede betalinger, dvs. eksempelvis periodiske betalinger og betalinger i forbindelse med tegning af aktier. Se nærmere herom bemærkningerne til lovforslag L 172 om ændring af lov om værdipapirhandel mv. fremsat 21. marts 2002.

Fra 18. november 2002 blev anvendelsesområdet for sikkerhedsretten i Nationalbanken udvidet i overensstemmelse hermed, således at den, udover til brug for handelsafviklingen i VP, tillige kan anvendes til brug for aktietegning, periodiske betalinger i VP samt sumclearingen. Fra 8. september 2003, hvor danske kroner blev optaget i CLS, kan sikkerhedsretten endvidere anvendes til brug for CLS-afviklingen.

spektre Nationalbankens registrerede panteret.¹ Panteretten omfatter samtlige fondsaktiver, som beror i depotet, inkl. dem, som i et afviklingsforløb vedrørende værdipapirhandler overføres til depotet,² og registreres for et beløb svarende til det pågældende lån under sikkerhedsretten. Lån under sikkerhedsretten registreres på låntagers sikkerhedsretskonto i Nationalbanken.³

¹ I henhold til VPs clearingregler medfører registrering af andre rettigheder på et af de til en sikkerhedsretsaftale tilknyttede VP-depoter omgående, at fondsaktiver under aftalen ikke længere kan tjene som sikkerhed for yderligere lån under sikkerhedsretten. Allerede udnyttet sikkerhedsret bevarer.

² Om identifikationsspørgsmålet, se Jesper Lau Hansen i U.1995B.346 Børsreformens lovforslag, side 352: "Sikkerhedsretten angår de til enhver tid værende fondsaktiver, som beror i et i aftalen angivet depot i en Værdipapircentral [...]. Sikkerhedsretten må beskrives som en panteret. At pant kun kan knytte sig til identificerede aktiver er ikke et problem her, idet panteretten først opstår ved anmeldelsen efter VPHL [...], og panterettens genstand kan derfor identificeres som de fondsaktiver, der var på den angivne konto på tidspunktet for anmeldelsen."

³ I forbindelse med handelsafviklingen i VP anvendes låneprovenuet direkte i afviklingen. I forbindelse med afviklingen af periodiske betalinger i VP, sumclearingen og CLS krediteres låneprovenuet på

Låntager kan frit sælge fondsaktiverne i de VP-depoter, der er tilknyttet en sikkerhedsreftsaftale, også efter registrering af Nationalbankens panteret, så længe det ikke medfører, at værdien af de fondsaktiver, Nationalbanken accepterer at belåne under sikkerhedsretten, og som beror i de til sikkerhedsretten knyttede VP-depoter, samlet set bliver mindre end låntagers aktuelle lån under sikkerhedsretten. Som ved traditionelt pant er adgangen til at udtage værdipapirer kontrolleret, idet VPs edb-systemer, inden udtagning finder sted, foretager en elektronisk dækningskontrol og om nødvendigt blokerer for udtagningen. Kravet i dansk ret om effektiv rådighedsberøvelse er dermed opfyldt.¹

Hvis låntager ikke indfrier et lån under sikkerhedsretten rettidigt, har Nationalbanken ret til at fastholde panteretten og anmoder i den forbindelse VP om at overføre en relevant beholdning af de pantsatte fondsaktiver til et VP-depot i Nationalbankens navn, jf. VPHL § 55, stk. 6. I forbindelse med en fastholdelse af panteretten, skal aktiverne således specificeres. Fastholdelse af panteretten skal ske inden kl. 15.00 på afviklingsdagen, ellers bortfalder panteretten automatisk.²

Af sikkerhedsreftsaftalen fremgår, at Nationalbanken er berettiget til straks efter kl. 15.00, og uden iagttagelse af retsplejelovens § 538 a, at realisere de pantsatte fondsaktiver. Adgangen til straksrealisation i forbindelse med pant registreret i henhold til VPHL § 55 har hjemmel i VPHL § 56, stk. 1.

Sikkerhedsretten kan ikke anvendes til andre former for kredit ydet af Nationalbanken, dvs. pengepolitiske lån, den del af intradag-kreditte, der ikke anvendes til afvikling, eller lån til kontantdepoter, da sådanne lån ligger uden for anvendelsesområdet for VPHL § 55.

INDSKUDSBEVISER

Indskudsbeviser er som nævnt tidligere ikke et fondsaktiv, men et kontantindestående hos Nationalbanken underlagt visse betingelser.³ Indskudsbeviserne kan handles mellem kontohaverne indbyrdes, og indfries af Nationalbanken til et på forhånd fastsat tidspunkt. Køb/salg af ind-

låntagers respektive afviklingskonti i Nationalbanken og anvendes i afviklingen i det omfang, der er behov for det. Overstiger det enkelte lån det faktiske træk i den afvikling, lånet er ydet til, nedbringes lånet, så det svarer til det faktiske træk.

¹ Jesper Lau Hansen anfører i U.1995B.346, side 352 om Børsreformens lovforslag, at "selvom der lægges stor vægt på, at låntager/pantsætter skal have mulighed for at disponere, fx ved videresalg, må adgangen til at disponere over de pantsatte fondsaktiver ophøre fra anmeldelsen at regne". Dette harmonerer ikke helt med praksis. Som beskrevet ovenfor har panthaver, også efter registrering af panteret, adgang til at disponere, men denne adgang er kontrolleret.

² Se Finanstilsynets bkg. nr. 1032 af 5. december 1996 om tidsfrister for at gøre retten til automatisk pant og betalingsforbehold gældende mv.

³ For en beskrivelse af indskudsbeviser, se Regler for pengeinstitutters forrentning af indskud på folio samt anvendelse af indskudsbeviser og genkøbsforretninger, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, November 1995.

skudsbeviser registreres på den enkelte kontohavers indskudsbeviskonto i Nationalbanken.

Kontohavers registrerede indskudsbevisbeholdning kan også anvendes som sikkerhed i forhold til Nationalbanken, men alene til brug for intradag-kredit i danske kroner.¹ Indskudsbeviserne er ikke pantsat på traditionel vis², men indgår automatisk i sikkerhedsgrundlaget, da et evt. salg eller Nationalbankens indfrielse af indskudsbeviser altid registreres på den enkelte kontohavers foliokonto i Nationalbanken. Provenuet formindsker således automatisk kontohaverens evt. træk på foliokontoen. De facto indebærer dette, at kontohaver til stadighed er forpligtet til at anvende provenuet ved salg/indfrielse af indskudsbeviser, dvs. indeståendet på kontoen for indskudsbeviser, til indfrielse af kontohaverens evt. træk på foliokontoen. Den del af et provenu, der modsvarer kontohavers træk på foliokontoen på salgs/indfrielsestidspunktet kommer således aldrig til kontohavers fri rådighed. Sikkerheden i indskudsbeviserne baseres med andre ord på en aftalt automatisk modregning.³

Indskudsbeviserne tjener ikke til sikkerhed for eksempelvis pengepolitiske lån. Det ville kræve, at provenuet ved salg/indfrielse af indskudsbeviserne krediteredes en spærret konto, der først blev frigivet efter indfrielse af det pengepolitiske lån. En sådan spærring ville fratage indskudsbeviserne et af deres hovedformål, nemlig at tjene som grundlag for institutternes indbyrdes likviditetsudligning og ville ligeledes have en utilsigtet likviditetsvirkning.

GRÆNSEOVERSKRIDENDE SIKKERHED

Belåningsgrundlaget i Nationalbanken ved både kronekredit og eurokredit er som udgangspunkt begrænset til obligationer denomineret i danske kroner, registreret i VP og noteret på Københavns Fondsbørs. Den helt overvejende del af belåningsgrundlaget er dermed udstedt, registreret og noteret i Danmark. Ved en konkret vurdering kan Nationalbanken dog beslutte, at andre aktiver kan stilles til sikkerhed for intradag-kredit.

Kronekredit

Nationalbanken har indgået korrespondentaftaler med henholdsvis Sveriges Riksbank og Norges Bank, der indebærer, at filialer i Danmark af

¹ Indskudsbeviserne indgår således ikke i belåningsgrundlaget for intradag-kredit i euro.

² Forsøg på pantsætning og udlæg betragtes som misligholdelse, der i henhold til Nationalbankens bestemmelser for indskudsbeviser berettiger Nationalbanken til med omgående virkning at kræve indskudsbeviserne førtidsindfriet til dagskurs.

³ Se bl.a. Lars Hedegaard Kristensen i *Studier i erhvervsfinansieringsret*, (2003) side 289ff. om sikringsakt ved pant og aftalt modregningsadgang og samme forfatter i artiklen *Sivende Pant* optrykt i *Festskrift til Juridisk Klub 1988-1998*, side 72ff. Finanssektorens Uddannelsescenter.

svenske og norske pengeinstitutter kan opnå intradag-kredit i danske kroner fra Nationalbanken på basis af henholdsvis svenske og norske statspapirer pantsat til Nationalbanken.¹ Sveriges Riksbank og Norges Bank fungerer som korrespondenter og forestår den praktiske håndtering af sikkerhedsstillelsen efter henholdsvis svensk og norsk ret.²

Herudover er der i foråret 2003 etableret en ny form for grænseoverskridende sikkerhedsstillelse mellem de skandinaviske centralbanker betegnet Scandinavian Cash Pool (SCP), der modsat ovennævnte korrespondentaftaler fungerer automatisk³, og dermed med meget korte tidsforløb fra sikkerheden er etableret i et skandinavisk land, og til der ydes intradag-kredit i et andet.⁴

SCP er, som navnet indikerer, baseret på sikkerhedsstillelse i kontanter, i denne sammenhæng defineret som kontoindestående hos en af de 3 skandinaviske centralbanker. Filialer eller datterselskaber i Danmark af svenske og norske kreditinstitutter kan opnå intradag-kredit i danske kroner fra Nationalbanken på basis af henholdsvis svenske og norske kroner indestående hos henholdsvis Riksbanken og Norges Bank, som er pantsat til Nationalbanken, ligesom filialer eller datterselskaber af danske kreditinstitutter kan opnå intradag-kredit i svenske og norske kroner hos henholdsvis Riksbanken og Norges Bank på baggrund af pantsatte kontoindeståender i danske kroner hos Nationalbanken.

Hvor de manuelle korrespondentaftaler er baseret på særskilte værdipapirdepoter, der pantsættes til de respektive långivende skandinaviske centralbanker, er SCP reelt en overbygning på den eksisterende ordning for intradag-kredit i danske kroner, idet kontohaver hos Nationalbanken trækker på foliokontoen mod sikkerhed i det pantsatte VP-depot og indskudsbeviser, jf. ovenfor om traditionelt pant og indskudsbeviser, hvorefter kontantbeløbet indsættes på en SCP-pantkonto, der – som navnet angiver – er pantsat. Det giver en enklere opgørelse af belåningsværdien for Riksbanken og Norges Bank, der alene skal beregne et

¹ Aftalerne er gensidige, og danske pengeinstitutters filialer i henholdsvis Sverige og Norge kan tilsvarende opnå intradag-kredit i Sveriges Riksbank og/eller Norges Bank på basis af danske statspapirer deponeret i VP og pantsat til de to landes respektive centralbanker.

² Der oprettes en værdipapirkonto i den svenske og/eller norske afviklingscentral samt en tilhørende afkastkonto hos de respektive centralbanker, begge pantsat til Nationalbanken og håndteret af de respektive centralbanker. Når pantsætningen er etableret, meddeler den relevante centralbank hvilke papirer og de nominelle beløb heraf, som er pantsat til Nationalbanken, ligesom der er fastsat procedurer i relation til udtagning samt med hensyn til renter og udtrækningsbeløb. Sidstnævnte indsættes i første omgang på den pantsatte afkastkonto. Modsat fører danske deltagere i tilknytning til hvert depot i VP, og som er pantsat til Sveriges Riksbank eller Norges Bank, en afkastkonto i Nationalbanken, der ligeledes er pantsat.

³ Etableringen af et automatisk system for grænseoverskridende sikkerhedsstillelse mellem de skandinaviske centralbanker skal ses i lyset af de skandinaviske valutaers optagelse i CLS den 8. september 2003. En række skandinaviske banker, der deltager i CLS, har accepteret at være såkaldte liquidity providers i mere end én skandinavisk valuta. En svensk bank, der er liquidity provider i danske kroner, vil fx have behov for via en filial eller et datterselskab i Danmark at opnå kronelikviditet mod sikkerhed i Sverige og omvendt.

⁴ Der går typisk under 1 minut.

passende valutakurshaircut ud fra indeståendet på SCP-pantkontoen. Endvidere begrænses antallet af pantsatte VP-depoter, og indskudsbeviser inkluderes i belåningsgrundlaget.

SCP-pantkontoen er i henhold til en separat pantsætningserklæring mellem kreditinstituttet og långiver (Riksbanken eller Norges Bank) pantsat til den relevante centralbank. Pantsætningserklæringen er typisk underlagt långivers nationale ret, dvs. svensk eller norsk ret, mens sikringsakten efter de almindelige lovvalsregler følger debtors hjemsted, hvilket vil sige dansk ret, da Nationalbanken er debitor i relation til det kontante indestående på SCP-pantkontoen.¹

Der er indgået korrespondentaftaler mellem de tre skandinaviske centralbanker, hvor de nærmere procedurer er aftalt, herunder i tilfælde af misligholdelse.

Systemet fungerer på samme måde, når Nationalbanken er långiver i danske kroner², idet de svenske og norske retsregler om bl.a. sikringsakt og realisation i det væsentligste svarer til de danske³.

Eurokredit

I relation til intradag-kredit i euro har ECB og EU-centralbankerne etableret en tilsvarende ordning som de nordiske korrespondentaftaler, jf. ovenfor, benævnt korrespondentcentralbankmodellen (CCBM), hvorefter centralbanker i EU-lande uden for euroområdet kan fungere som korrespondenter for centralbanker i euroområdet og omvendt.

I praksis har ordningen frem til 1. juli 2003 medført, at danske kreditinstitutter med filialer eller datterselskaber i et land i euroområdet har kunnet opnå intradag-kredit i euro fra visse centralbanker⁴ i euroområdet mod sikkerhed i danske værdipapirer⁵, ligesom filialer og datterselskaber af udenlandske kreditinstitutter kan opnå intradag-kredit i euro i

¹ Et kontant indestående er udtryk for en simpel fordring, hvor sikringsakten er underretning, jf. gældsbrevsloven § 31, ligesom underretning som udgangspunkt fratager pantsætter betalingslegitimation, jf. gældsbrevslovens § 29. Sveriges Riksbank og Norges Bank underretter Nationalbanken ved fremsendelse af de indgåede pantsætningserklæringer.

² Det bagvedliggende sikkerhedsstillelssystem i Riksbanken og Norges Bank er for så vidt Nationalbanken uvedkommende, da det alene er kontantindeståendet i henholdsvis Riksbanken og Norges Bank, som Nationalbanken har sikkerhed i.

³ Det følger af VPHL § 57 b, stk. 2 kombineret med stk. 3, at sikkerhedsstillelse i værdipapirer eller kontoindestående stillet over for centralbanker i EU kan realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom. Dette er et standardvilkår i pantsætningserklæringerne, hvorfor 8 dages reglen i retsplejelovens § 538 a, stk. 2 ikke skal iagttages ved realisation (tilegnelse) af det pantsatte kontoindestående i Nationalbanken. Det samme gælder, når Nationalbanken yder kronekredit mod kontantindestående i Sveriges Riksbank og Norges Bank, idet retsstillingen i Norge og Sverige som udgangspunkt er den samme, ikke mindst efter implementering af direktivet om endelig afregning.

⁴ Det var op til de enkelte centralbanker i euroområdet at acceptere sikkerhed i medfør af CCBM.

⁵ Ved danske værdipapirer forstås de samme papirer, som kan belånes i Nationalbanken ved kronekredit, dvs. hovedsageligt stats- og realkreditpapirer denomineret i danske kroner, registreret i VP og noteret på Københavns Fondsbørs, dog af administrative hensyn begrænset til papirer med et udestående på mindst 10 mia.kr.

Nationalbanken mod sikkerhed i værdipapirer deponeret i euroområdet, og som er godkendt af ECB, såkaldte CCBM-aktiver.

Fra 1. juli 2003 accepterer Eurosystemet kun værdipapirer deponeret i euroområdet, hvorfor CCBM herefter kun er relevant ved sikkerhedsstillelse i CCBM-aktiver over for Nationalbanken. Denne mulighed benyttes dog ikke i praksis, idet det er billigere at opnå intradag-kredit i euro i Eurosystemet og sende likviditeten til den/det danske filial/datterselskab, end at etablere og finansiere en lånefacilitet direkte i Danmark.

Årsager til opsvinget i 1993-94, hvor afgørende var finanspolitikken?

Niels Lynggård Hansen og Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSION

Kartoffelkuren samt reduktionen af rentefradragets skattemæssige værdi midt i 1980'erne virkede stærkt kontraktivt og blev efterfulgt af en lang periode med lavvækst i dansk økonomi. Først midt i 1993 kom der for alvor gang i væksten igen, og en periode med høj vækst, der varede frem til slutningen af årtiet, fulgte. Opgangen i 1993 og 1994 er ofte blevet tilskrevet en kickstart af økonomien i form af en midlertidig finanspolitisk lempelse, der fulgte regeringsskiftet i januar 1993. Begyndelsen på opsvinget faldt dog også sammen med et markant internationalt rentefald, der udløste den første større konverteringsbølge, noget som skulle blive en tilbagevendende begivenhed de følgende 10 år. Denne artikel søger at kvantificere henholdsvis den finanspolitiske lempelse samt den direkte og indirekte effekt af rentefaldet for at se, i hvilket omfang de hver for sig bidrager til at forklare udviklingen.

