



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
2. kvartal

2004

D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 0 4



Det lille billede på forsiden viser et udsnit af det lille rigsvåben, der i 2003 er nytegnet til bagsiden af 20-kronen.

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K

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

E-mail: info@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

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

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2004 planlægges offentliggjort 14. september 2004.

Tryk: SCHULTZ GRAFISK A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling.....	1
EUs udvidelse 2004	21
Jens Thomsen, nationalbankdirektør	
Langt de fleste af de 10 nye EU-lande træder ind i EU-samarbejdet med et betydeligt lavere nationalt velstandsniveau end de gamle EU-lande. Artiklen opsummerer en række makroøkonomiske karakteristika for de nye lande og ser på udsigten til, at de kan "indhente" resten af EU. Desuden behandles perspektiverne for yderligere udvidelser af EU.	
Møntunioner og udenrigshandel.....	33
Anders Mølgaard Pedersen, Økonomisk Afdeling	
Nyere undersøgelser viser, at lande med fælles valuta handler mere sammen end lande med separate valutaer. De foreløbige erfaringer fra euroområdet har da også været, at eurolandene har øget deres indbyrdes handel. Af andre undersøgelser fremgår det, at øget udenrigshandel er forbundet med højere økonomisk vækst.	
Mål og midler i pengepolitikken	49
Peter Storgaard, Økonomisk Afdeling	
Artiklen diskuterer nogle af de teoretiske overvejelser om penge- og valutapolitik i små, åbne økonomier. Det grundlæggende resultat er, at da pengepolitikken kun har et instrument til rådighed, kan pengepolitikken kun opfylde et mål. Desuden gives en kort præsentation af penge- og valutapolitikken i de nye EU-lande og af nogle af de særlige forhold, der er af betydning for den pengepolitiske strategi forud for euromedlemskab.	
Stabilitets- og vækstpagten – status 2004	65
Jens Anton Kjærgaard Larsen og Thomas Haugaard Jensen, Internationalt Kontor	
Flere EU-lande overskred i 2003 traktatens grænse for budgetunderskud på 3 pct. af BNP. Stabilitets- og vækstpagtens procedure vedrørende uforholdsmæssigt store underskud blev i 2003 sat i bero for Tyskland og Frankrig. Artiklen opsummerer forløbet omkring denne procedure og gennemgår de seneste stabilitets- og konvergensprogrammer. Desuden beskrives en række fremlagte forslag til ændring af pagten.	

Aktiviteten i det danske pengemarked	85
Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling og Henrik Arnt, Betalingsformidlingskontoret	
I artiklen foretages en strukturel analyse af de pengepolitiske modparterers indbyrdes omsætning med usikrede dag-til-dag pengemarkedslån. Der er i udpræget grad tale om et "engrosmarked", hvor primært de største institutter deltager. Gruppen af mellemstore institutter står dog for 7-13 pct. af omsætningen og har en ikke ubetydelig indbyrdes handel.	
Likviditet og gennemsigthed i det danske statsobligationsmarked	97
Jens Verner Andersen, Kapitalmarkeds Afdelingen og Per Plougmand Bærtelsen, Handelsafdelingen	
På baggrund af de første erfaringer efter introduktion af elektronisk handel og market making på statspapirmarkedet i efteråret 2003 analyseres implikationerne for markedets funktion. Statspapirmarkedet er blevet mere gennemsigtigt, og der er løbende adgang til at se handlebare priser.	
Realkredit i USA og Danmark	111
Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Artiklen belyser det amerikanske realkreditsystem set i lyset af det danske system. Det amerikanske realkreditsystem har en række ligheder med det danske, men der er også store forskelle på systemernes opbygning og funktion. Betydningen af dette ses bl.a. i perioder med stor konverteringsaktivitet.	
Indeksobligationer i porteføljebeslutninger	123
Bo William Hansen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Artiklen gennemgår indeksobligationer fra en investeringssynsvinkel, dvs. hvordan kan afkast/risiko ses, og hvordan styres indeksobligationer. Når der investeres i indeksobligationer, skal der beregnes nye mål til vurdering og styring af porteføljen. Hvis man står med en nominel portefølje, kan introduktion af indeksobligationer give en diversifikationsgevinst.	
Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde 29. april 2004	131
Pressemeddelelser	137
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra februar til medio maj 2004

INTERNATIONALE FINANSIELLE FORHOLD

Siden februar er det blevet tydeligere, at det internationale økonomiske opsving er ved at bide sig fast. Det påvirkede kapitalmarkederne, som især fokuserede på beskæftigelsesudviklingen i USA. En skuffende amerikansk arbejdsmarkedsrapport i begyndelsen af marts førte til fald i de lange amerikanske og europæiske obligationsrenter, jf. figur 1, men udviklingen vendte senere til betydelige rentestigninger, især i USA, da amerikanske statistikker viste stigende beskæftigelse og inflation.

Råvarepriserne stiger fortsat. Andre råvarer end olie begyndte at stige i midten af 2003 som reaktion på forbedrede internationale konjunkturudsigter, og IMFs råvareprisindeks var i maj på det højeste niveau siden 1997. Prisen på olie steg fra maj 2003 bl.a. som følge af voksende olieefterspørgsel i hele verden, især Kina, og kom medio maj tæt på 40 dollar pr. tønde Brent, den højeste pris siden 2000, jf. figur 2. Den høje oliepris

OFFENTLIGGØRELSE AF AMERIKANSK ARBEJDSMARKEDSRAPPORT OG
RENTEN PÅ 10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONER

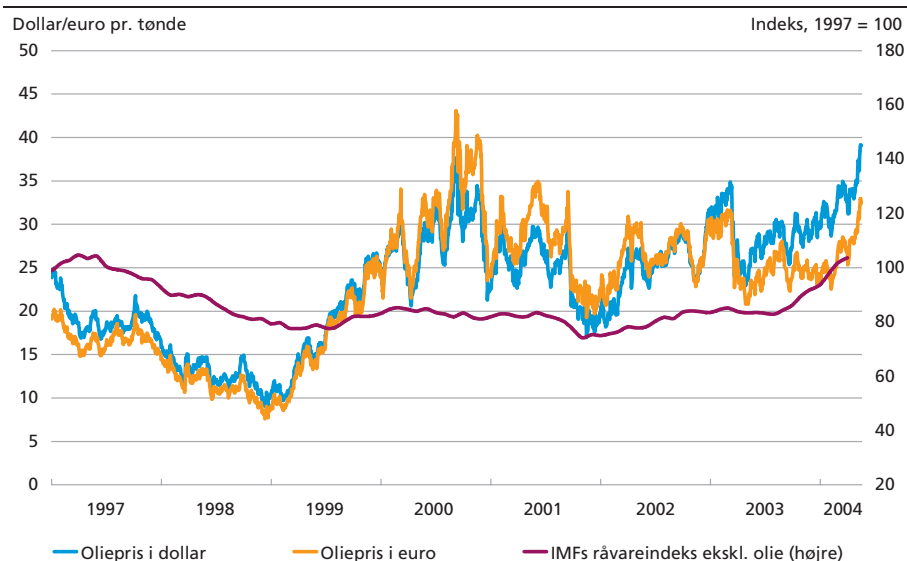
Figur 1



Anm.: Lodrette streger angiver dato for offentliggørelse af arbejdsmarkedsrapport.
Kilde: EcoWin.

RÅVAREPRISER

Figur 2

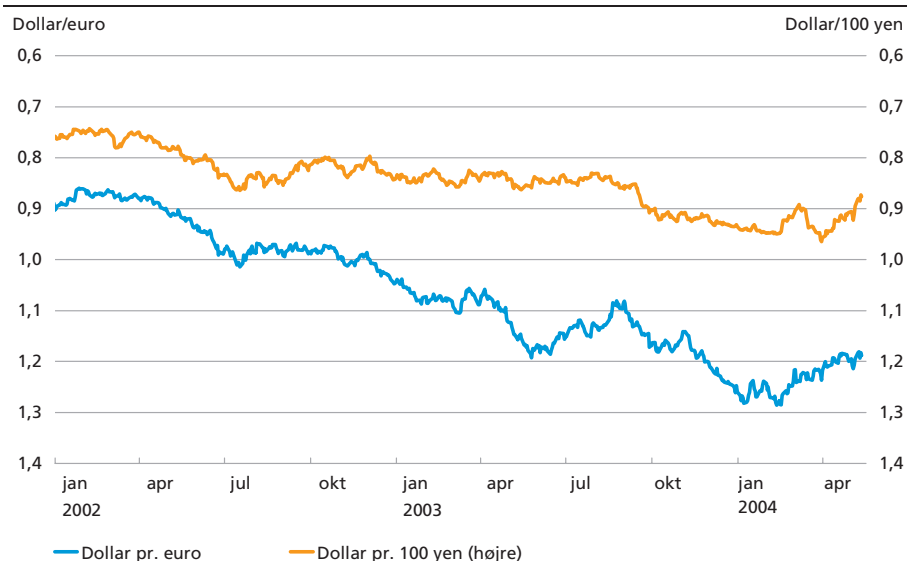


Kilde: EcoWin.

blev understøttet af beskedne olielagre i USA, fortsat opbygning af USAs strategiske oliereserve samt et forsøg på at begrænse udbuddet af olie via nedsættelse af OPECs produktionsmålsætning. Yderligere stigninger i råvarepriserne kan lægge en dæmper på det økonomiske opsving.