Det konkluderes, at begyndelsen på 1990'ernes højkonjunktur i lige så høj grad var resultatet af det kraftige rentefald og dets direkte effekt på forbrug og investeringer som af den ekspansive finanspolitik. Samtidig var der et markant stemningsskift blandt forbrugerne, der bevirkede en forbrugsvækst ud over, hvad Nationalbankens økonomiske model, Mona, kan forklare. En medvirkende årsag til dette stemningsskift var sandsynligvis konverteringsbølgen, hvis økonomiske effekt ikke umiddelbart fanges af modellen. Rentefaldet havde således via konverteringerne også en indirekte effekt på økonomien.

DEN ØKONOMISKE OG FINANSIELLE BAGGRUND

Efter en lang periode med stagnation i dansk økonomi tog væksten for alvor fart i 2. halvår 1993 og fortsatte gennem 1994, hvor årsvæksten i BNP i faste priser nåede op på 5,5 pct., jf. tabel 1. På underkomponenter var vendingen klarest for privatforbruget samt investeringerne. Det tyder på, at renteudviklingen har spillet en rolle, om end stigningen i

VÆKSTEN I BNP OG UDVALGTE UNDERKOMponenter

Tabel 1

Pct. kv.-kv.	BNP	Privat forbrug	Offentlig forbrug	Bolig-inv.	Erhvervs-inv.	Eksport	Import
1993 1. kv.	-0,2	-3,0	-0,4	1,8	20,0	-2,9	-0,5
1993 2. kv.	-0,9	0,7	2,8	1,8	-10,4	0,2	-3,0
1993 3. kv.	0,1	1,9	0,8	10,3	-12,9	5,0	4,7
1993 4. kv.	2,1	1,8	0,6	-1,6	5,6	1,4	2,5
Årsgennemsnit 1993	-0,0	0,5	4,1	6,3	-8,3	-1,5	-2,7
1994 1. kv.	1,4	2,8	0,9	1,8	5,8	-2,4	3,7
1994 2. kv.	2,8	1,5	1,1	3,4	5,4	6,5	4,6
1994 3. kv.	0,2	0,0	-0,3	-1,1	4,0	1,7	1,7
1994 4. kv.	1,4	0,1	-0,4	3,2	6,1	-0,1	1,4
Årsgennemsnit 1994	5,5	6,5	3,0	8,9	7,6	7,0	12,3
1995 1. kv.	0,8	-0,2	0,8	2,5	3,5	2,7	2,4
1995 2. kv.	-0,9	0,7	0,9	3,0	-2,6	-2,4	0,1
1995 3. kv.	1,1	1,0	1,1	0,2	6,4	-0,5	2,1
1995 4. kv.	0,7	-0,1	1,0	3,1	3,2	-0,0	2,5
Årsgennemsnit 1995	2,8	1,2	2,1	8,5	13,9	2,9	7,3

Kilde: Danmarks Statistik.

specielt erhvervsinvesteringerne også afspejler den generelle fremgang i aktiviteten.

Væksten i det offentlige forbrug var ujævn, men var med en årsvækst på over 4 pct. med til at holde BNP-væksten oppe i 1993 og første halvår 1994. Dette understøtter kickstartens betydning.

Finanspolitikken var ekspansiv i alle årene fra 1989 til 1995, jf. finans-effekterne (diagonalen) i tabel 2. Finanseffekten, dvs. den modelbereg-nede førsteårs BNP-virkning af finanspolitikken, var kun lidt større i 1993

FINANSPOLITIKKENS FLERÅRIGE AKTIVITETSVIRKNING, 1988-1995

Tabel 2

Virkning i år	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Virkning fra politik år</i>	<i>Procentpoint</i>							
1988	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
1989	-	0,6	0,9	1,1	1,1	1,0	0,8	0,7
1990	-	-	0,1	0,7	1,0	1,0	0,9	0,8
1991	-	-	-	0,6	1,0	1,2	1,1	0,9
1992	-	-	-	-	0,3	0,5	0,5	0,5
1993	-	-	-	-	-	0,7	0,7	0,5
1994	-	-	-	-	-	-	0,8	1,1
1995	-	-	-	-	-	-	-	0,1
Samlet virkning	-0,3	0,2	0,6	2,0	3,1	4,0	4,7	4,6
Bidrag til BNP-vækst	-0,3	0,5	0,4	1,4	1,1	0,9	0,7	-0,1

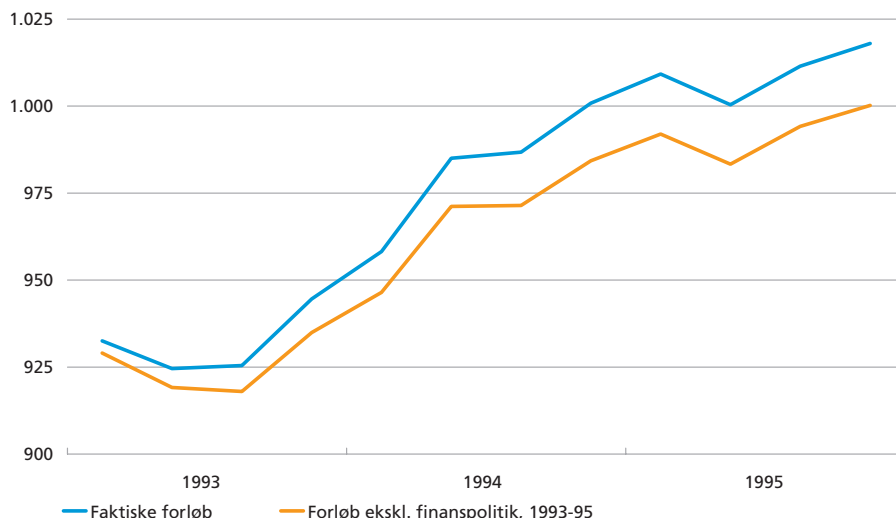
Anm.: Tallene angiver effekten af finanspolitikken i et givet politik år på BNP-niveauet i samme og de følgende år. Førsteårsvirkningen kaldes finanseffekten og kan aflæses som diagonalen i tabellen. Tallene i sidste linje viser de akkumulerede effekter af finanspolitikken på BNP-væksten og fremkommer som differensen af tallene i næstsids-te linje, der igen er summen af søjlerne.

Kilde: Finansministeriet, Finansredegørelse 2000, april 2000.

BRUTTONATIONALPRODUKTET

Figur 1

Mia. 1995-kroner



Anm.: De årlige finanseffekter som beregnet af Finansministeriet er spredt ud på kvartaler.

og 1994 end i de forudgående år. Betragtes de akkumulerede effekter, jf. sidste linje i tabellen, var finanspolitikken med den anlagte tidshorisont faktisk mere ekspansiv i 1991 og 1992 end i 1993 og 1994. I figur 1 er vist virkningen på BNP af finanspolitikken i årene 1993-1995.

Rentefaldet

Som det fremgår af tabel 2 og figur 1 bidrog finanspolitikken til vækst-accelerationen i 1993 og 1994. Væksten blev dog samtidig stimuleret af et markant internationalt fald i den lange rente, som herhjemme blev forstærket af en indsnævring af det danske rentespænd over for Tyskland. Alt i alt faldt den lange byggerente fra et niveau på over 10 pct. i efteråret 1992 til godt 7 pct. i slutningen af 1993, jf. figur 2. I løbet af 1994 steg renten igen og var tilbage på 10 pct. ved udgangen af året. Rentefaldet i 1993 udløste en større konverteringsbølge og satte gang i stigningen i boligpriserne, der har varet frem til i dag.

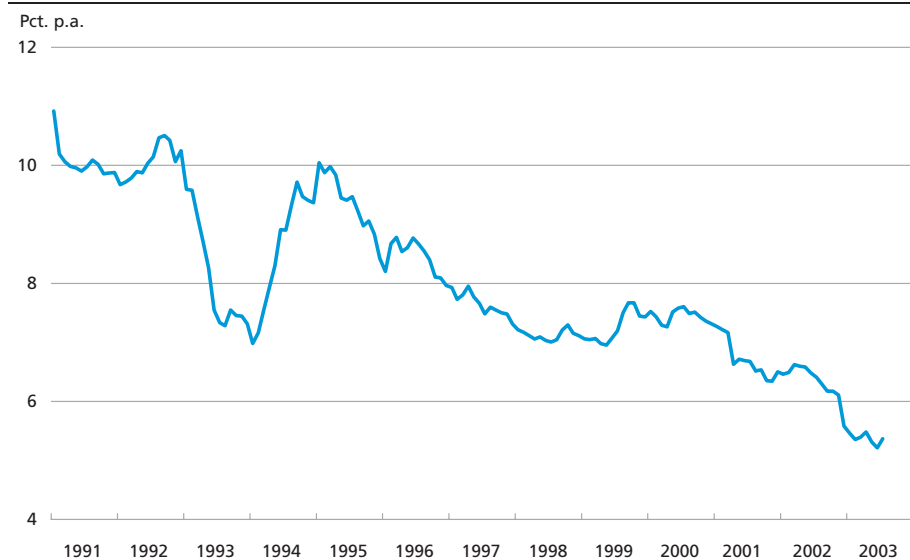
LOVGIVNINGSMÆSSIG BAGGRUND FOR KONVERTERINGSBØLGEN

Siden indførelsen af mindsterentelovgivningen¹ midt i 1980'erne er real-kreditlån altovervejende blevet finansieret med obligationer udstedt til

¹ For en nærmere redegørelse for mindsterentelovgivningen se Mads Gosvig og Jeppe Ladekarl, Mindsterenten og 4 pct.-markedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 1998.

DEN LANGE BYGGERENTE

Figur 2



en kurs lige under pari. Da obligationerne endvidere typisk er konverterbare, dvs. de kan indfries til pari, åbnes der op for konverteringer ved rentefald af en vis størrelse. Når konverteringsbølgen i 1993-94 blev så omfattende, som tilfældet var, skyldes det dog ud over rentefaldet også en række forudgående liberaliseringer af realkreditlovgivningen samt ændring i skattelovgivningen.

I 1992 blev der indført fri tillægsbelåning fra realkrediten inden for 80 pct. af ejendomsværdien, hvor der tidligere havde været formålsbestemthed sådan at forstå, at der kun kunne lånes til forbedringer eller vedligeholdelse af ejerboliger eller i forbindelse med ejendomshandler. I foråret 1993 genindførtes adgangen til at yde 30-årige annuitetslån til ejerboliger som kontantlån også i forbindelse med omprioriteringer og tillægsbelåning. Dermed ophævedes kravet om anvendelse af 20-årige mix-lån¹, der var blevet indført med kartoffelkuren i 1986.

Medio 1993 skabtes der med virkning fra 1. januar 1994 en tidsbegrænset mulighed for at bevare skattefradraget på kurstabet på tidligere optagne kontantlån finansieret med obligationer med en pålydende rente markant under markedsrenten, når lånet blev indfriet ved optagelse af et nyt lån. Dette muliggjorde omlægning af de kontantlån, der var blevet optaget til høj rente i første halvdel af 1980'erne.

¹ Mix-lån, hvis anvendelse i boligfinansieringen blev gjort obligatorisk med kartoffelkuren i 1986, bestod af 60 pct. annuitetslån og 40 pct. serielån. Denne konstruktion betød, at afdragene og dermed ydelsen var større end ved rene annuitetslån i begyndelsen af lånets løbetid. Hensigten var at fremme opsparingen.

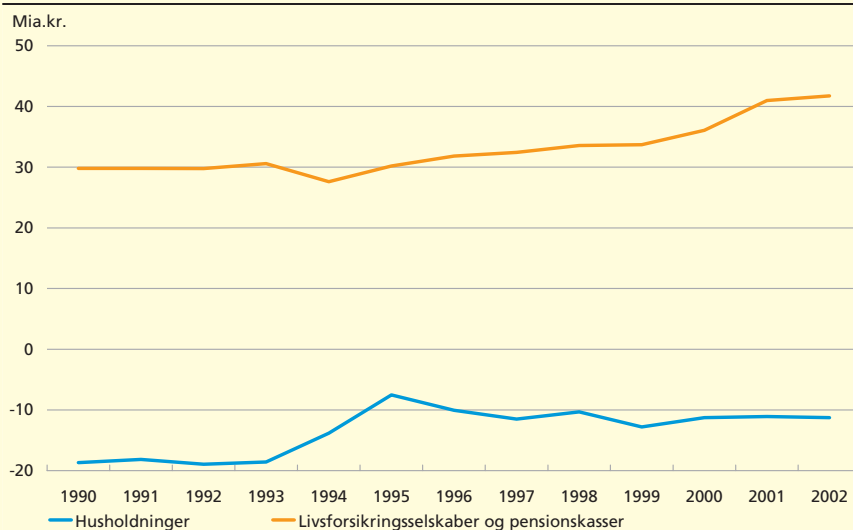
Under konverteringsbølgen 1993-94 blev der typisk omlagt lån med en kuponrente på 9, 10, 11 eller 12 pct. til 6 pct. kontantlån. Herved opnåede låntager en rentebesparelse frem til det nye låns udløb. Der blev omlagt lån for ca. 300 mia.kr., hvoraf 65 pct. vedrørte husholdninger eller landbrug. Resultatet var et fald i husholdningernes renteudgifter på 10 mia.kr. fra 1993 til 1995 svarende til 1½ pct. af husholdningernes disponible indkomst, jf. figur 4. Ikke hele rentebesparelsen kan dog henføres til konverteringerne, da også renteudgifterne til fx banklån faldt. Som det også fremgår, har rentebesparelsen ved de senere konverteringsbølger været væsentligt mindre.

Låntagers rentegevinst ved konvertering modsvarer af långivers tab i og med, at obligationer med høj rente udtrækkes, og provenuet må genplaceres til en lavere rente. Långivere er i høj grad forsikringsselskaber og pensionskasser og dermed i sidste ende husholdningerne selv. Selv om konvertering således blot er omfordeling af formue og indkomst mellem låntager og -giver, kan der godt være en forbrugseffekt, da husholdningerne antagelig vægter besparelsen på de løbende prioritetsrenter højere end en reduktion af pensionsopsparingen, der først kommer til udbetaling på længere sigt.

Den offentlige saldo blev umiddelbart positivt påvirket af konverteringerne i 1993-94. Det skyldes dels den daværende realrenteafgift, hvor udtrækning af obligationer bevirkede en fremrykning af skattebetalinger, dels et lavere rentefradrag for husholdningerne som følge af lavere renteudgifter. Det offentlige provenu fra pensionskassernes renteindtægter faldt også, men skattesatsen her var typisk lavere end den sats, hvormed husholdningerne kunne fratrække renteudgifter, således at nettoeffekten af de mindre rentestrømme på den offentlige saldo umiddelbart var positiv. Teknikken i realrentelovgivning bevirkede dog, at et rentefald på længere sigt betød et lavere offentligt realrenteafgiftsprovenu som følge af lavere realt afkast i de afgiftspligtige institutter.

HUSHOLDNINGERS OG PENSIONS KASSERS RENTEINDTÆGTER NETTO

Figur 4



Kilde: Danmarks Statistik, Nationalregnskab.

sådanne tillægslån er potentielt kraftigere end ved løbetidsforlængelse og lånetypeskift, da låntager får et (betydeligt) provenu i hånden mod at påtage sig en rente- og afdragsforpligtelse i lånets løbetid. Optagelse af tillægslån var dog ikke kraftigere, end at den samlede friværdis i ejerboligmassen steg ganske kraftigt fra 1993 til 1995 i takt med stigende ejendomspriser.

HUSHOLDNINGSSSEKTORENS FINANSIELLE BALANCER

Den ekspansive effekt af konverteringsbølgen i 1993-94 afhænger af, i hvilket omfang likviditetslettelsen i husholdningerne anvendes til øget forbrug eller går til nedbringelse af anden gæld.

Fra 1993 til 1994 var der et markant omsving i husholdningernes nettofordringserhvervelse, der er forskellen mellem opsparing og investering, jf. tabel 3. Fra et opsparringsoverskud på 10 mia.kr. i 1993 blev balancen forværret til et opsparringsunderskud, dvs. et finansieringsbehov, af samme størrelsesorden i 1994. Dette omsving var et resultat af øget forbrug og dermed en lavere opsparing.

Tabel 4 viser, hvordan finansieringsbehovet blev dækket. Selv om forbruget steg, var det langt fra hele låntagningen i realkreditinstitutterne, der gik til finansiering af øget forbrug. En væsentlig del af låntagningen under konverteringsbølgen blev brugt til at nedbringe låntagningen i bankerne. En del af låntagningen i realkrediten i 1993 blev i første omgang sat på konto i bankerne (øgede bankindlån) for så at blive brugt året efter (faldende bankindlån).

KVANTIFICERING AF RENTEFALETS BETYDNING

For at få en ide om rentefaldets betydning er der kørt en række simulationer med Nationalbankens økonomiske model, Mona. De væsentligste

HUSHOLDNINGERNES OPSPARINGS/INVESTERINGSBALANCE				Tabel 3
Mia.kr.	1992	1993	1994	1995
Indkomst	486,5	490,9	515,7	547,3
Forbrug	439,3	450,1	493,8	509,5
Opsparing	47,2	40,8	21,9	37,8
Investeringer og kapitaloverførsler	29,7	30,6	33,0	42,7
Nettofordringserhvervelse	17,5	10,2	-11,1	-4,9

Anm.: Indkomst er her defineret som husholdningernes disponible bruttoindkomst plus ændring i husholdningernes nettoformue i pensionskasser, jf. Danmarks Statistik, Nationalregnskab. Opsparing er lig indkomst minus forbrug. Nettofordringserhvervelse er lig bruttoopsparing minus investeringer og kapitaloverførsler. Et positivt tal for nettofordringserhvervelse viser, at der er et opsparringsoverskud og dermed et placeringsbehov, mens et negativt fortegn viser et finansieringsbehov.

Kilde: Danmarks Statistik, Nationalregnskab.

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE KONTI

Tabel 4

Mia.kr.	Nettofordrings- erhvervelse	Stigning i			
		Bankindlån	Realkreditlån	Banklån	Manko
1992	17,5	8,7	5,0	-9,2	4,6
1993	10,2	12,8	33,9	-17,8	13,5
1994	-11,1	-11,2	19,4	-3,3	16,2
1995	-4,9	14,7	24,4	7,1	11,9

Anm.: Alle tal i tabellen er strømstørrelser. Nettofordringserhvervelse, dvs. husholdningernes opsparing minus investeringer, modsvares af ændring i bankindlån minus realkreditlån minus banklån plus manko. Mankoen er udtryk for, at der er udeladt væsentlige aktivposter fra husholdningernes balance først og fremmest nettokøb af obligationer, aktier og investeringsbeviser samt nettoindbetalinger til og afkast af pensionsmidler (forsikringstekniske reserver). En fuldt dækkende opgørelse af husholdningernes finansielle konti offentliggøres af Danmarks Statistik, men findes først fra og med 1995.

Kilde: Danmarks Statistik samt Danmarks Nationalbank.

aktivitetseffekter af et rentefald er på bolig- og erhvervsinvesteringerne samt på privatforbruget, der især påvirkes via rentefaldets afledte effekt på kontantpriser på ejerboliger og dermed boligformuen¹.

Holdes obligationsrenten fast gennem 1993 og 1994 på niveauet ved udgangen af 1992, dvs. 10,5 pct., ville BNP-væksten have været ½-1 pct. lavere i 1994. Privatforbruget påvirkes i lidt mindre grad, jf. figur 5.

Stigningen i privatforbruget fra 1993 til 1994 er betydeligt større end forudsagt af Monas forbrugsrelation². Det viser sig ved positive justeringsled³, jf. figur 6. Tilsvarende vidner negative justeringsled i de forudgående år om, at forbrugsudviklingen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne var svagere end ifølge modellen. Kontantpriserne på ejerboliger reagerede ligeledes stærkere, end modellens kontantprisrelation forudsagde, mens stigningen i investeringerne var i tråd med investeringsrelationen.

Stigningen i forbruget fra midten af 1993, som er den væsentligste enkelte forklaring på opsvinget, må således hovedsagelig forklares ved et stemningsskift, som ikke fanges af modellens relationer. Det er ikke umiddelbart muligt at afgøre, om dette stemningsskift havde baggrund i rentefaldet, den ekspansive finanspolitik eller noget helt tredje.

Sættes justeringsleddet i Monas forbrugsfunktion til nul fra 3. kvartal 1993, hvor opsvinget begyndte, og hvor den nye regerings politik var fremlagt, og frem til 1. kvartal 1995, kan man få et skøn på stemningsskiftets effekt på privatforbruget. Figur 7 illustrerer, at stemningsskiftet overgangsvist svarede til et merforbrug på ca. 15 mia.kr. (forskellen mel-

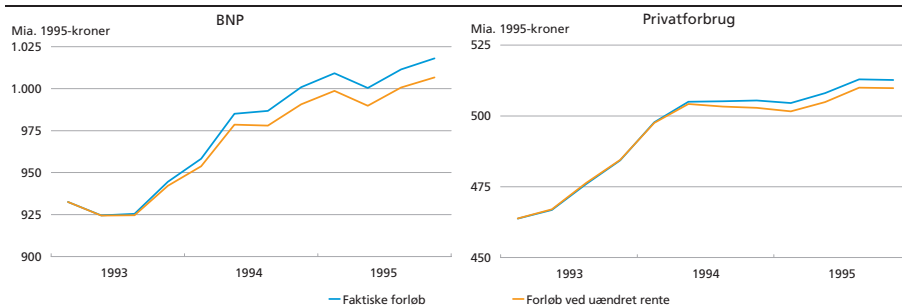
¹ Effekterne af en renteændring på økonomien er dokumenteret i bogen *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave, Danmarks Nationalbank, juni 2003.

² I Monas forbrugsrelation forklares forbruget først og fremmest af realindkomst og realformue.

³ Justeringsleddene i forbrugsfunktionen angiver forskellen mellem det faktiske forløb af forbruget og det forløb, modellen forudsiger. Et positivt justeringsled er således udtryk for, at forbruget i den pågældende periode har været større, end modellens forbrugs ligning kan forklare.

RENTEFALDETS VIRKNING PÅ BNP OG PRIVATFORBRUG

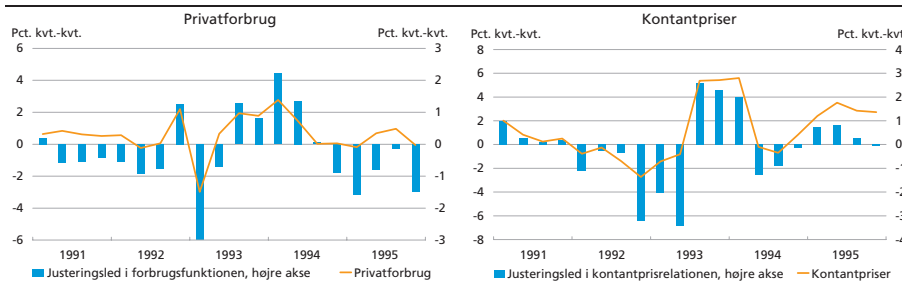
Figur 5



Kilde: Egne beregninger på Mona modellen.

JUSTERINGSLED I FORBRUGS- OG KONTANTPRISRELATIONEN

Figur 6

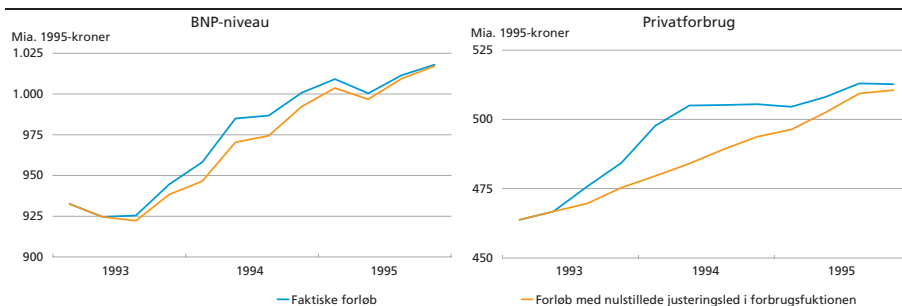


Anm.: Justeringsleddene viser forskellen mellem den faktiske udvikling og den udvikling, modellen beregner.

Kilde: Egne beregninger på Mona modellen.

VIRKNING PÅ BNP OG PRIVATFORBRUG AF STEMNINGSSKIFT

Figur 7



Kilde: Egne beregninger på Mona modellen.

lem den blå og orange linje). Effekten på BNP var af samme størrelsesorden.

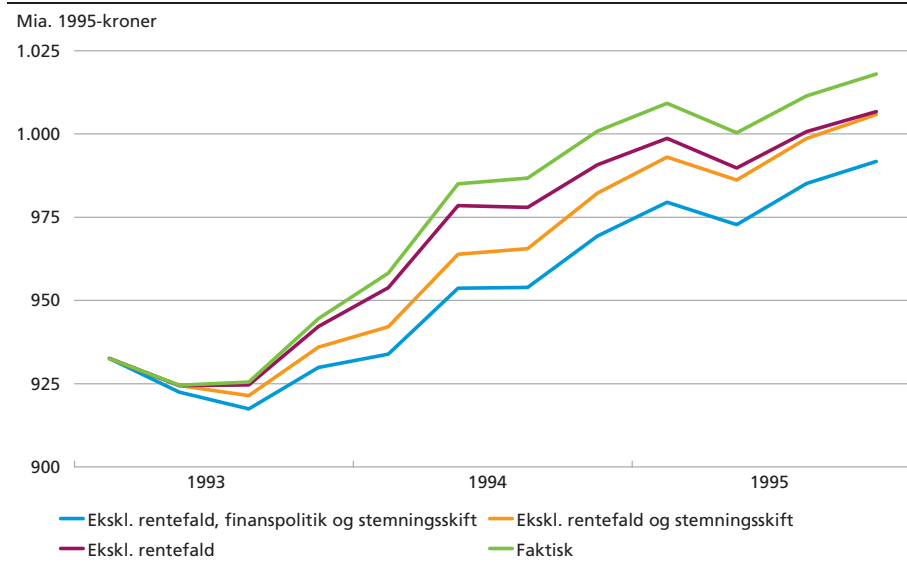
Der opereres i beregningerne med tre forklaringer på vækstaccelerationen i 1993-94; finanspolitikken, rentefaldet samt et i forhold til modellen eksogent stemningsskift. Resultatet opsummeres i figur 8 for så vidt angår effekterne på BNP. Betragtes i stedet vækstrater, viser tabel 5, at af væksten på 5,5 pct. i 1994 kan de 0,7 procentpoint henføres til den direkte effekt af rentefaldet, hvilket er af samme størrelsesorden som effekten fra finanspolitikken, mens stemningsskiftet forklarer ca. 1,0 procentpoint. Vækstbidragene fra modellens øvrige eksogene faktorer er ikke medtaget.

Effekterne på økonomien af konverteringerne indgår ikke direkte i modellen. Indkomstbegrebet i forbrugsfunktionen omfatter hele den private sektor inkl. pensionskasserne, dvs. husholdningernes direkte rentebesparelse ved konvertering opvejes således af lavere renteindtægter i pensionskasserne, i den udstrækning de ejer de udtrukne realkreditobligationer. Hertil kommer, at den likviditetslettelse, der skete som følge af løbetidsforlængelse, lånetypeskift eller øget låntagning i ejerboligen, ikke fanges af modellen. Effekten af konverteringsbølgen indgår således i den residualberegnete størrelse "stemningsskift" i tabel 5 snarere end i "renteeffekt", som kun viser den direkte renteeffekt.

Også beregningen af "finanseffekt" kræver en række metodemæssige valg. Fx vil beslutningen i 1993 om at ændre lovgivningen, så gamle kontantlån kunne konverteres, jf. tidligere, typisk ikke indgå ved bereg-

FAKTORER BAG OPSVINGET I 1993-94, EFFEKT PÅ BNP

Figur 8



BIDRAG TIL BNP-VÆKST, ÅR-TIL-ÅR

Tabel 5

Procentpoint	Bidrag fra			Faktisk BNP-vækst
	Finanspolitik	Rentefald	Stemningsskift	
1993	0,9	0,1	0,3	0,0
1994	0,8	0,7	1,0	5,5
1995	0,3	0,3	-0,9	2,8

Anm.: Bidraget fra "stemningsskift" er beregnet ved at sætte justeringsleddet i forbrugsfunktionen lig nul.

ning af finanseffekten. Den mulige afledte effekt på forbruget af denne lovændring giver sig således udslag i "stemningsskift". Derved indeholder denne størrelse også effekten af finanspolitiklignende tiltag.

Konkluderende må det konstateres, at ekspansiv finanspolitik langt fra er den eneste forklaring på opsvinget i dansk økonomi i 1993-94.

Budgetsituationen i Tyskland og Frankrig

Ulrik Bie og Lars Mayland Nielsen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Budgetunderskuddene i Tyskland og Frankrig har det seneste år tiltrukket sig betydelig opmærksomhed. Underskuddene i euroområdet to største lande overskrider EU-traktatens grænse på 3 pct. af BNP, og udviklingen lever samtidig ikke op til stabilitets- og vækstpaktens mål om balance på mellemlangt sigt.¹ For Tyskland er situationen politisk set yderligere prekær i og med, at traktatens underskudsgrænse på 3 pct. og stabilitets- og vækstpakten i 1997 blev til efter kraftigt tysk pres.

Set i historisk lys er underskuddene i både Tyskland og Frankrig ikke ekstraordinære, og et internationalt opsving kan bidrage til at reducere dem. Det er imidlertid et problem, at der fremover vil være et stigende udgiftspres som følge af befolkningernes aldring. For at forebygge en uholdbar budgetudvikling eller dramatiske indgreb på et senere tidspunkt er en konsolidering af de offentlige finanser nødvendig nu. I det følgende ses der på årsagerne til, at de store underskud opstod og på nogle af de økonomiske forhold, der er af betydning for en holdbar budgetudvikling i de kommende år.

UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER DE SENESTE ÅR

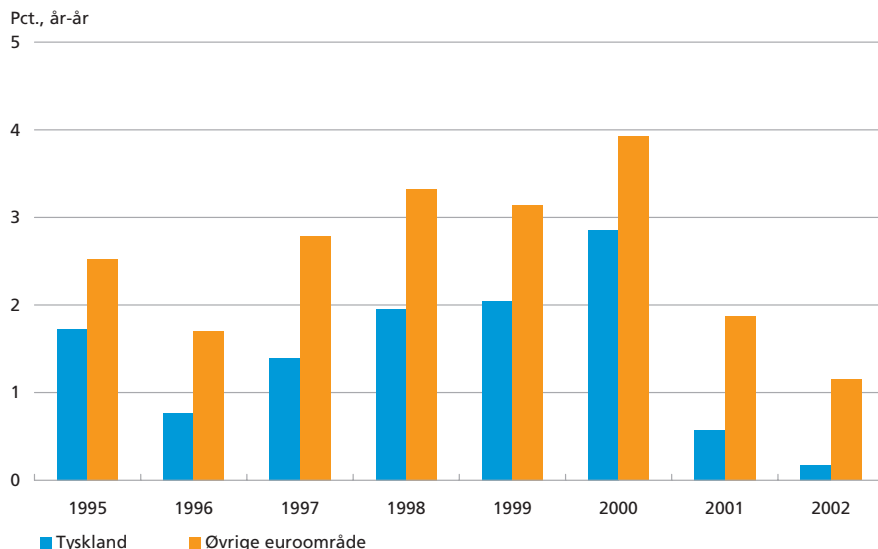
Tyskland

De tyske budgetproblemer henføres ofte til genforeningen, hvor der var uforudset store omkostninger forbundet med et løft af de sociale velfærdsordninger og gennemførelse af ambitiøse arbejdsmarkedsforanstaltninger i det tidligere Østtyskland. Det økonomiske boom i de første år efter genforeningen endte i 1992, og væksten i Tyskland har siden midten af 1990'erne været lavere end i resten af euroområdet – på trods af tiltagende vækst fra 1996 til 2000, jf. figur 1. Højere vækst betød sammen med en stramning af finanspolitikken, at de offentlige finanser blev forbedret fra et underskud på 3,3 pct. af BNP i 1995 til et underskud på 1,5 pct. af BNP i 1999, jf. figur 2.

¹ For en nærmere beskrivelse henvises til Niels Bartholdy og Lars Falkenberg, Stabilitets- og vækstpaktens status 2003, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

BNP-VÆKST I TYSKLAND OG DET ØVRIGE EUROOMRÅDE

Figur 1

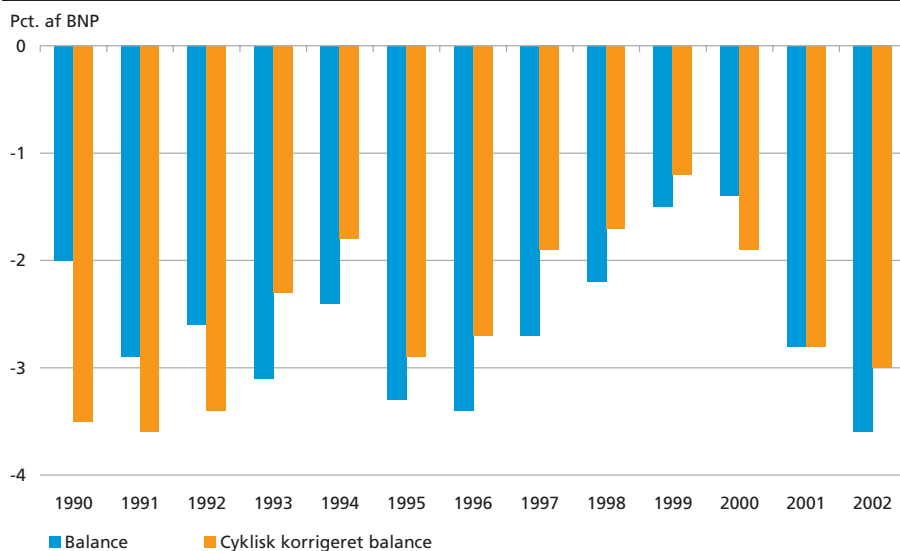


Kilde: OECD (2003a).

Fra 2001 blev de tyske finanser forværret på trods af, at de offentlige udgiftsmål i stabilitetsprogrammerne stort set blev overholdt. De seneste års problemer ligger i højere grad på indtægtsiden. Det skyldes i et vist omfang, at regeringen gennemførte en skattereform i midten af 2000, der indebærer skattelettelser i perioden 2001-05 uden tilsvarende

OFFENTLIG BUDGETBALANCE I TYSKLAND

Figur 2



Kilde: OECD (2003a).

besparelser. Finanspolitikken blev dermed lempet på et tidspunkt, hvor der var forventning om høj fremtidig vækst. Hvad der som udgangspunkt lignede procyklisk finanspolitik blev imidlertid kontracyklisk, da Tyskland i 2001 blev ramt af en lavkonjunktur. Det samlede underskud steg i 2001 med 1,4 pct. af BNP, hvoraf halvdelen kan tillægges finanspolitikken og den anden halvdel svagere konjunkturer. Regeringen har i 2002 og 2003 undervurderet omfanget af den økonomiske afmatning og dermed overvurderet indtægterne. Det har mindsket det synlige krav til budgetkonsolidering. Underskuddet på de offentlige finanser steg til 3,6 pct. af BNP i 2002 og bliver næppe mindre i 2003.