DOLLAR I FORHOLD TIL EURO OG YEN

Figur 3



Anm.: Stigning er appreciering af dollar.

Kilde: EcoWin.

Kommunikeet i forbindelse med G7-mødet i Boca Raton i USA i februar nævnte, at valutauro og store bevægelser i valutakurser skader den økonomiske vækst. Efter mødet ophørte deprecieringen af dollar over for euro og yen. Kursen var da godt 1,29 dollar pr. euro og 0,95 dollar pr. 100 yen, svarende til 105 yen pr. dollar. Herefter apprecierede dollar over for begge valutaer frem til midten af maj, i april dog afbrudt af et midlertidigt fald over for yen, jf. figur 3. Den japanske centralbank har ikke inter文neret i valutamarkedet med henblik på at forhindre en styrkelse af yen siden midten af marts.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

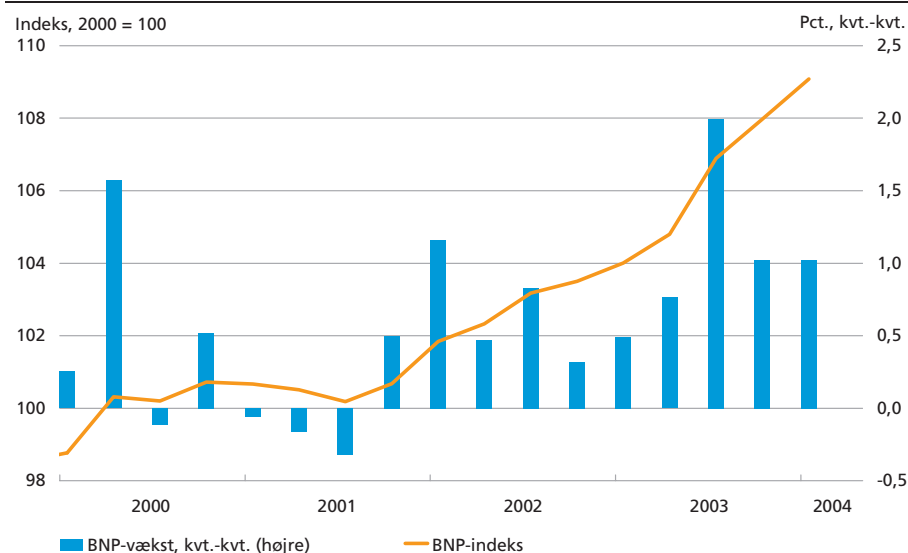
USA

USA havde med en vækst på 3,1 pct. den højeste stigning i produktionen i 2003 blandt de større industrilande, og opsvinget i den amerikanske økonomi fortsatte ind i 2004. BNP i faste priser steg i 1. kvartal med 1,0 pct. i forhold til 4. kvartal 2003, jf. figur 4. I de to seneste kvartaler er væksten i høj grad blevet drevet af det private forbrug og de faste investeringer, men stigende eksport har også bidraget væsentligt.

Situationen på arbejdsmarkedet kan blive afgørende for udviklingen i forbruget. Beskæftigelsen har skuffet i en lang periode, siden opsvinget begyndte, men martstallene overraskede positivt med en stigning på