Den offentlige administration i Tyskland er fordelt på stat, delstater og kommuner. Dertil kommer de sociale forsikringsordninger, dvs. sundheds-, arbejdsløsheds- og pensionsforsikring samt sociale programmer, der tilsammen udgør over 50 pct. af de samlede offentlige udgifter. De enkelte led i den offentlige administration er principielt selvstyrende, men et omfattende udligningssystem af regionale forskelle griber ind i det økonomiske grundlag for autonomien. Koordineringen mellem stat, delstater og kommuner sker i *Finanzplanungs-rat*. Udligningsordningerne betyder, at delstaternes og kommunernes muligheder for at justere individuelle skatter og udbud af offentlige goder er meget begrænsede. Dermed afspejles forskelle i forbrugspræferencer ikke, og det er sværere at styre de offentlige udgifter effektivt, når indtægterne er relativt konstante, jf. OECD (2001). I forsøget på at nedbringe det samlede underskud blev der i 2002 indført en national stabilitetspagt for stat, delstater og kommuner, der fastsætter udgiftsmål for de forskellige administrative lag og foreskriver en bevægelse mod balance på mellemlangt sigt.

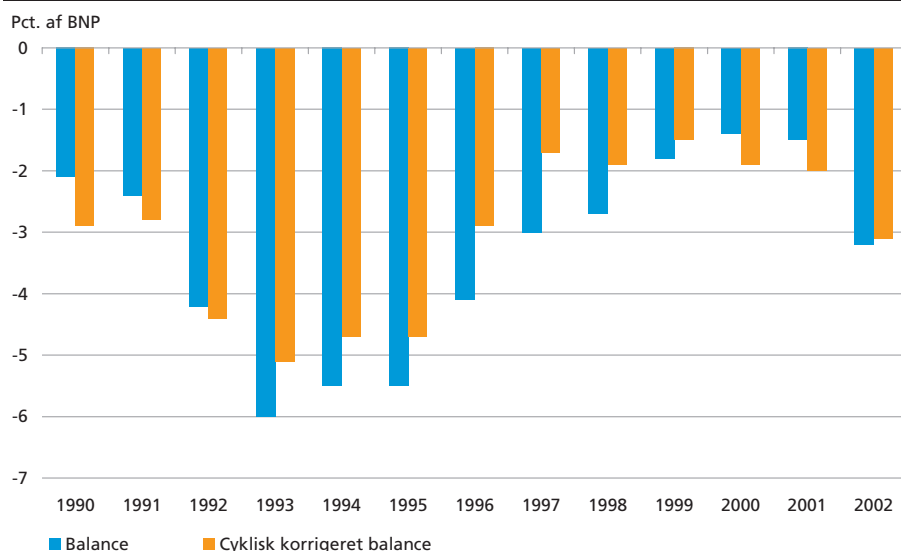
De sociale forsikringsordninger finansieres gennem øremærkede sociale bidrag, og stigende udgifter er blevet dækket gennem øgede bidrag og overførsler fra staten. Især sundhedsudgifterne er, som i mange andre lande, steget kraftigt i de senere år, hvilket bl.a. skyldes, at sektoren er præget af ringe kontrol og dårlige incitamentstrukturer. Sammenblanding af ansvar har desuden bidraget til ineffICIENT styring af udgifterne. Staten udstikker de lovmæssige rammer, sundhedsforsikringerne betaler for de løbende hospitalsudgifter, delstaterne varetager hospitalsinvesteringer, og kommunerne står for den lokale plejeservice. En aftalt reform af sundhedsområdet fra juli 2003 forsøger at rette op på nogle af disse uhensigtsmæssige forhold, jf. senere.

Frankrig

Fra 1994 til 1997 gennemførte den daværende regering en kraftig stramning af finanspolitikken efter store underskud i begyndelsen af

OFFENTLIG BUDGETBALANCE I FRANKRIG

Figur 3



Kilde: OECD (2003a).

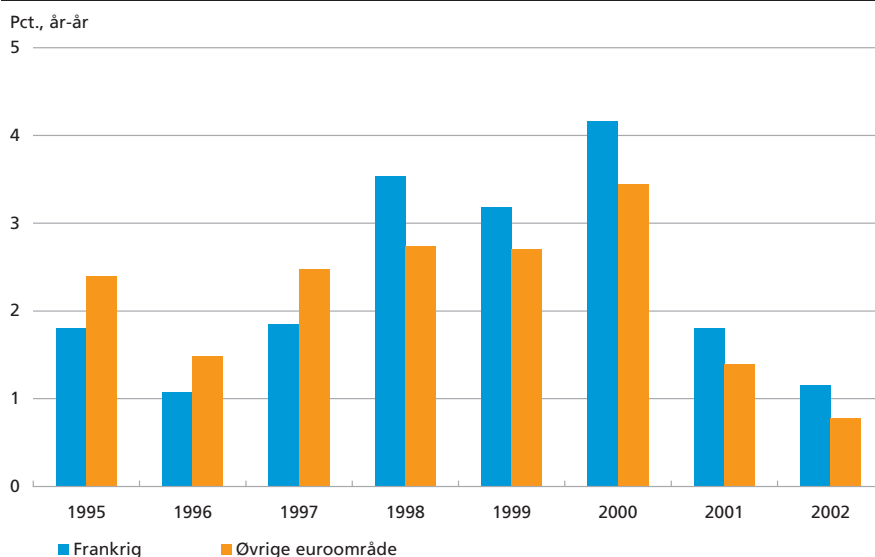
1990'erne, jf. figur 3. Det skete bl.a. gennem en række opstramninger af den budgetmæssige kontrol og højere skatter samtidig med, at regeringen forsøgte at indføre en række vidtgående reformer, bl.a. på pensionsområdet.

Opstrammingspolitikken har været en undtagelse fra en generel tendens til at benytte højkonjunkturer til nye tiltag, der medfører permanente forværringer af de offentlige udgifter – gennem skattelettelser og/eller udvidelser af sociale programmer (se OECD, 2003b). Finanspolitikken har således haft en procyklisk tendens i gode tider. Dette ses fx i forbindelse med indfasningen af 35-timers arbejdsugen fra 1998. Reduktionen i arbejdstiden betød sammen med tiltagende vækst, jf. figur 4, at antallet af beskæftigede steg 8 pct. i perioden 1997-2000. IMF (2002b) har beregnet, at gevinsterne ved højere beskæftigelse blev modsvaret af højere arbejdsløshedsunderstøttelse, en udvidelse af indkomstafhængige sociale programmer og øgede gennemsnitlige udgifter til aktiv arbejdsmarkedspolitik. Desuden reduceredes de sociale bidrag for at kompensere arbejdsgiverne for en del af udgifterne ved indførelsen af 35-timers ugen. Sammenlagt faldt de arbejdsmarkedsrelaterede udgifter kun fra 6,2 til 6,1 pct. af BNP fra 1997-2000 – trods den markante beskæftigelsesfremgang – og lagde dermed grunden til et større udgiftspres fremover.

Kommissionen (2003a) fremfører, at der foruden en tendens til procyklisk finanspolitik generelt har været problemer med at overholde de budgetterede udgiftsmål. Det betyder, at den samlede udgiftsstigning i

BNP-VÆKST I FRANKRIG OG DET ØVRIGE EUROOMRÅDE

Figur 4



Kilde: OECD (2003a).

perioden 2000-02 var dobbelt så stor som budgetteret på trods af, at den økonomiske vækst var nogenlunde i overensstemmelse med det forventede. Underskuddet steg derfor i perioden med 1,8 pct. af BNP mod et budgetteret fald på 1,1 pct. af BNP. Problemerne med budgetoverskridelser kan i vid udstrækning henføres til de sociale forsikringsordninger, der bl.a. dækker sundhedsområdet, pensioner, sociale programmer og arbejdsløshedsforsikring. I 2001 udgjorde de 45 pct. af de samlede offentlige udgifter.

Ordningerne har varierende grad af selvbestemmelse, men de sociale partners deltagelse i de bestemmende organer betyder, at næsten halvdelen af de samlede offentlige udgifter reelt fungerer selvstændigt og dermed kun vanskeligt kan indgå i forbindelse med budgetkonsolidering. De betydelige administrative overlap mellem offentlige myndigheder og forsikringsordningerne samt manglende ansvarsplacering for budgetopfyldelse er en væsentlig forklaring på den svage udgiftsstyring. Sundhedsområdet er et eksempel herpå, da staten godt nok kan fastsætte honorarer og enhedspriser, men uden incitamenter for udbydere af sundhedsydelser til at begrænse udgifterne. Kombinationen af urealistiske udgiftsmål i budgetterne og manglende kontrolmekanismer har gennem årene medført systematiske budgetoverskridelser (Kommissionen, 2003a). OECD (2003b) fremfører endvidere, at konsekvensen af de lovbestemte øremærkede sociale bidrag er, at besparelser på et område ikke kan overføres til andre områder uden en lovændring. Dermed opstår et vedvaren-

de underliggende udgiftspres. Et eksempel er fonden til bistand til børnefamilier, der har haft stigende overskud, men selv har defineret nye opgaver i stedet for at overføre midler til fx sundheds- og pensionsområdet, der mangler resurser.

Ses der mere snævert på statens finanser, har underskuddet i de senere år været nogenlunde konstant, bortset fra 2002, hvor skattelettelserne udhulede indtægtssiden og uforudsete overførsler til bl.a. sundheds- og arbejdsmarkedsordninger forøgede udgifterne. De lokale myndigheder spiller en ret beskeden rolle i den samlede offentlige sektor, og deres indtægter og udgifter er i vid udstrækning under statens kontrol. Samtidig opererer de under en tommelfingerregel om balance (IMF, 2001) og har i de senere år haft små overskud.

Underskuddet på de offentlige finanser blev i 2002 på 3,2 pct. af BNP, men ville have holdt sig under 3 pct. af BNP, hvis ikke regeringen i efteråret 2002 havde gennemført indkomstskattelettelser, der forværrede balancen med 0,2 pct. af BNP.

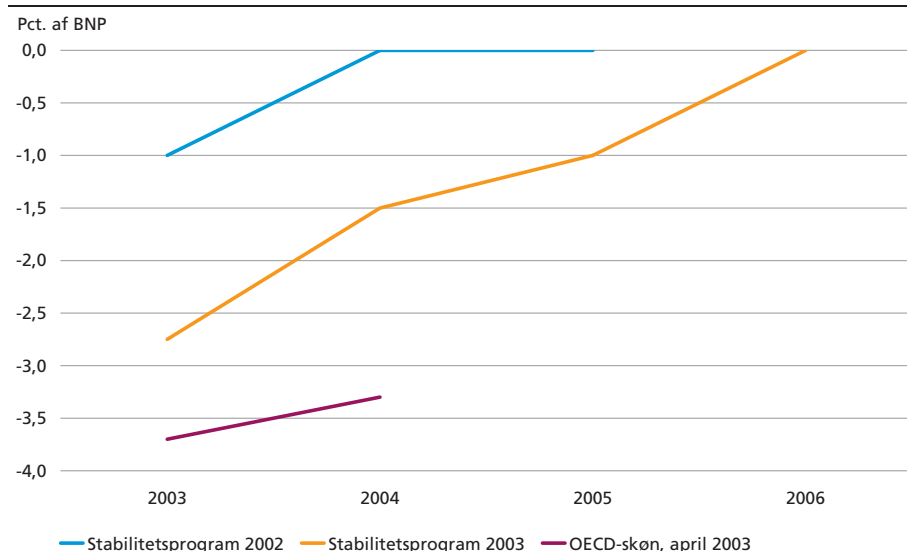
DE OFFENTLIGE FINANSER 2003-06

Tyskland

Underskuddet på de offentlige finanser forventes at blive 3,7 pct. af BNP i 2003 (OECD, 2003a). I stabilitetsprogrammet for 2003 forventes faldende underskud til balance i 2006, jf. figur 5.

BUDGETSKØN FOR TYSKLAND

Figur 5



Kilde: OECD (2003a) og stabilitetsprogram for 2002 og 2003.

Foruden tiltagende vækst skal dette opnås ved at begrænse stigningen i udgifterne i delstater og kommuner til højest 1 pct. om året i 2003 og 2004, mens statens udgifter skal falde med 0,5 pct. om året. Det er et ambitiøst program, som hverken Bundesbank (2003) eller OECD (2003b) forventer kan overholdes. Det er også en betydelig stramning i forhold til stabilitetsprogrammet for 2002, hvor de offentlige udgifter forventedes at stige 1,5 pct. om året. En begrænsning af udgifterne til sociale forsikringsordninger er i praksis nødvendig for at konsolidere de offentlige finanser, som følge af disse udgifters store vægt. For både staten og delstaterne gælder det, at skatteindtægterne i 1. halvår 2003 har været lavere og arbejdsmarkedsrelaterede udgifter højere end forventet.

Regeringen fremlagde i foråret et reformprogram, Agenda 2010, der skal stimulere væksten og forbedre de offentlige finanser. Programmet indeholder:

- En *arbejdsmarkedsreform*, der skal gøre arbejdsmarkedet mere fleksibelt bl.a. gennem en lempelse af regler ved afskedigelse i specielt de mindre virksomheder, reduceret understøttelse samt kraftigere sanktioner for arbejdsløse, der afviser et passende job. Arbejdsmarkedsreformen er delvist vedtaget.
- En *sundhedsreform*, der indebærer markante ændringer i incitamentsstrukturen i sektoren, bl.a. gennem brugerbetaling og bedre styring af sygehusudgifterne. Reformen ventes alt andet lige at give en besparelse på ca. 10 mia.euro i 2004 stigende til 23 mia.euro i 2007. Sundhedsreformen er ikke vedtaget, men er et kompromis mellem regeringen og oppositionen.
- En fremrykning af *skattereformens 3. fase* fra 2005 til 2004, hvilket isoleret set indebærer en skattelettelse på ca. 16 mia.euro. Som følge af skattesystemets indretning påvirker det alle administrative lag.¹ Statens andel af lettelserne er på ca. 7 mia.euro, mens delstaternes og lokale myndigheders finanser vil blive forværret med ca. 9 mia.euro. Aktivitetseffekten af at fremrykke skattelettelsen afhænger bl.a. af, i hvilket omfang regeringen kommer igennem med planer om at beskære en række fradrag og subsidier. Forslaget er endnu ikke begyndt parlamentarisk behandling.

Derudover indebærer Agenda 2010 et investeringsprogram på 15 mia.euro og en styrket uddannelsesindsats, der endnu ikke er konkretiseret. Den samlede effekt af Agenda 2010 på de offentlige finanser er

¹ I Tyskland opkræves skatter centralt og fordeles herefter til de forskellige administrative lag efter særlige fordelingsnøgler. Eksempelvis fordeles indkomstskatter med 42,5 pct. til henholdsvis stat og delstater og 15 pct. til kommuner.

endnu ukendte, men skattelettelser på ca. 0,7 pct. af BNP vil umiddelbart forværre de offentlige finanser i 2004. Den tyske regering har tilkendegivet, at hvis væksten i 2004 bliver under 2 pct., vil det offentlige underskud formentlig blive over 3 pct. af BNP.

Frankrig

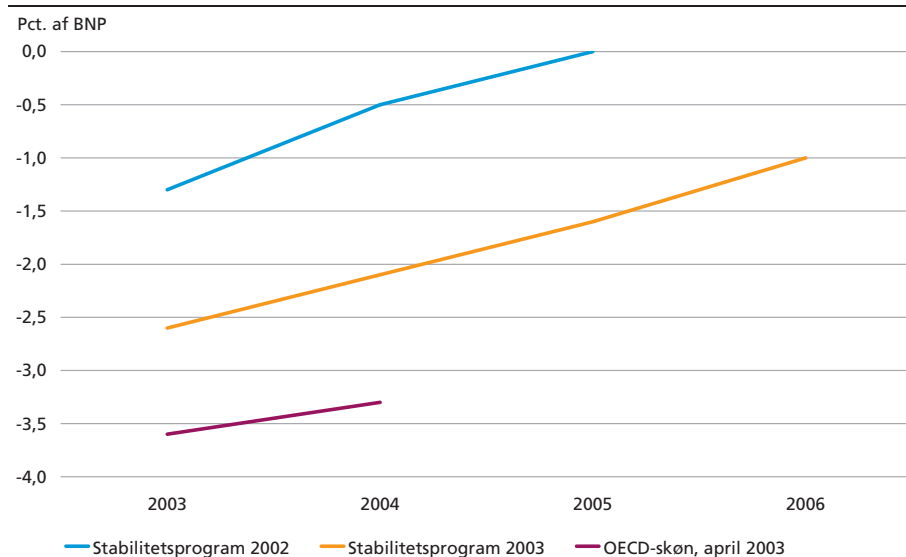
Underskuddet på de offentlige finanser forventes at blive 3,6 pct. af BNP i 2003 (OECD, 2003a). En kraftig begrænsning af udgiftsstigningen spiller også en afgørende rolle i det franske stabilitetsprogram for 2003. Fra 2004 til 2006 må de samlede udgifter således samlet realt vokse 3,9 pct., mest i sundhed, pensionsordninger og de lokale myndigheder. Programmet viser samtidig en mindre forbedring af den offentlige balance, end det var tilfældet i programmet for 2002, jf. figur 6. I foråret 2003 har de franske myndigheder vedgået, at underskuddet i såvel 2003 som 2004 højst sandsynligt vil overstige 3 pct. – bl.a. som følge af en nedjustering af vækstprognoserne.