BNP i USA

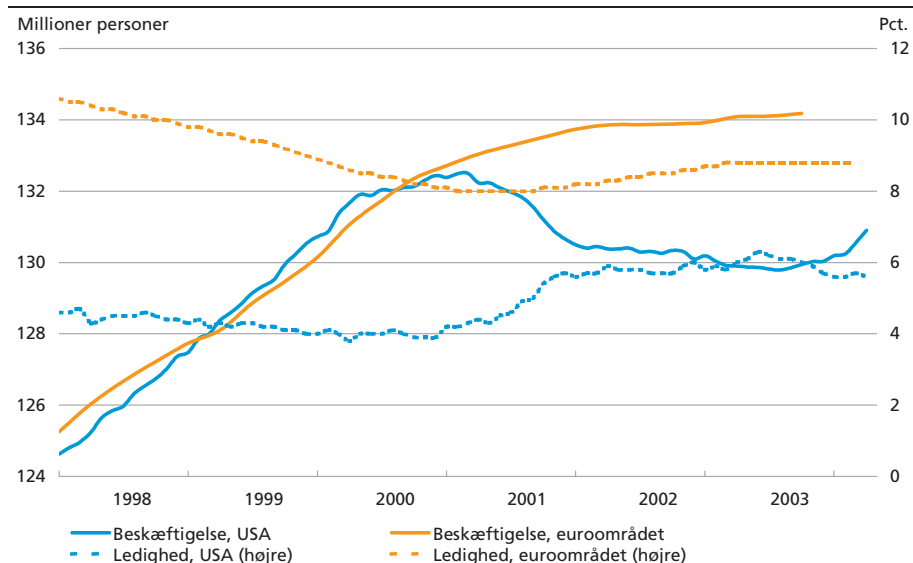
Figur 4



Kilde: EcoWin.

BESKÆFTIGELSE OG ARBEJDSLØSHED I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 5



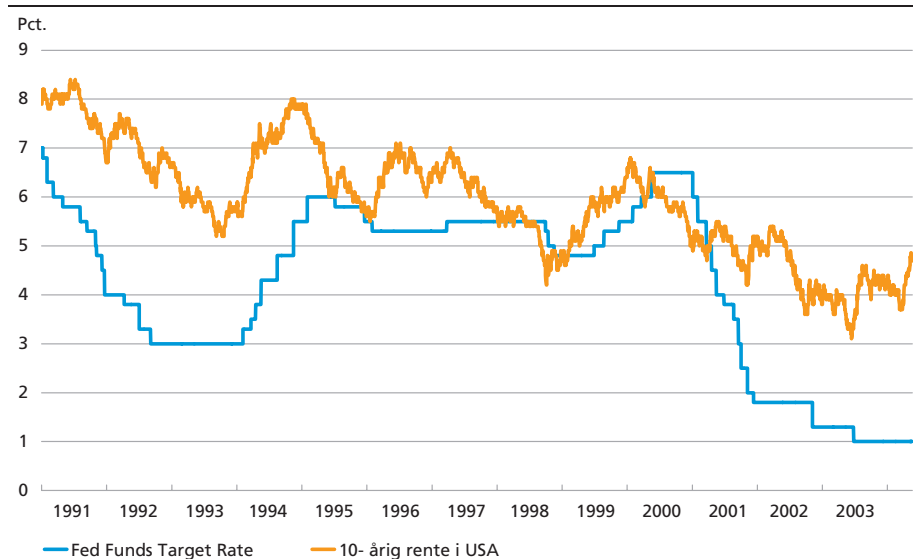
Anm.: Beskæftigelsen i USA er ekskl. landbrug ("non-farm payroll"), sæsonkorrigeret, opgjort månedsvis af Bureau of Labor Statistics. Beskæftigelsen i euroområdet er ECBs kvartalsvise, sæsonkorrigerede opgørelse. Arbejdsløsheden er opgjort månedsvis af henholdsvis Bureau of Labor Statistics og Eurostat.

Kilde: EcoWin.

mere end 300.000 personer, og i april steg beskæftigelsen yderligere med godt 290.000 personer, jf. figur 5. Stigende indkomster og mere positive beskæftigelsesforventninger kan bidrage til at holde det private forbrug oppe.

PENGEPOLITISK RENTE OG LANG RENTE I USA 1991-2004

Figur 6



Kilde: EcoWin.

TAGER KINESERNE JOBS FRA AMERIKANERNE?

Boks 1

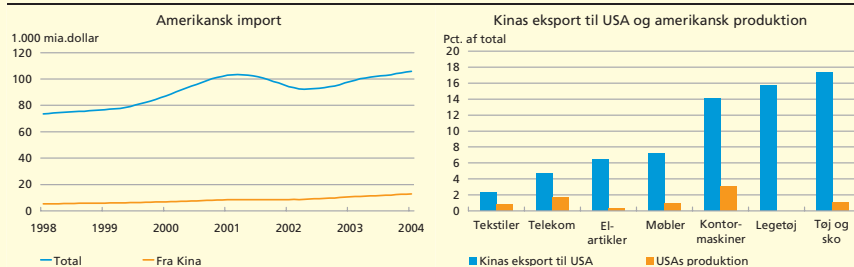
Omkring en fjerdedel af det samlede underskud på USAs handelsbalance udgøres af et underskud på handlen med Kina, og 18 pct. af den samlede forværring af USAs handelsbalance siden 1998 skyldes et voksende handelsunderskud med Kina. Det har givet anledning til debat om, hvorvidt den faldende beskæftigelse i USAs fremstillingssektor skyldes, at kineserne overtager amerikanske jobs.

Den amerikanske import fra Kina er steget betragteligt i de senere år og relativ ubrudt til forskel fra udviklingen i USAs samlede import, jf. figur 7 (venstre). I starten af 2000 udgjorde importen fra Kina 7 pct. af den samlede import, mens andelen i 2003 var steget til 13 pct.

De varer, som USA importerer fra Kina, produceres stort set ikke længere i USA. Det drejer sig først og fremmest om tøj og sko, legetøj samt kontormaskiner, som kun fylder en beskednen del i den amerikanske produktion, jf. figur 7 (højre). Dette peger på, at den øgede import fra Kina snarere har fortrængt import fra andre lande, fx andre udviklingslande i Asien, end amerikansk produktion.

PRODUKTION OG IMPORT I USA

Figur 7



Anm.: 12-måneders glidende gennemsnit (venstre figur). Kinesiske eksportdata er for de første fem måneder af 2003, mens de amerikanske produktionstal er for 2002 (højre figur).

Kilde: EcoWin og UBS.

Det amerikanske underskud på betalingsbalancens løbende poster steg yderligere til 4,9 pct. af BNP i 2003 mod 4,6 pct. i 2002. En del af betalingsbalanceunderskuddet skyldes et handelsunderskud med Kina, som især har udviklet sig, siden Kina blev medlem af WTO i december 2001. Der er imidlertid ikke tegn på, at den faldende beskæftigelse i USAs fremstillingssektor skyldes flytning af produktion til Kina, jf. boks 1.

Inflationen i USA er fortsat lav, men i begyndelsen af 2004 kom der tegn på, at inflationen er på vej op. Kerneinflationen, dvs. prisstigningerne ekskl. energi og fødevarer, steg fra et lavpunkt på 1,1 pct. år-til-år i slutningen af sidste år til 1,8 pct. i april. Hermed er de seneste to års tendens til aftagende inflation brudt. Det samlede forbrugerprisindeks steg i april med 2,3 pct. år-til-år.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har ikke ændret sin rente, Fed funds target rate, siden nedsættelsen i juni 2003. Målt ved forskellen på den lange rente og den pengepolitiske rente har pengepolitikken i stigende grad været ekspansiv, jf. figur 6. Udtalelsen fra Fede-

I pressemeddelelsen efter FOMCs møde den 16. marts hed det bl.a.: "The probability of an unwelcome fall in inflation has diminished in recent months and now appears almost equal to that of a rise in inflation. With inflation quite low and resource use slack, the Committee believes that it can be patient in removing its policy accommodation."

I pressemeddelelsen efter FOMCs møde den 4. maj hed det bl.a.: "...the risks to the goal of price stability have moved into balance. At this juncture, with inflation low and resource use slack, the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured."

ral Reserves pengepolitiske komite, FOMC, efter dens møde i maj forbedrede markederne på, at pengepolitikken gradvist vil blive strammet, jf. boks 2, og udviklingen i pengemarkedsrenterne tyder på, at markederne forventer, at Federal Reserve vil sætte renten op i løbet af sommeren.

Japan og øvrige Asien

Udviklingen i den japanske produktion og efterspørgsel vendte i begyndelsen af 2002, og i 2003 steg BNP med 2,7 pct. i forhold til året før. Det var den højeste vækst siden 2000. Væksten var drevet af eksport og investeringer, men mod slutningen af 2003 steg også det private forbrug. Opsvinget fortsatte ind i 2004. I 1. kvartal 2004 lå BNP 1,4 pct. højere end kvartalet før.

Den japanske eksport i faste priser steg med 10 pct. i 2003, og halvdel af denne stigning skyldtes eksport til Kina. I 2003 steg eksporten i faste priser med 41 pct. til Kina og 14 pct. til EU, mens den faldt med 6 pct. til USA.