Timing og kombinationen af skattelettelser og reformer på udgiftssiden er grundelementer i regeringens ambitiøse mål om en slankere og mere effektiv offentlig sektor. Regeringen har siden efteråret 2002 gennemført en række reformer for at nå dette mål:

- En reform af *den offentlige administration*, der dels består af en sanering af den statslige administration og dels af uddelegering af en række kompetencer til lokale myndigheder, bl.a. øget ret til skatteind-

BUDGETSKØN FOR FRANKRIG

Figur 6



Kilde: OECD (2003a) og stabilitetsprogram for 2002 og 2003.

krævning. En stor del af lovgrundlaget for decentraliseringen er vedtaget, mens reformer af den statslige administration fortsat lader meget tilbage.

- På *sundhedsområdet* ønsker regeringen at indføre bedre kontrolmekanismer med udbuddet af sundhedsydelser og stærkere incitamenter til tilbageholdenhed hos både brugerne og udbyderne. En del af reformen er vedtaget, men behovet for yderligere tiltag understreges af udviklingen i 1. halvår 2003, hvor udgifterne på sundhedsområdet steg mere end forventet for hele året.
- I juli 2003 vedtog parlamentet ligeledes en *pensionsreform*, der skal forbedre balancen på langt sigt, jf. senere.

Regeringen vil endvidere gennemføre *privatiseringer* af en række offentlige virksomheder, hvilket bliver besværliggjort af, at mange af de ansatte i virksomhederne er tjenestemænd med meget lukrative førtidspensionsordninger. Desuden forventes indtægter fra *aktiesalg* at nedbringe gælden med 8 mia.euro.

Såvel Kommissionen (2003a) som OECD (2003b) er entydige i deres vurdering af, at reformerne er vigtige skridt i den rigtige retning, men langt fra tilstrækkelige. Kommissionen er pessimistisk med hensyn til det opnåelige i stabilitetsprogrammet, bl.a. fordi regeringens forventning til økonomisk vækst og beskæftigelse bedømmes som urealistiske.

BUDGETUDFORDRING PÅ LÆNGERE SIGT

I alle vestlige lande vil andelen af ældre stige. Tyskland og Frankrig er blandt de lande, hvor denne tendens er stærkest. I 2030 forventes det, at forsørgerbyrden fordobles i forhold til i dag (EPC, 2001). Et stigende antal ældre, der trækker sig tidligere tilbage fra arbejdsmarkedet og forventes at leve længere, øger presset på udgifter til pension, sundhed og pleje.¹ Udgifterne til sundhed og pleje ventes at stige med 2-3 pct. af BNP.

Presset på pensionssystemerne er særlig stort i lande som Tyskland og Frankrig, hvor systemerne overvejende følger det såkaldte *pay-as-you-go* princip. Her sparer hver generation ikke op til sin egen pension, men bliver i stedet forsørget af den efterfølgende. Systemet fungerer fint, så længe generationerne vokser, men når antallet af pensionsmodtagere stiger i forhold til antallet af erhvervsaktive, bliver der færre til at løfte

¹ Beregninger over, hvor meget de offentlige udgifter vil stige fremover, baseres på antagelser om, at der ikke sker kvalitative forbedringer af offentlige ydelser – en antagelse, der i budgetmæssig sammenhæng må betragtes som meget optimistisk.

voksende udgifter. Pensionsudgifterne i Tyskland og Frankrig forventes at stige med 4-5 pct. af BNP frem til 2050.¹

Det betragtes i de fleste lande som uønsket, at de øgede udgifter finansieres via højere skatter, da det kan mindske beskæftigelsen. Pensionssystemet kan derfor kun gøres finansielt holdbart, hvis de erhvervsaktive betaler større bidrag og/eller pensionisterne modtager mindre. De oftest nævnte tiltag er:²

- Højere bidrag fra den enkelte.
- Længere bidragsperiode før adgang til fuld pension.
- Øget aktuarisk retfærdighed, dvs. at de udbetalte pensioner pr. år tager højde for den længere restlevetid ved pensionsalderen.
- Øget beskæftigelse generelt.
- Øget beskæftigelse blandt ældre ved at fjerne førtidspensionsordninger og dermed hæve den gennemsnitlige tilbagetrækningsalder.
- Indeksering med prisudvikling i stedet for lønudvikling, hvormed pensionernes købekraft bevares, men ikke forbedres.

Alle reformer af pensionssystemer er politisk følsomme. Det skyldes dels, at de offentlige pensioner i mange lande er altdominerende (i Tyskland og Frankrig udgjorde private pensionsopsparinger i 1999 henholdsvis 3,2 og 6,3 pct. af BNP mod 24,4 pct. i Danmark), dels at ældre udgør en stadig voksende vælgerskare. Både i Tyskland og Frankrig er arbejdsmarkedspolitikken fokuseret på at hæve beskæftigelsen og dermed den potentielle vækst – i Tyskland er det kernen i regeringens *Agenda 2010*, jf. tidligere.

I *Tyskland* gennemførtes i 2001 en mindre pensionsreform. Reformen betød, at det samlede pensionsbidrag fra arbejdsgiver og arbejdstager øges i fremtiden, dog således at der er sat et loft på 20 pct. frem til 2020 og 22 pct. i 2030 (bidraget er i øjeblikket 19,5 pct.). Desuden introduceredes skatteincitamenter til at øge den private pensionsopsparingsordning, mens indekseringen af pensionsudbetalinger blev ændret til at følge bruttolønnen i stedet for nettolønnen. Samlet skulle det i 2030 sænke pensionsudbetalingen fra 70 pct. til 67-68 pct. af det beregnede indkomstgrundlag (OECD, 2001). I et forsøg på at hæve pensionsalderen indførtes i 2002 et system, hvor tidlig pension som 63-årig giver 7,2 pct. lavere pension i hele pensionsperioden.³ En kommission (Rürup) nedsat af regeringen har i august fremlagt forslag til yderligere stramninger på pensionsområdet.

¹ Den tyske regering forventer en stigning på 4 pct. af BNP (Stabilitetsprogram, 2003), mens IMF (2002c) forventer 5 pct. Forskellige beregninger for Frankrig ligger alle på ca. 4 pct., se fx OECD (2003b).

² Se fx EPC (2001), IMF (2002b) og OECD (2003b) for mere detaljerede beskrivelser.

³ Fuld pension kræver, at man er 65 år og har arbejdet i 35 år. Fra 2012 vil det være muligt at gå på pension som 62-årig med en nedsættelse af pensionen på 10,8 pct. i hele pensionsperioden.

I *Frankrig* blev en begrænset pensionsreform vedtaget af parlamentet i juli 2003. Reformen betyder bl.a., at offentligt ansatte fra 2008 skal arbejde 40 år for at få fuld pension ligesom de privatansatte. Dette stiger trinvist for alle til 42 år i 2020. Endvidere indføres skatteincitamenter for at fremme etableringen af virksomhedspensioner. Siden 1994 har de offentlige pensioner til privatansatte været indekseret i forhold til prisudviklingen, mens de offentligt ansattes pensioner er indekseret i forhold til lønudviklingen i den offentlige sektor. Den ændrede indeksering af privatansattes pensioner er baggrunden for, at de franske pensionsudgifter ikke længere stiger, og betyder samtidig, at de privatansattes pensioner løbende udhules i forhold til de offentligt ansatte. Regeringen og de sociale partnere har desuden stadig ikke taget fat på de offentligt ansattes ret til at lade sig førtidspensionere i 50-55 års alderen med næsten fuld pension eller en række ordninger under arbejdsløshedsforsikringen, der reelt fungerer som førtidspensionering. IMF (2002b) har fx beregnet, at en stigning i den gennemsnitlige tilbagetrækningsalder fra 58 til lidt over 62 år vil være tilstrækkeligt til at gøre pensionssystemet holdbart.

AFRUNDING

Eurolandene har i dag (jf. Buti og van den Noord, 2003) ikke samme incitament til at stramme finanspolitikken som i slutningen af 1990'erne, hvor deltagelse i ØMUen var en synlig gulerod. Desuden betyder euroen, at lande med uorden i de offentlige finanser ikke risikerer at blive ramt af valutauro som tidligere. Udviklingen på obligationsmarkederne viser, at eurolande med svage offentlige finanser ikke straffes synderligt.

Baggrunden for de nuværende problemer i Tyskland og Frankrig er, at landene ikke anvendte den seneste periode med høj vækst til at nedbringe de strukturelle underskud. Hvis man vil have luft til at føre kontracyklisk finanspolitik i dårlige tider, er det et ufravigeligt krav, at man også gør det i gode tider. Den svage økonomiske situation og mangel på klare sanktioner betyder, at Tyskland og Frankrig har undladt at nedbringe deres store underskud. Det er et særligt problem, når der er tale om områdets to største økonomier – dels på grund af de makroøkonomiske konsekvenser og dels de politiske forhold. De budgetmæssige problemer har ført til en diskussion af det rigtige i en fast finanspolitisk ramme. Selv om lande med budgetproblemer på kort sigt kunne finde en opblødning af rammerne opportunt, er det vigtigt at huske, at traktatens bestemmelser og stabilitets- og vækstpagten blev til for at skabe handlingsrum inden for en troværdig ramme. Troværdigheden af finanspolitikken vil svækkes markant, hvis love og regler ændres hver

gang, der sker noget uventet, eller hvis store lande behandles anderledes end små. Det er ligeledes vigtigt, at diskussionen ikke fjerner opmærksomheden fra de langsigtede problemer som følge af den stigende andel af ældre. Vedvarende store budgetunderskud kan føre til et højere renteniveau i Europa¹, hvilket yderligere vil besværliggøre gennemførelsen af en holdbar finanspolitik.

I både Tyskland og Frankrig er der gennemført reformer, men spørgsmålet er, om det er nok. Især i Frankrig har der været et underliggende pres for øgede offentlige udgifter i opgangstider, og ældrebyrden vil øge dette pres. Øgede udgifter til pensioner, sundhed og pleje vil enten nødvendiggøre større indtægter eller betyde reduktion af udgifterne på andre områder – hvis ikke gælden skal stige vedvarende. Jo længere myndighederne venter med at bringe de offentlige finanser på en holdbar kurs, desto mere drastiske er de tiltag, der skal til. Der ligger derfor et pres på myndighederne for at gennemføre, hvad der på kort sigt måske er upopulære reformer.

¹ Den makroøkonomiske betydning af vedvarende store underskud afhænger af landets størrelse. Ved vedvarende underskud i store lande kan et større bruttofinansieringsbehov drive obligationsrenten op i hele euroområdet. Samtidig kan det svække landenes kreditværdighed, hvormed kreditrisikopræmien stiger. Det kan føre til, at renteforskellen mellem landene bliver større end nu. En yderligere mulighed er, at det vil øge inflationspresset og dermed tvinge euroområdets pengepolitiske rente op.

LITTERATUR

Buti, M. og van den Noord, P. (2003), Discretionary fiscal policy and elections: the experience of the early years of EMU, *Economic Department Working Papers no. 351*, OECD, Paris.

Deutsche Bundesbank (2003), *Monthly Report*, maj 2003, Frankfurt.

Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (2003), *Economic Bulletin 2003/8*, Berlin.

EPC (2001), *Budgetary challenges posed by ageing populations*, EPC/ECFIN/655/01-EN, Brussel.

Franske regering (2003), *French Stability programme: 2004-06*, MINEFI 07/01/03, Paris.

IMF (2001), *Selected Euro-Area Countries: Rule-Based Fiscal Policy and Job-Rich Growth in France, Germany, Italy, and Spain*, Washington D.C.

IMF (2002a), *France – Staff Report for the 2002 Article IV Consultation*, Washington D.C.

IMF (2002b), *France – Selected Issues*, Washington D.C.

IMF (2002c), *Germany – Staff Report for the 2002 Article IV Consultation*, Washington D.C.

IMF (2002d), *Germany – Selected Issues*, Washington D.C.

Kommissionen (2003a), *2002 Update of the Stability Programme of France (2004-2006) – An Assessment*, ECFIN/6/03-EN, Brussel.

Kommissionen (2003b), *2002 Update of the Stability Programme of Germany (2004-2006) – An Assessment*, ECFIN/008/03-EN, Brussel.

OECD (2001), *Economic Surveys – Germany*, Paris.

OECD (2003a), *Economic Outlook nr. 73*, Paris.

OECD (2003b), *Economic Surveys – France*, Paris.

OECD (2003c), *Economic Surveys – Germany*, Paris.

Tyske regering (2002), *German Stability Programme for 2004-06*, Berlin.

Den økonomiske situation på Færøerne

Bjarne Skafte og Pernille Thinggård, Sekretariatet

INDLEDNING

Færøerne oplevede i starten af 1990'erne en økonomisk krise med høj arbejdsløshed, stor gæld og stor udvandring fra øerne. I 1995 begyndte en periode med markant fremgang. I denne artikel gives en oversigt over den aktuelle økonomiske situation på Færøerne.¹

Færøerne er en lille økonomi med ca. 48.000 indbyggere. Økonomien er meget afhængig af udviklingen i fiskeerhvervene, idet det meste af vareeksporten består af fiskeprodukter. Næsten alle varer til forbrug og investeringer skal importeres, og prisen på og mængden af fisk er således afgørende for, hvor stor indtægt den færøske befolkning har til dette. Det bevirker ligeledes, at finanspolitik ikke umiddelbart påvirker aktivitetsniveauet på Færøerne i nær samme grad som i Danmark.

Færøerne har hjemmestyre, og den økonomiske politik og lovgivningen på det økonomiske område er i det væsentlige bestemt af de færøske myndigheder, dvs. Lagtinget og landsstyret. Færøerne er ikke medlem af EU.

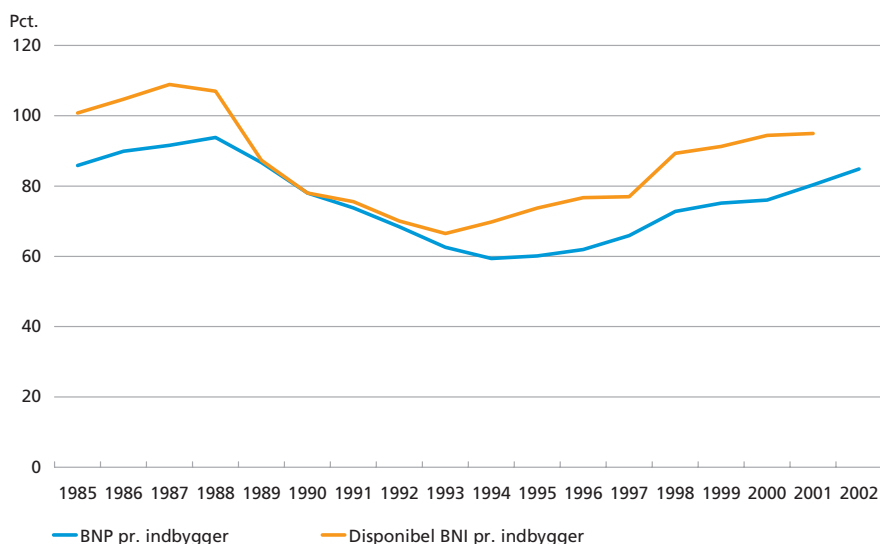
Færøerne er en del af det danske valutaområde, idet den danske krone også er valuta for Færøerne. Dette indebærer bl.a., at de færøske pengeinstitutter har fuld adgang til Nationalbankens pengepolitiske instrumenter, og at Nationalbankens penge- og valutapolitik også gælder for Færøerne. Færøerne har egne pengesedler med samme værdier og i samme format som de danske. Pengesedlerne trykkes i Nationalbanken, der forsyner Færøerne med pengesedler via kontantdepoter i Tórshavn på samme måde som i Danmark. Sedlerne kan ombyttes med danske sedler i forholdet 1:1 uden gebyr i Nationalbanken.

Statistikgrundlaget til vurdering af den færøske økonomi er begrænset, og dele af statistikken er behæftet med en betydelig usikkerhed.

¹ Artiklen bygger bl.a. på et besøg på Færøerne i maj 2003, hvor vi havde møder med Rigsombudet, Finansministeriet, Det Økonomiske Råd, Færøernes Landsbank, erhvervsorganisationer, Føroya Sparikassi og Føroya Banki.

FÆRØERNES BNP OG DISPONIBEL BRUTTONATIONALINDKOMST I FORHOLD TIL DANMARK

Figur 1



Anm.: Disponibel BNI fremkommer som BNP minus renter, udnyttelser, lønninger mv. til udlandet (netto) og løbende overførsler til udlandet (netto).

Kilde: Hagstova Føroya, Færøernes Landsbank, det færøske finansministerium og Danmarks Statistik.

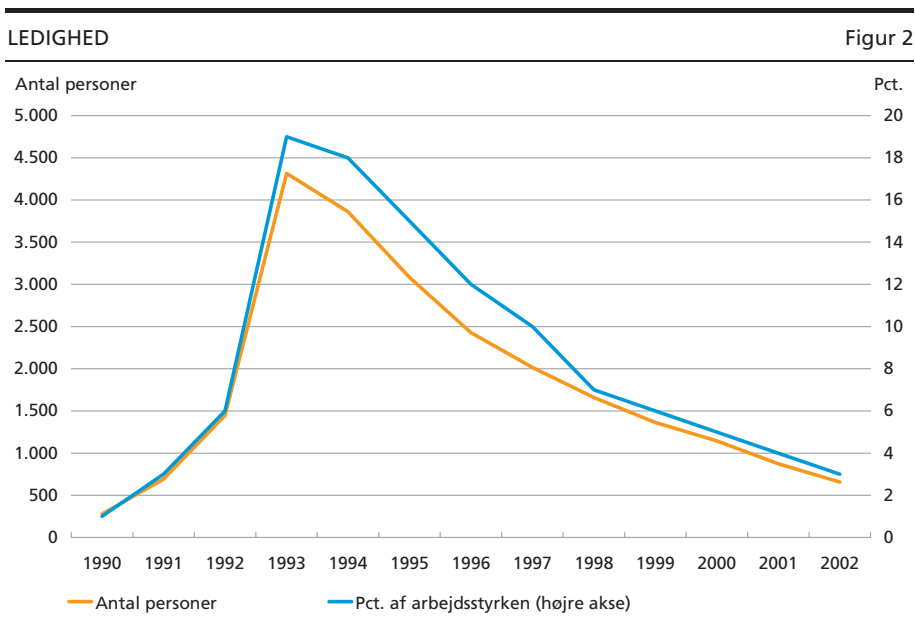
DET ØKONOMISKE OPSVING EFTER KRISEN

Efter den økonomiske krise i begyndelsen af 1990'erne med stor gæld og høj arbejdsløshed vendte udviklingen overraskende hurtigt. Fra 1995 til 2002 har den færøske økonomi været inde i en periode med usædvanlig høj vækst, som især har været trukket af høje fangstmængder, høje fiskepriser, fremgang for fiskeopdrætserhvervet og en voksende eksport.

Det færøske bruttonationalprodukt (BNP) i løbende priser er vokset med mellem 7 og 15 pct. årligt over de sidste 5-6 år.¹ Det færøske finansministerium skønner, at det svarer til en gennemsnitlig realvækst på 6-7 pct. årligt. Færøernes BNP pr. indbygger er efter denne vækstperiode igen over 80 pct. af niveauet i Danmark, jf. figur 1. Færøernes disponible bruttonationalindkomst (BNI) pr. indbygger, hvor bl.a. bloktilskuddet fra den danske stat indgår, har de senere år været på over 90 pct. af det danske niveau. Der foreligger endnu ikke tal vedrørende 2002.

Den gunstige økonomiske udvikling har medført, at flere er kommet i beskæftigelse, og ledigheden er faldet betragteligt, jf. figur 2. Under den dybe økonomiske krise udvandrede over 10 pct. af den færøske

¹ Kilde: Det færøske finansministerium og Hagstova Føroya (Færøernes statistiske kontor).



Kilde: Hagstova Føroya.

befolkning. Den positive udvikling siden 1995 har medført en tilbageflytning svarende til i alt omkring 5 pct. af befolkningen.

Der er gennem de sidste ti år gennemført en omfattende konsolidering af de offentlige finanser og af de fleste husholdningers og virksomheders økonomi. Der er således ikke nogen risiko for, at en eventuel afmatning i den kommende tid udvikler sig til en krise af samme omfang som i begyndelsen af 1990'erne.

DEN NUVÆRENDE KONJUNKTURSITUATION

Den økonomiske udvikling har gennem de sidste 7-8 år været usædvanlig god, og det kan næppe ventes, at dette fortsætter. I løbet af 2002 og især i 1. halvår 2003 kom der tegn på, at økonomien er inde i en afmatningsperiode.

De samlede lønudbetalinger anvendes ofte som en indikator for den generelle økonomiske udvikling. Stigningen i de samlede lønudbetalinger toppede i 2001 med en årlig stigning på 13,8 pct., jf. tabel 1. I 2002 steg lønudbetalingerne med 8,4 pct. Lønudbetalingerne i fiskeriet afhænger af værdien af fangsterne. Uden for fiskeriet har de årlige lønstigninger været på 4-5 pct., så den reale vækst i produktionen har været høj. Lønudbetalingerne er i de første 4 måneder af 2003 kun steget med 2,4 pct. i forhold til samme periode sidste år. Den lavere stigning viser, at væksten i den færøske økonomi er begyndt at aftage. Det for-

SAMLEDE LØNUDBETALINGER					Tabel 1	
Mio.kr.	1999	2000	2001	2002	2002 jan. - apr.	2003 jan. - apr.
Primære sektor	1.176	1.312	1.581	1.647	525	482
Fremstilling	917	1.046	1.176	1.307	402	430
Serviceerhverv	2.341	2.521	2.793	3.063	972	1.032
I alt	4.434	4.879	5.550	6.017	1.898	1.943
Pct.vis ændring i forhold til året før	7,2	10,0	13,8	8,4	11,3	2,4

Anm.: Lønudbetalinger omfatter udbetalte A-indtægter og kildeskat. Arbejdsløshedsforsikring og offentlige ydelser som sociale pensioner, dagpenge og forskellige støtteydelse er fratrasket.

Kilde: Hagstova Føroya.

stærkes af en omfattende 4-ugers strejke på det private arbejdsmarked i maj/juni 2003.¹

Stigningen i lønudbetalingerne på 2,4 pct. dækker over store variationer mellem sektorerne. Lønudbetalingerne for fiskeriet er således faldet med 11 pct. i de første fire måneder af 2003 i forhold til samme periode i 2002. Lønudbetalingerne i bygge- og anlægssektoren og den offentlige sektor er derimod steget med 7-9 pct.

Beskæftigelsen

Den færøske økonomi er tæt på fuld beskæftigelse, og ledigheden ligger på omkring 3 pct. af arbejdsstyrken. Aktiviteten i bygge- og anlægssektoren har været forholdsvis høj, og byggeriet har de seneste år haft svært ved at skaffe den fornødne arbejdskraft. Flaskehalsene har givet pres på lønniveauet i sektoren, jf. strejken i 2003. Importen til byggeriet er i 1. kvartal 2003 steget med 13 pct. i forhold til samme periode i 2002.

Fiskeindustrien har i perioder manglet arbejdskraft, og derfor er udenlandsk arbejdskraft anvendt i et begrænset omfang.

Boligmarkedet

Boligpriserne i Tórshavn har været stigende gennem de senere år, jf. figur 3. Der har dog været en svag tendens til, at boligpriserne i de sidste kvartaler har været faldende, hvilket kan ses som endnu et tegn på en begyndende afmatning af den færøske økonomi.

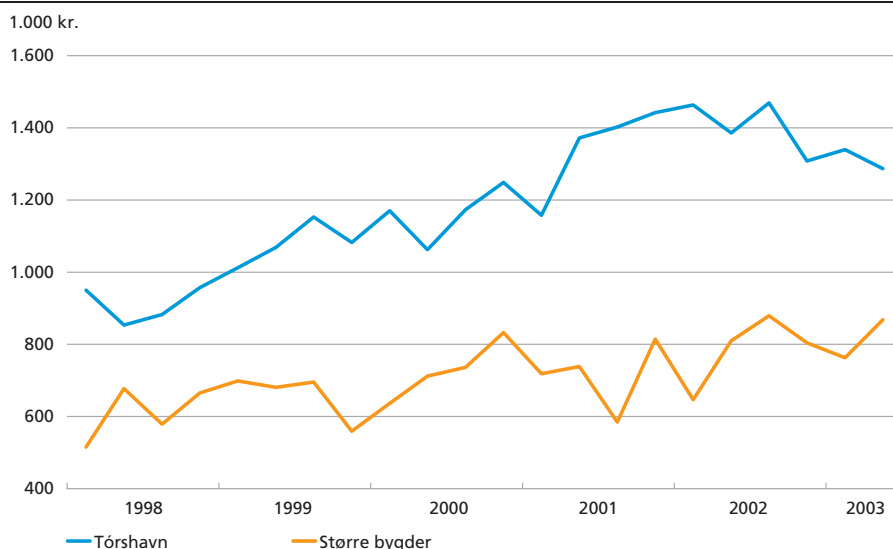
Olie

Der har siden 2001 været foretaget fire prøveboringer, hvoraf den ene resulterede i spor af olie og gas. Det er endnu usikkert, om der er basis

¹ Strejken er en væsentlig årsag til, at lønudbetalingerne i 1. halvår 2003 kun steg med 0,1 pct. i forhold til 1. halvår i 2002.

HUSPRISER

Figur 3



Kilde: Føroya Sparikassi.

for udvinding, og yderligere efterforskningsboringer de kommende år er nødvendige for at vurdere, om der er tilstrækkelig olie og gas i området til kommercielt brug. Hvis dette er tilfældet, vil der gå en årrække, før egentlig udvinding kan finde sted.

Fra slutningen af 1990'erne til 2001 kan håbet om at finde olie muligvis have medvirket til den gode konjunktursituation.

FISKEERHVERVENE

På Færøerne er fiskeriet, forarbejdningsleddet og fiskeopdræt de dominerende erhverv. Produkter fra fiskeriet udgør ca. 75 pct. af værdien af eksporten, og ca. 25 pct. af BNP kommer fra fiskeriet. Fiskeriet foregår dels i færøsk territorialfarvand (op til 200 sømil fra Færøerne), dels i fjernere områder, bl.a. Barentshavet. Værdien af fangsten i farvandet omkring Færøerne udgør omkring 60 pct. af værdien af de samlede fangster.

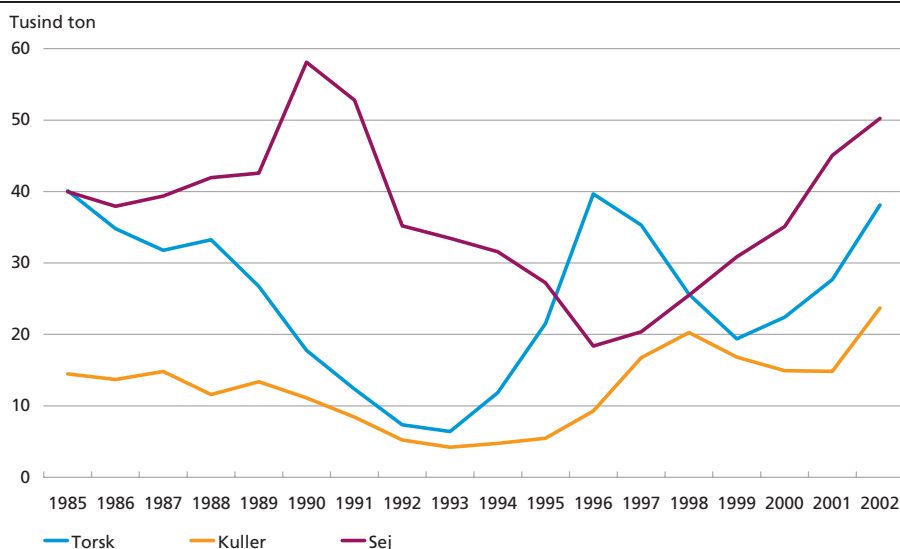
Fiskeriet er gennem de sidste 10-15 år blevet suppleret af opdræt af laks. Opdrætserhvervet har de seneste 4-5 år eksporteret for ca. 900 mio.kr. årligt, svarende til ca. 20 pct. af den færøske vareeksport, og erhvervet er p.t. det næststørste eksporterhverv på Færøerne.

Fiskeri

I farvandet omkring Færøerne fiskes især torsk, kuller og sej. Fiskeriet reguleres for de betydeligste fiskearter ved, at hvert fartøj får tildelt et

MÆNGDEN AF FANGEDE TORSK, KULLER OG SEJ VED FÆRØERNE

Figur 4



Kilde: Hagstova Føroya.

samlet antal fiskedage pr. år. Det er således fangstindsatsen, der reguleres, og der er, i modsætning til fiskeribegrænsningerne inden for EU, hvor reguleringen har form af kvoter for hver fiskeart, ingen direkte regulering af fangstmængderne.

Fangstmængden af torsk, kuller og sej svinger meget, jf. figur 4. Mængden har de sidste år været stigende og lå i 2002 på et højt niveau.

Verdensmarkedspriserne på de tre fiskearter var generelt høje i 2000 og 2001. Sammen med de store fangstmængder betød det, at indtjeningen i fiskeriet var usædvanlig god. I 2002 faldt priserne, men på grund af stigende mængder steg fangstværdien af disse tre fiskearter.

De to første måneder af 2003 er fangstmængden af torsk faldet med 19 pct. i forhold til de høje fangstmængder i 2002. Verdensmarkedspriserne på kuller og sej er faldet i 2003, og fangstværdierne er i de to første måneder af 2003 faldet betragteligt.¹

Fiskeriet på fjernere områder består især af sild, makrel og blåhvilling. Dette fiskeri er reguleret af internationale aftaler og kvoter, hvorved fangsten i det væsentlige er fastlagt. Notfiskerflåden, der især fanger blåhvilling, sild og makrel, havde i 2001 og 2002 en meget god indtjening på grund af store fangstmængder og forholdsvis høje verdensmarkedspriser.

¹ Hagstova Føroya.

Det færøske rejefiskeris økonomiske situation er derimod meget dårlig. Flere rejetrawlere er gået konkurs inden for det sidste år, hvilket bl.a. skyldes lave priser på rejer. Fremtiden for rejeflåden er usikker.

Den samlede fiskeristøtte er reduceret med ca. 110 mio.kr. fra 1996 til 40 mio.kr. i 2002. Den nuværende fiskeristøtte går primært til at sikre fiskerne en mindsteløn. Derudover eksisterer der en lempelig indkomst-beskatning for fiskere.

Fiskeindustri

Af den samlede mængde fangede fisk eksporteres en vis andel direkte til udlandet i frosset eller iset form, mens resten sælges til den færøske fiskeindustri til videre forarbejdning.

I fiskeindustrien er kapaciteten, de færøske lønninger og råvaretilførslen afgørende faktorer. Produktionen faldt fra 95.000 tons fisk i 2001 til 91.000 tons fisk i 2002.

Strejken i maj/juni 2003 betød, at filetfabrikkerne lå stille, og at fiskerne ikke kunne losse deres fisk i de færøske havne. Det er endnu for tidligt at vurdere, hvilken effekt strejken har haft for filetfabrikkerne.

Fiskeopdræt

Fiskeopdræt, altovervejende af laks, er siden begyndelsen af 1990'erne blevet en væsentlig faktor i den færøske økonomi. Opdrættet foregår i de færøske fjorde og sunde. Derudover findes der afledte industrier såsom produktion af lakseyngel og fiskefoder.

Hvor fiskemængderne i fiskeriet svinger meget, kan mængderne i fiskeopdrættet bedre planlægges. Dernæst kan slagtningerne i nogen udstrækning tilpasses efter den forventede salgspris. Fiskeopdrættet kan derfor virke som en "udglattende faktor" i økonomien i forhold til et usikkert og svingende fiskeri.

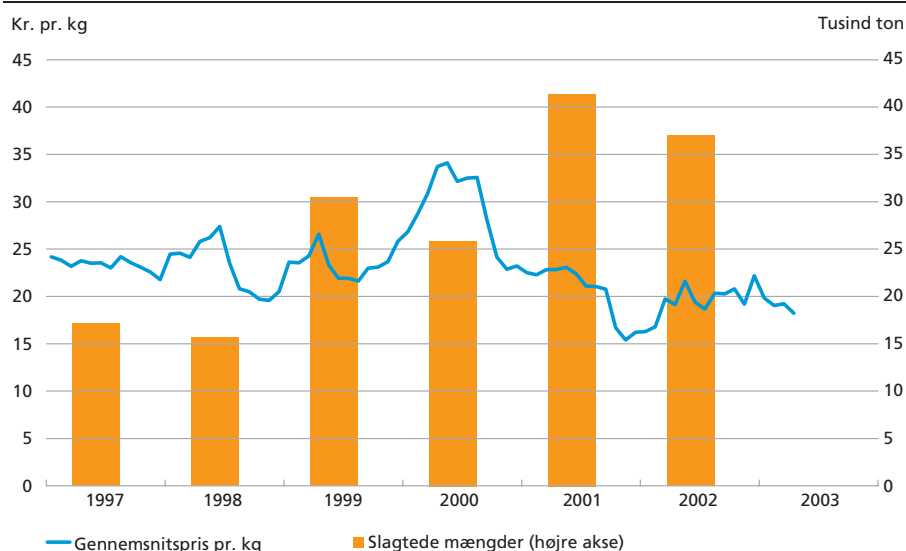
I 2000 var verdensmarkedsprisen på laks ekstraordinært høj, jf. figur 5. Med gennemsnitlige produktionsomkostninger i fiskeopdrættet på 18-20 kr. pr. kg var indtjeningen høj. I de sidste to år har prisen på laks været lav, og i sommeren 2003 produceres der med tab.

Fiskeopdrættet er desuden hårdt ramt af sygdommen ILA. Sygdommen bevirker, at laks i sygdomsramte områder skal slagtes, før de har nået den rigtige alder og størrelse.¹ Da der normalt er en produktionstid på 2-4 år, vil konsekvensen af de tvungne slagtninger være, at slagtningerne vil blive reduceret i det næste par år.

¹ De syge fisk slagtes, desinficeres og brændes. Dernæst skal havområderne, hvor der er konstateret ILA, ligge brak i 6 måneder, før ny lakseyngel må sættes ud.

OPDRÆT AF LAKS

Figur 5



Kilde: Vinnuhúsið og Kontali Analyse.