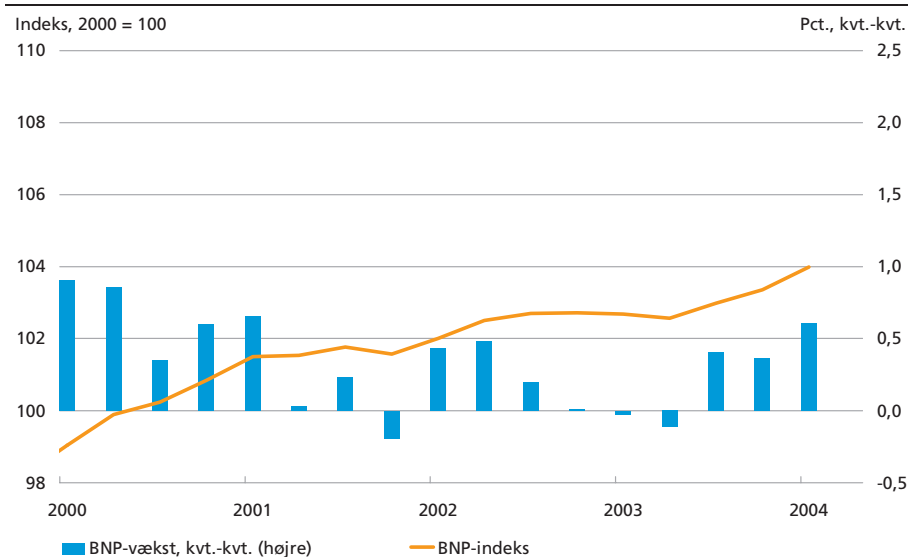
Asien ekskl. Japan stod i 2003 for 25 pct. af verdens BNP målt i købekraftspariteter svarende til 10 pct. målt i løbende valutakurser, og havde 19 pct. af den samlede verdenshandel med varer og tjenester¹.

Stigningen i produktion og efterspørgsel i Kina, Indien og det øvrige Asien ekskl. Japan var i 2003 den højeste siden krisen i 1996-97. Væksten blev i de fleste af landene drevet af både indenlandsk efterspørgsel og eksport og understøttet af en lempelig makroøkonomisk politik samt af lavere effektive valutakurser. I Kina steg BNP med 9 pct. i 2003 og næsten 10 pct. år-til-år i 1. kvartal 2004. Der var tegn på overophedning i form af overinvesteringer i nogle sektorer, flaskehalse i andre samt generelt stigende inflation, dog fra et lavt niveau. I Indien steg BNP med 7 pct. i 2003.

¹ IMF, *World Economic Outlook*, April 2004.

BNP I EUROOMRÅDET

Figur 8



Kilde: EcoWin.

Euroområdet

Fra midten af 2003 kom der klarere tegn på opsving i euroområdet. BNP steg i både 3. og 4. kvartal, men trods bedringen i 2. halvår voksede BNP kun med 0,4 pct. for hele året. Mens det især var eksporten, der bidrog til væksten i 3. kvartal, var det i 4. kvartal den indenlandske efterspørgsel, dog ikke det private forbrug, der var stort set uændret. En bedring i detailsalg og forbrugertillid i begyndelsen af 2004 tolkes i retning af, at privatforbruget er på vej op, hvilket er en forudsætning for et stærkere og mere varigt opsving i euroområdet. I henhold til en foreløbig opgørelse steg BNP i 1. kvartal 2004 med 0,6 pct. i forhold til kvartalet før, hvilket er den højeste vækst i flere år, jf. figur 8.

For hele 2003 var eksporten mod forventning stort set uændret, hvilket kan skyldes euroens styrkelse over for dollar. De økonomiske prognoser for euroområdet har i de seneste tre år været for optimistiske. En analyse af OECDs prognoser for 2001-03 viser, at årsagen dels er, at den forventede eksport blev overvurderet, dels at udviklingen i investeringerne blev vurderet for optimistisk, jf. boks 3.

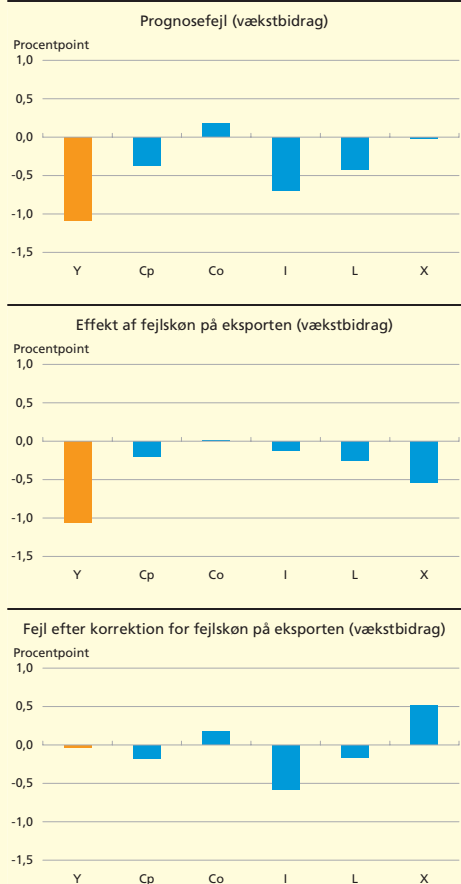
Under de seneste tre års afmatning har beskæftigelsen i euroområdet været relativ flad, og arbejdsløsheden er steget ca. 0,5 procentpoint. Til sammenligning har USA tabt 2,5 millioner arbejdspladser, hvoraf den halve million er genvundet siden begyndelsen af 2004, og arbejdsløsheden er steget 2 procentpoint, jf. figur 5. Den flade beskæftigelsesudvikling i euroområdet kan være et tegn på, at bl.a. lovgivning og arbejds-

I de seneste tre år har prognoserne for euroområdet gennemgående været for optimistiske og har løbende måtte nedjusteres. Det gælder også OECDs prognoser, som har ligget tæt på udviklingen i konsensusmålerne for BNP-væksten i 2001-03. OECDs prognoser foreligger i detaljeret form og giver derfor mulighed for at vurdere, hvad det er, der er gået galt. Ud fra forsyningsbalancen kan BNP-fejlen opdeles i bidrag fra fejlskøn på de enkelte efterspørgselskomponenter.

Der tages udgangspunkt i OECDs efterårsprognose afsluttet november året før. Af figur 9

OECDs PROGNOSE FOR
EUROOMRÅDET 2001-03

Figur 9



Anm.: Data er årlige gennemsnit. Fejl er faktisk minus forventet i procentpoint. Blå søjler angiver fejl i vækstbidrag fra efterspørgselskomponenter. Y=BNP, Cp=privat forbrug, Co=offentligt forbrug, I=faste investeringer, L=lagerinvesteringer, X=nettoeksport.

Kilde: OECD, Economic Outlook, diverse numre og egne beregninger.

figur 9 (øverst) fremgår, at BNP er skønnet i gennemsnit over 1 procentpoint for optimistisk i 2001-03. Det ses, at det er vækstbidraget fra den private indenlandske efterspørgsel, især investeringerne, som er udeblevet. Nettoeksporten har derimod stort set været som ventet.

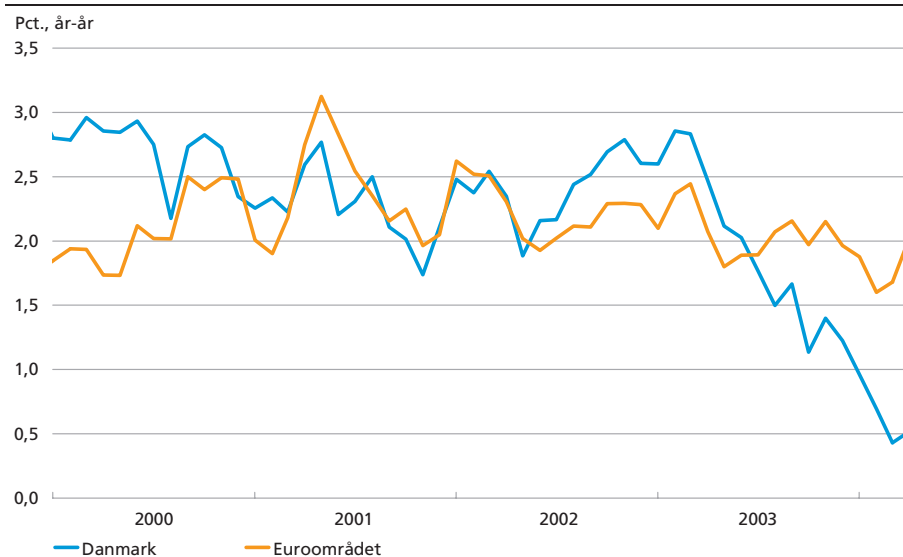
Lavere-end-forventet investeringer giver lavere import og dermed bedre nettoeksport. At nettoeksporten har været som forventet, mens investeringerne og importen har været lavere, dækker derfor over, at eksporten har skuffet. Effekten på BNP, import og indenlandsk efterspørgsel af en lavere eksport (svarende til forskellen mellem OECDs prognose for eksporten og den faktiske eksportudvikling), alt andet lige, er beregnet ved hjælp af den makroøkonometriske model NiGEM og vist i figur 9 (midt). Det ses, at lavere-end-forventet eksport udover lavere BNP-vækst også medfører lavere privatforbrug og investeringer.