Produktionen af laks er kapitalintensiv, idet den lange produktionstid stiller krav om finansiering. Den lave pris på laks og sygdommen har bevirket, at det færøske opdrætserhvervs egenkapitalen omtrent er halveret på et år¹, og at det er svært at få tilført ny kapital til erhvervet. I 2003 er kun lidt under halvdelen af den normale mængde lakseyngel udsat i fjordene.² Pengeinstitutternes regnskaber for 1. halvår 2003 viser, at situationen i erhvervet er kritisk, så fremtiden for opdrætserhvervet er på nuværende tidspunkt usikker.

DEN FINANSIELLE SEKTOR

De fire færøske pengeinstitutter havde i 2002 et samlet resultat på 288 mio.kr., hvilket var 22 mio.kr. mindre end i 2001, jf. tabel 2. Omkostningerne er steget væsentlig mere (22 pct.) end indtægterne (6,5 pct.), og indtjeningen pr. omkostningskrone er faldet fra 2,16 i 2001 til 1,89 i 2002.

På indtægtssiden er pengeinstitutternes nettorenteindtægter i 2002 uændret i forhold til 2001. Det faldende renteniveau i 2002 har ført til betydelige kursgevinster på værdipapirer mv.

Den gode økonomiske situation i årene 1999 til 2001 medførte tilbageførsel af tidligere foretagne hensættelser. I 2002 var pengeinstitutternes tab og hensættelser 23,3 mio.kr., svarende til en tabs- og hensættelsesprocent på 0,3. På grund af problemerne i fiskeopdrættet har

¹ Føroya Bankis årsregnskab 2002.

² Vinnuhúsið.

PENGEINSTITUTTERNES RESULTATER

Tabel 2

Mio.kr.	1999	2000	2001	2002	1. halvår 2003
<i>Indtægter</i>					
Nettorenteindtægter	423,0	483,6	508,6	508,6	265,8
Nettogebyrindtægter	19,2	24,9	31,0	37,3	24,6
Kursregulering af værdipapirer mv.	-56,2	-1,9	19,0	44,7	15,5
Kursregulering af kapitalinteresser	0,2	-3,1	0,9	0,2	-2,2
Andre ordinære indtægter	13,0	23,0	16,6	22,6	20,0
<i>Omkostninger</i>					
Driftsomkostninger	260,3	266,6	272,2	301,9	151,0
Tab og hensættelser	-164,7	-154,0	-5,7	23,3	254,6
<i>Ordinært resultat</i>	303,7	413,8	309,6	288,1	-81,9

Kilde: Føroya Banki, Føroya Sparikassi, Suðuroyar Sparikassi, Norðoya Sparikassi og Finanstilsynet.

de to største pengeinstitutter i regnskaberne for 1. halvår 2003 kraftigt forøget hensættelserne til dette erhverv. Det indebar et underskud på den ordinære drift, men institutternes solvensprocent er stadig høj.

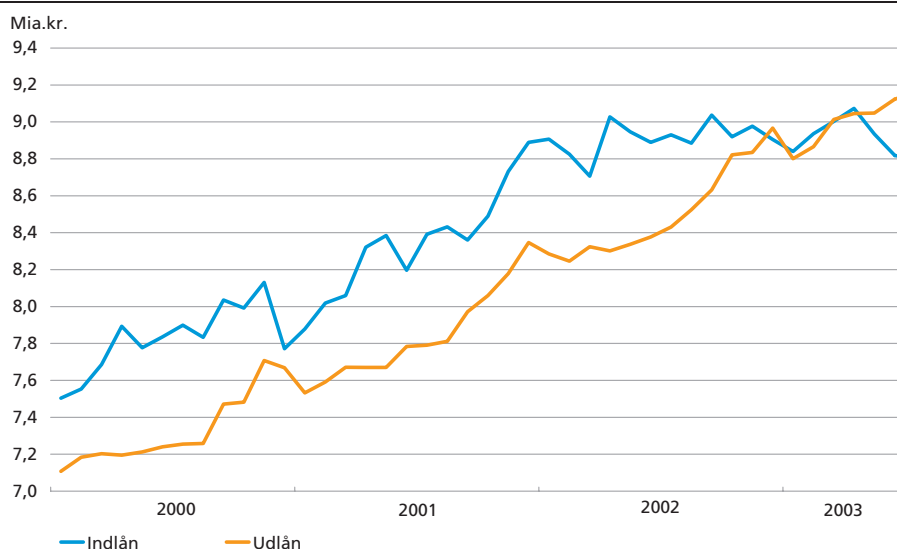
Pengeinstitutternes samlede udlån steg kraftigt gennem 2002, mens indlåne var forholdsvis stabile, jf. figur 6.

DE OFFENTLIGE FINANSER OG DEN OFFENTLIGE GÆLD

Den økonomiske fremgang siden 1995 og det lave renteniveau har forbedret de offentlige finanser. Landskassens overskud var i 2002 på 191

PENGEINSTITUTTERNES SAMLEDE IND- OG UDLÅN

Figur 6



Kilde: Færøernes Landsbank.

mio.kr. mod 697 mio.kr. i 2001 og 602 mio.kr. i 2000, jf. tabel 3. Det store fald i landskassens overskud i 2002 i forhold til 2001 skyldes især, at bloktilskuddet fra Danmark er reduceret med ca. 1/3 til 630 mio.kr. årligt.

Den offentlige sektors udgifter steg med 30 pct. fra 1998 til 2002, svarende til en gennemsnitlig årlig vækst på 7 pct., mens de årlige lønstigninger i den offentlige sektor har været på 4-5 pct.

Stigningen i den offentlige sektors udgifter fra 1998 til 2002 dækker over stigende driftsudgifter og anlægsinvesteringer samt faldende renteudgifter. På indtægtsiden er skatteindtægterne påvirket af skattelettelser, bl.a. i forbindelse med en skattereform i 1997 og ændret skatteskala i 2001 og 2002.

På finansloven for 2003 var der budgetteret med et overskud på 240 mio.kr. Der er efterfølgende vedtaget en skattelettelse på 123 mio.kr. over to år. Skattelettelsen fordeler sig på 52 mio.kr. i 2003 og 71 mio.kr. i 2004. Der var for 2003 budgetteret med en stigning i indtægterne fra skatter og afgifter på 5-6 pct., men i de syv første måneder af 2003 er disse indtægter ca. 1 pct. lavere end i samme periode sidste år. Faldet i indtægterne fra skatter og afgifter i de syv første måneder af 2003 afspejler den lavere vækst i økonomien, ligesom strejken i forsommeren har reduceret indtægterne.

Den offentlige gæld

Overskuddene på de offentlige finanser har gjort det muligt at forøge den offentlige sektors likviditet og afdrage væsentligt på den offentlige gæld. Landskassens bruttogæld er nedbragt fra 6,9 mia.kr. ultimo 1996

LANDSKASSENS INDTÆGTER OG UDGIFTER						Tabel 3
Mio.kr.	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Skatteindtægter	1.043	1.234	1.310	1.566	1.675	1.796
Told og afgifter.....	989	1.042	1.117	1.148	1.239	1.268
Andre indtægter	142	117	88	91	58	54
Bloktilskud.....	920	945	973	995	629	630
Samlede indtægter	3.094	3.338	3.488	3.800	3.602	3.747
Driftsudgifter	2.292	2.557	2.713	2.923	3.171	3.224
Anlægsinvesteringer.....	83	133	174	180	240	283
Renteudgifter.....	249	156	127	76	24	66
Samlede udgifter	2.624	2.690	2.887	3.103	3.411	3.507
Overskud	470	648	602	697	191	240

Anm.: Landskasseregnskaber 1998-2002 og Finanslov 2003.

Kilde: Rigsombudsmandens beretning 2003 og det færøske finansministerium.

til 5 mia.kr. ultimo 2002, og likviditeten udgjorde 2,4 mia.kr. ultimo 2002.

Den offentlige sektor har desuden betydelige aktiver. Heri indgår bl.a. den offentlige sektors andel i Finansieringsfonden af 1992 (især Føroya Banki) og andre offentlige virksomheder og fonde. Det diskuteres på Færøerne, om dele af disse virksomheder skal privatiseres.

UDENRIGSØKONOMI OG UDLANDSGÆLD

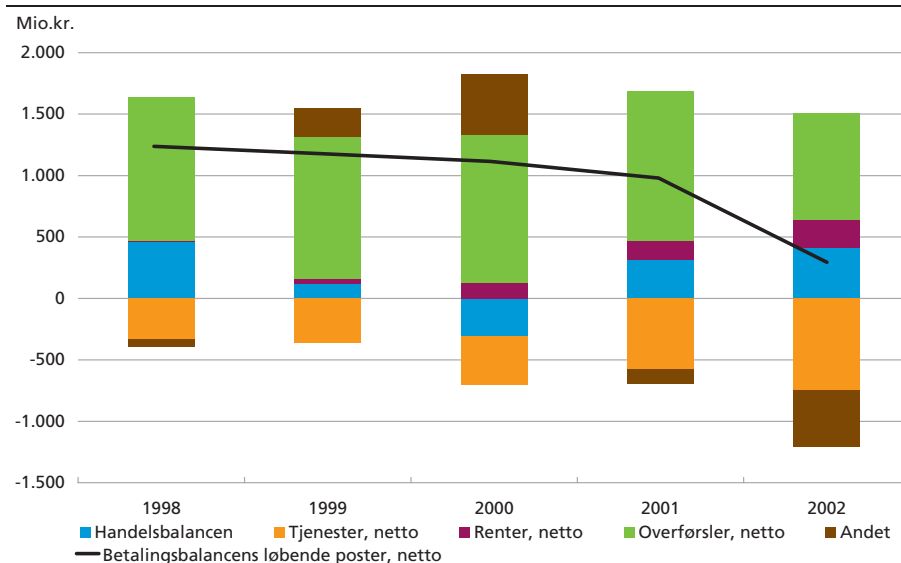
Færøernes handelsbalance viste i 2002 et overskud på 381 mio.kr. (ekskl. skibe) mod 284 mio.kr. i 2001. Stigningen dækker over et fald i eksporten på 120 mio.kr., som er blevet mere end opvejet af et fald i den samlede import på 216 mio.kr.

I de første fire måneder af 2003 var eksportværdien (ekskl. skibe) på 1.310 mio.kr. mod 1.386 mio.kr. i samme periode af 2002. Faldet skyldes ikke mindst, at eksportværdien af frosset/iset hel fisk (bortset fra laks og ørred) er faldet.

Der har siden 1993 været overskud på betalingsbalancens løbende poster. Betalingsbalancen er forringet betragteligt i 2002 i forhold til 2001, jf. figur 7. Faldet skyldes ikke mindst, at overførslerne fra den danske stat er reduceret med 366 mio.kr. i 2002.

BETALINGSBALANCEN

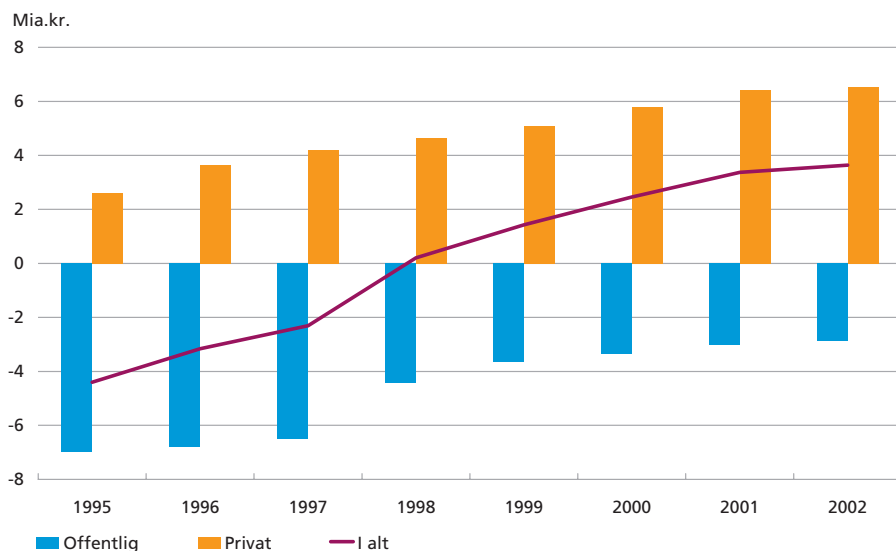
Figur 7



Kilde: Færøernes landsbank.

FÆRØERNES NETTOTILGODEHAVENDE OVER FOR UDLANDET

Figur 8



Kilde: Færøernes landsbank.

Færøernes nettotilgodehavende over for udlandet

Færøerne, der i starten af 1990'erne havde en stor nettogæld til udlandet på 8 mia.kr., har i 2002 vendt denne til et nettotilgodehavende på 3,6 mia.kr., jf. figur 8.

Det markante fald i nettogælden skyldes primært de store overskud på betalingsbalancen. Reduktionen i gælden skyldes dog også, at Færøerne fik nedskrevet sin gæld til den danske stat med 900 mio.kr. i forbindelse med en aftale mellem den danske regering og landsstyret i 1998.

Færøernes nettostilling over for udlandet dækker over store variationer mellem offentlig og privat netto-udlandsgæld, jf. figur 8. Ved udgangen af 2002 havde den private sektor et nettotilgodehavende i udlandet på 6,5 mia.kr., hvorimod den offentlige sektor havde en nettogæld på 2,9 mia.kr.

KONKLUSION

Efter en periode på 7-8 år med gode konjunkturer på Færøerne er der flere faktorer, der indikerer en afmatning i færøsk økonomi. Stigningen i lønudbetalingerne er aftaget i 2002, og i 1. halvår 2003 er stigningen aftaget yderligere. Eksporten og importen er reduceret. Fangstværdierne i fiskeriet, der især i 2001 og 2002 var meget høje, er faldet i starten af 2003. Fiskeopdrættet er økonomisk presset på grund af sygdom og

lave verdensmarkedspriser på laks, hvilket også påvirker pengeinstitutterne negativt.

Færøsk økonomi er imidlertid væsentlig bedre funderet i 2003 end i slutningen af 1980'erne efter højkonjunktoren gennem 1980'erne. De offentlige finanser er ganske solide, og den færøske nettoudlandsgæld er vendt til et betydeligt nettotilgodehavende i udlandet. Dernæst er fiskeriet i meget højere grad end tidligere i stand til at klare sig på markeds-mæssige vilkår. Derfor er den færøske økonomi også bedre rustet, hvis den skulle blive ramt af en lavkonjunktur.

Pressemeddelelser

DEN 6. JUNI: RENTENEDSÆTTELSE

Diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,50 pct. til 2,00 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,50 pct. til 2,15 pct. Rentenedsættelsen har virkning fra 6. juni 2003.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat den laveste budrente på sine primære markedsoperationer med 0,50 pct. til 2,00 pct.

DEN 12. JUNI: DE NORDISKE CENTRALBANKER HAR INDGÅET EN AFTALE OM HÅNDTERING AF FINANSIELLE KRISER

På et møde i Stykkishólmur på Island den 11. juni 2003 har nationalbankdirektørerne fra Danmark, Finland, Island, Norge og Sverige underskrevet en aftale (Memorandum of Understanding, MoU) om håndtering af finansielle kriser. MoUet vil finde anvendelse, hvis der skulle opstå alvorlige problemer i en bank, som har hjemsted i et af de nordiske lande og ligeledes er etableret i andre nordiske lande.

Bankproblemerne i visse nordiske lande i begyndelsen af 1990'erne viste tydeligt behovet for, at centralbankerne handler hurtigt i tilfælde af en bankkrise. I de seneste år har mange banker – herunder flere nordiske banker – etableret sig uden for hjemlandet. Det har nødvendiggjort, at centralbankerne i fællesskab analyserer, diskuterer og agerer i tilfælde af en finansiell krise.

MoUet vil finde anvendelse i tilfælde af en krise i enhver bank, som har hjemsted i et af de nordiske lande og ligeledes er etableret i mindst et andet nordisk land. MoUet omhandler kun samarbejdet mellem centralbankerne og påvirker ikke andre internationale aftaler såsom aftalen om krisehåndtering mellem centralbanker og nationale tilsynsmyndigheder inden for det europæiske system af centralbanker (ESCB). Det påpeges dog tydeligt i MoUet, at der vil være behov for løbende tæt samarbejde mellem centralbanker og tilsynsmyndigheder, ikke mindst i tilfælde af en krise.

Det er først og fremmest de praktiske spørgsmål, der behandles i det nordiske MoU. Det fastslås, at enhver centralbank kan indkalde til et møde i en krisehåndteringsgruppe bestående af repræsentanter fra alle centralbankerne. Det skitseres videre, hvilken centralbank der skal vare-

tage den ledende rolle, og hvilke kontakter centralbankerne bør tage til nationale tilsynsmyndigheder, ministerier, bankledelse og andre parter. Det er specificeret, hvilken information der skal indhentes og analyseres fra den berørte bank. Endelig er der retningslinjer for samordning mellem centralbankerne af information til udenforstående.

Enhver krisesituation vil være forskellig fra tidligere kriser. Der er derfor ikke i MoUet nogen anvisning på kriseløsning, men da det omhandler samarbejde mellem centralbanker, vil muligheden for likviditetsstøtte være omfattet.

DEN 20. JUNI: NATIONALBANKEN UDGIVER NY UDGAVE AF BOG OM PENGEPOLITIK

Nationalbanken udgiver i dag en ny udgave af bogen "Pengepolitik i Danmark". Førsteudgaven af bogen udkom i 1999.

Sigtet med bogen er at give interesserede mulighed for at få en samlet fremstilling af den danske tilgang til pengepolitikken og sammenhængen mellem pengepolitik i teori og praksis.

I kapitel 1 beskrives den danske fastkurspolitik over for euro og Nationalbankens fastsættelse af den korte rente. Kapitel 2 giver en oversigt over det danske penge- og valutamarked. I kapitel 3 ses dels på de faktorer, der har indflydelse på danske renter og valutakurser, dels på betydningen af rente- og valutakursbevægelser for den danske økonomi. Endelig præsenteres i kapitel 4 strategien for den danske pengepolitik set i forhold til andre lande.

Der udsendes en engelsk oversættelse af publikationen i efteråret 2003.

DEN 30. JUNI: NATIONALBANKENS KØB AF AKTIER I PBS ER GENNEMFØRT

Nationalbankens køb af 17,7 pct. af aktierne i PBS Holding A/S fra Danske Bank er nu gennemført. Nationalbanken aftalte at købe aktierne i december 2002, jf. pressemeddelelse herom 12. december 2002. Købet var betinget af en række forhold, herunder konkurrencemyndighedernes godkendelse. Disse betingelser er nu opfyldt, og købet er gennemført pr. 30. juni 2003.

DEN 21. AUGUST: NY BAGSIDE PÅ 20-KRONEN

Den 21. august 2003 udsender Nationalbanken 20-kronen med en ny bagside. Bagsiden viser fortsat det lille rigsvåben, også kaldet stats-

våbnet, der består af tre løver og ni hjerter under en krone. Løverne er i den nye udgave blevet mere markante. Kronen er gjort lettere og mere enkel, men indeholder stadig fine detaljer. Den hviler nu på fire egeblade. Egebladene forstærker forbindelsen mellem løverne og kronen.

Det er første gang, siden 20-kronen blev sat i cirkulation for 13 år siden, at den får en ny bagside. Portrættet af Dronning Margrethe på forsiden har i samme periode været ændret to gange.

Med den nye bagside er der skabt en stilmæssig sammenhæng mellem møntens for- og bagside. Billedhugger, professor Mogens Møller, der også har udformet portrættet af Dronning Margrethe, er kunstneren bag den nye bagside.

Mønterne med den nye bagside vil indgå i årets møntsæt fra Den Kgl. Mønt. Mønter med den hidtidige bagside kan stadig anvendes. Den nye bagside vil ligeledes blive anvendt på 10-kronerne fra 2004.

DEN 4. SEPTEMBER: MØNTSÆT 2003

Den Kgl. Mønts møntsæt for 2003 kan købes i pengeinstitutter og hos mønthandlere fra 1. oktober 2003, men kan allerede nu reserveres mange steder.

Mønterne i møntsættet har et tydeligere præg end de almindelige cirkulerende mønter, da de er præget med to slag. Almindelige mønter præges kun med et slag. Mønterne er pakket i specielle møntmapper beregnet til samlere.

I årets møntsæt indgår to temamønter, 20-kronerne med Århus rådhusårn og Børsens dragespir. 20-kronen med den nytegnede bagside er tillige med i årets møntsæt, som også indeholder 1-kronen samt 50- og 25-øren. Møntsæt 2003 produceres i et oplag på ca. 35.000 stk.

Vejledende udsalgspris: 170,00 kr.

Et eventuelt restoplag vil blive solgt i Danmarks Nationalbank, Hovedkassen, Havnegade 5, 1093 København K fra 1. oktober 2003, ekspeditionstid mandag-fredag kl. 10-13. Såfremt møntsættet ønskes tilsendt, bedes beløbet – 170,00 kr. plus forsendelsesomkostninger 50,00 kr., i alt 220,00 kr. – indsat på konto nr. 1005 0006353-9 med angivelse af navn og fuldstændig adresse.

DEN 8. SEPTEMBER: DANSKE KRONER OPTAGES I CLS

Danske kroner optages den 8. september 2003 i det internationale valutaafviklingssystem, CLS Bank International ("CLS Bank"). CLS Bank afvik-

ler dermed valutahandler i 11 forskellige valutaer: Amerikanske, canadiske og australske dollar, euro, britiske pund, schweizerfranc, japanske yen og nu også danske, norske og svenske kroner samt Singapore dollar.

CLS Bank er etableret som et privat bankaktieselskab af de største kommercielle valutahandlere i verden med det formål at mindske risikoen ved valutahandler. I CLS sker afviklingen af valutahandler ved, at begge parter i en handel indberetter deres handelsinstruktioner til CLS Bank, som matcher instruktionerne, hvorefter de to sider af handlen afvikles samtidigt via parternes konti hos CLS Bank. Afviklingen opfylder det såkaldte betaling-mod-betaling princip og eliminerer den kreditrisiko, der traditionelt opstår mellem handlens parter, når valutahandler afvikles via de sædvanlige kanaler for internationale betalinger.

Nationalbankdirektør Torben Nielsen udtaler: "Med optagelsen af danske kroner i CLS kan afviklingsrisikoen for valutahandler i danske kroner mindskes betydeligt. Valutaafviklingsrisiko er den sidste væsentlige afviklingsrisiko i betalingsinfrastrukturen. Vi håber derfor, at brugen af CLS systemet vil blive udbredt."

CLS er beskrevet på www.nationalbanken.dk under Opgaver/Betalingsformidling.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerens påvirkning af penge- og realkreditinstitutternes 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 5. september 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	
				Ultimo				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 6. dec . .	2,75	2,95	2,75	2002 aug.....	3,45	4,91	6,25	224,34
2003 7. mar ..	2,50	2,70	2,50	2003 mar	2,63	4,32	5,42	186,65
23. maj....	2,50	2,65	2,50	apr 2,60	4,37	5,46	205,63	
6. jun. ...	2,00	2,15	2,00	maj..... 2,30	3,89	5,23	207,63	
				jun..... 2,11	4,03	5,29	214,9	
				jul..... 2,12	4,27	5,47	214,52	
5. sep . . .	2,00	2,15	2,00	aug..... 2,14	4,39	5,56	242,16	

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 aug.....	194,1	45,4	71,5	123,7	2,5	58,5	67,7
2003 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
maj.....	228,7	46,7	93,2	156,6	8,4	86,8	78,1
jun.....	233,8	47,3	94,3	138,3	14,6	71,1	81,7
jul.....	232,1	47,2	82,5	170,1	12,8	91,1	91,8
aug.....	230,0	46,5	90,7	163,1	4,6	86,0	81,6

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
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 aug.....	-14,1	-3,9	-10,2	12,1	0,0	0,3	2,2	67,7
2003 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
maj.....	30,6	9,5	21,1	13,3	-0,3	-1,3	32,7	78,1
jun.....	7,0	11,6	-4,5	8,6	-0,3	-0,1	3,6	81,7
jul.....	16,8	7,0	9,8	0,3	0,0	0,0	10,0	91,8
aug.....	-11,8	-1,4	-10,4	0,1	0,1	0,1	-10,1	81,6

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE
SAMT PENGEMÆNGDEN

Tabel 4

	Balancesum	heraf:					
		Indenlandske udlån			Beholdning af inden-landske gælds-instrumenter	Uden-landske aktiver, netto ¹	Penge-mængden (M3)
		I alt	heraf:				
			Hushold-ninger	Ikke-finansielle selskaber			
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	3.201,5	2.024,5	1.249,3	578,3	142,8	-63,9	604,7
2002 jul	3.075,5	1.970,0	1.207,2	574,5	154,8	-79,2	588,9
2003 feb	3.311,9	2.044,9	1.261,0	587,2	154,0	-47,0	670,9
mar.....	3.353,1	2.072,2	1.280,0	597,1	171,3	-32,7	647,0
apr	3.355,5	2.079,4	1.279,9	598,8	175,4	-56,6	702,4
maj.....	3.461,8	2.076,0	1.287,8	593,9	156,9	-30,3	713,8
jun	3.482,1	2.107,4	1.301,8	604,8	161,6	-34,0	688,4
jul	3.398,8	2.095,3	1.303,5	592,8	159,8	-56,6	714,1
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	9,2	5,1	6,8	0,9	7,3	...	10,7
2002 jul	5,4	6,7	9,5	5,0	13,2	...	3,9
2003 feb	9,1	5,6	7,8	1,5	7,5	...	21,1
mar.....	8,6	6,0	8,4	2,2	27,0	...	18,5
apr	9,3	6,1	8,1	2,4	21,9	...	20,7
maj.....	12,4	5,7	8,1	2,8	10,6	...	24,3
jun	10,5	6,4	8,3	3,7	8,3	...	21,9
jul	10,5	6,4	8,0	3,2	3,3	...	21,3

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

PENGESTITUTTERNES UDLÅN

Tabel 5

Ultimo	Fra pengeinstitutter i Danmark				Fra danskejede pengeinstitutter i udlandet				Samlet udlån
	Til danske residen-ter, i alt	heraf:		Til udlæn-dinge	I alt	heraf:			
		Hushold-ninger	Ikke-finansielle selskaber			Til danske residen-ter	Til udlæn-dinge		
Mia.kr.									
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	599,2	253,5	231,3	124,5	298,3	32,6	265,7	1.022,0	
2002 jul	588,4	250,5	228,4	130,4	...	...	...	...	
2003 feb	640,4	244,3	279,4	152,0	...	...	...	...	
mar.....	655,4	253,1	288,3	142,3	279,4	31,1	248,3	1.077,0	
apr	655,9	248,3	288,4	140,8	...	...	...	...	
maj.....	639,6	245,6	282,4	138,9	...	...	...	...	
jun	663,3	254,6	291,1	140,9	293,0	31,4	261,6	1.097,2	
jul	642,3	249,4	278,1	120,4	...	...	...	...	
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	0,1	1,1	10,5	3,5	-5,8	4,8	3,4	
2002 jul	4,8	4,9	6,3	10,0	...	...	...	...	
2003 feb	9,5	-0,5	20,8	17,9	...	...	...	...	
mar.....	9,8	0,6	22,4	-1,6	-8,9	-4,6	-7,1	2,8	
apr	10,0	0,0	21,5	6,3	...	...	...	...	
maj.....	8,1	-0,3	22,3	-1,6	...	...	...	...	
jun	9,3	0,6	22,5	8,0	-1,0	0,6	1,5	6,2	
jul	9,2	-0,5	21,8	-7,7	...	...	...	...	

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 jul	1.384,3	1.239,7	949,2	324,4	79,4	1.292,2
2003 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
apr	1.513,7	1.329,0	1.023,8	410,7	87,0	1.439,6
maj.....	1.562,9	1.343,0	1.034,5	416,3	87,5	1.488,0
jun	1.631,4	1.350,4	1.039,8	426,1	88,9	1.532,8
jul	1.572,0	1.359,1	1.046,8	434,2	88,8	1.484,1
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 jul	9,4	8,8	10,8	116,6	176,7	9,9
2003 feb	14,1	9,0	10,1	42,4	27,3	17,5
mar.....	17,1	9,3	10,5	42,2	21,7	20,9
apr	11,3	9,2	10,3	40,6	16,9	15,6
maj.....	13,5	9,4	10,4	38,2	14,4	17,2
jun	16,3	9,7	10,4	38,0	13,7	18,5
jul	13,6	9,6	10,3	33,8	11,8	14,9

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	19,0	-0,1	-23,8	265,0	-202,5	-21,3	-38,1	-43,0
2001	40,7	-0,2	-42,6	92,5	-107,9	-17,7	29,4	27,5
2002	37,6	0,8	30,6	43,9	-35,7	8,5	-23,3	45,4
aug 01 - jul 02	34,8	-0,3	25,3	69,8	-56,6	-17,4	-0,4	59,4
aug 02 - jul 03	...	0,6	12,3	17,0	-15,8	11,4	...	50,5
2002 jul	1,3	0,0	3,8	9,7	-1,6	4,8	-0,8	4,3
2003 feb.....	4,5	-0,2	-8,5	-0,8	-6,3	8,0	5,8	1,7
mar.....	1,7	0,0	9,7	-1,7	3,6	10,3	-10,2	1,2
apr.....	1,2	0,1	8,9	3,6	-0,2	-13,9	-9,6	0,3
maj.....	6,7	0,0	12,2	0,7	-1,4	-9,3	11,3	30,2
jun.....	6,6	0,0	-0,5	0,2	2,4	7,7	-1,0	5,1
jul.....	...	0,0	-8,1	-2,0	0,1	-12,9	...	-1,6

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		
Mia.kr.								
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	1.365,2	653,9	358,7	268,9	2,8	1.284,2	613,3	532,3
2002 2. kvt	345,8	163,4	89,8	69,6	4,4	327,3	154,3	135,8
3. kvt	337,6	160,4	90,6	64,4	-0,2	315,3	154,3	132,0
4. kvt	354,8	170,4	92,2	70,7	-2,9	330,4	157,8	133,4
2003 1. kvt	336,9	164,9	89,6	63,2	1,3	318,9	152,0	134,0
2. kvt	350,0	167,4	92,6	64,2	0,2	324,4	155,3	129,7
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	2,1	1,9	2,1	0,3	...	1,2	5,8	4,2
2002 2. kvt	3,4	1,7	3,1	-0,9	...	1,7	8,9	5,5
3. kvt	1,6	2,2	1,1	2,0	...	1,0	6,8	6,1
4. kvt	1,5	2,4	2,2	-0,9	...	0,7	4,7	3,3
2003 1. kvt	1,5	0,9	2,6	0,2	...	1,7	3,9	4,6
2. kvt	-0,8	0,5	0,2	-7,5	...	-1,7	0,1	-2,0
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
2002 2. kvt	1,4	-0,2	1,6	-0,3	...	0,9	1,7	2,2
3. kvt	-0,5	0,6	-0,2	-0,1	...	-0,2	-0,4	0,0
4. kvt	0,0	0,4	0,9	0,2	...	-0,5	-0,5	-1,4
2003 1. kvt	0,4	-0,4	0,2	-1,3	...	1,1	1,5	2,7
2. kvt	-0,5	0,3	-0,2	-5,0	...	-1,7	0,7	-2,0

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	54,1	21,7	75,8	-32,1	-24,8	19,0
2001	62,0	24,0	85,9	-24,9	-20,3	40,7
2002	63,9	15,7	79,7	-22,0	-20,1	37,6
jul 01 - jun 02	63,0	16,8	79,8	-22,2	-21,3	36,3
jul 02 - jun 03	70,2	19,2	89,4	-26,6	-21,9	41,0
2002 jun	6,1	0,6	6,7	-0,6	-2,4	3,7
2003 jan	3,5	-0,2	3,3	-2,3	1,8	2,7
feb	6,2	0,4	6,6	-0,5	-1,6	4,5
mar	5,8	2,3	8,1	-3,5	-3,0	1,7
apr	5,7	1,3	7,0	-3,6	-2,2	1,2
maj	6,9	1,9	8,7	-0,1	-1,9	6,7
jun	8,0	1,9	9,9	-1,2	-2,1	6,6

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE

Tabel 10

	Forbrugerpris- indeks		Netto- pris- indeks	Energi	Import	Indenlandske priser									
						I alt	Føde- varer	Husleje	Offent- lige ydelser	IMI					
	Vægte														
	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					
2. kv.	2,2	2,3	2,4	-0,4	0,8	2,9	1,7	2,7	8,6	2,7					

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	1.197,73	80,58	96,9	101,8
2002	743,04	788,12	1.182,10	81,12	97,7	103,5
2002 aug.....	742,70	759,62	1.167,21	80,31	98,2	103,9
2003 mar.....	742,74	687,47	1.088,25	80,50	100,6	107,3
apr.....	742,56	684,89	1.077,96	81,12	100,8	107,5
maj.....	742,46	642,66	1.042,06	81,11	101,9	108,6
jun.....	742,50	637,23	1.058,78	81,44	102,2	109,0
jul.....	743,32	653,70	1.061,33	80,92	101,8	108,0
aug.....	743,22	667,44	1.063,03	80,45	101,5	...

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

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 12

	Arbejds- løshed Pct. af arbejds- styrken	Mængdeindeks for omsætningen inden for		Tvangs- auktioner	Konkurser	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	96.116	0	-3	-11
2002	5,2	103	103,7	3.041	2.469	111.615	1	-4	-14
Sæsonkorrigeret									
2002 aug.....	5,1	102	103,9	272	219	9.574	-1	-6	-17
2003 mar.....	5,8	102	106,4	244	198	7.246	-2	-7	-22
apr.....	5,8	103	104,8	282	208	7.166	-3	-11	-24
maj.....	6,0	104	104,5	238	207	7.465	0	-14	-22
jun.....	6,2	103	106,5	210	163	7.750	0	-13	-19
jul.....	6,0	103	...	259	216	8.168	0	-14	-17
aug.....	...	...	...	...	...	...	2	-8	-13

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 13

	Beskæftigelse		Lønindeks i fremstillingsvirksomhed Februar 1996=100	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger 1980=100	Ejendomspriser (enfamiliehuse) I pct. af ejendomsværdi 1995
	I alt	Privat			
	1.000 personer				
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	2.740	1.901	128,5	103,5	168,0
Sæsonkorrigeret					
2002 2. kvt.....	2.749	1.909	127,7	102,7	168,4
3. kvt.....	2.733	1.894	128,9	104,1	169,3
4. kvt.....	2.729	1.892	130,7	104,8	169,3
2003 1. kvt.....	2.713	1.874	132,2	106,7	169,0
2. kvt.....	2.704	1.867	132,8	...	...
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	-0,4	-1,0	4,0	2,1	3,1
2002 2. kvt.....	0,1	-0,5	3,7	2,1	4,0
3. kvt.....	-0,8	-1,5	3,8	2,3	3,4
4. kvt.....	-0,9	-1,4	4,3	2,4	4,2
2003 1. kvt.....	-1,3	-1,7	4,4	4,5	2,4
2. kvt.....	-1,6	-2,2	4,0	...	...

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.