Trækkes denne effekt fra prognosefejlen fremkommer den fejl, der ikke kan tilskrives eksportfejlen, jf. figur 9 (nederst). Det fremgår, at den skuffende eksport fuldt ud forklarer BNP-fejlen. Efter korrektion for eksportfejlen udestår dog også en overvurdering af især de faste investeringer, men effekten på BNP af denne fejl er blevet modvirket af, at importen har

været lavere end forventet, og nettoeksporten blev dermed skønnet for høj.

INFLATION I EUROOMRÅDET OG DANMARK

Figur 10



Anm.: Der er brugt det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP.

Kilde: EcoWin.

markedsstrukturer indebærer, at beskæftigelsen ikke reagerer som i fx USA. Virksomhederne har holdt på arbejdskraften, selv om produktionen er stagneret. Beskæftigelseseffekten af et opsving kan tilsvarende vise sig at blive beskeden.

I begyndelsen af 2004 steg arbejdsløsheden i Tyskland, mens den forblev nogenlunde uændret i de øvrige store eurolande. Det svage arbejdsmarked betyder, at udsigterne til vækst i den indenlandske efterspørgsel kun er moderat positive.

Kredsen af eurolande, der overskrider EU-traktatens grænse for offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP, udvides i følge Europa-Kommissionens forårsprognose til for 2004 at omfatte Frankrig, Grækenland, Holland, Italien, Portugal og Tyskland. En afgørelse fra EF-domstolen vedrørende proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud i Tyskland og Frankrig i 2002 ventes medio 2004¹.

Inflationen i euroområdet målt med årsvæksten i HICP steg i april til 2,0 pct., jf. figur 10. Kerneinflationen var 1,9 pct. år-til-år, og har ligget stabilt omkring dette niveau siden midten af 2003. ECBs målsætning for inflationen er prisstigninger under, men tæt på 2,0 pct. ECB har ikke ændret sin pengepolitiske rentesats siden nedsættelsen i juni 2003, og pengemarkedsrenterne tyder ikke på, at markedsdeltagerne venter ændringer i pengepolitikken i de kommende måneder.

¹ Jf. artiklen om Stabilitets- og vækstpakten – status 2004, side 65ff.

UK

I Storbritannien overraskede økonomien positivt mod slutningen af 2003 med pæn vækst i alle efterspørgselskomponenter, også eksporten. I henhold til en foreløbig opgørelse steg BNP i 1. kvartal 2004 med 0,6 pct. i forhold til kvartalet før.

Fra midten af april deprecierede sterling over for euro, men var i midten af maj alligevel godt 3,5 pct. højere end ved årets begyndelse. Over for dollar deprecierede sterling allerede fra midten af februar og var i midten af maj vendt tilbage til niveauet ved årets begyndelse, mens den effektive valutakurs lå godt 3 pct. højere.

Ifølge det britiske finansministerium overskred UK EU-traktatens grænse for offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP i finansåret 2003-04.

Boligprisinflationen er fortsat høj og steg i april til 21 pct. sammenlignet med året før målt med Halifax-indekset. Bank of England hævede den 6. maj renten med 0,25 pct. til 4,25 pct. under henvisning til, at der var et stigende pres på økonomien og dermed øget risiko for højere fremtidig inflation. Inflationen, målt med HICP, har det seneste år været i underkanten af 1,5 pct. år-til-år og faldt i april til 1,2 pct. Målet er 2 pct.

Det britiske finansministerium skulle i april have givet en opdateret vurdering af, om UK opfylder den britiske regerings fem krav for medlemskab af euroen, men det blev besluttet at udskyde vurderingen til næste år.

Sverige

Væksten i Sveriges BNP blev 1,7 pct. i 2003. Stigningen i produktion og efterspørgsel blev øget mod slutningen af året drevet af især det private forbrug. For hele 2003 var der også pæne stigninger i eksporten, som steg i mængder med godt 6 pct. i gennemsnit.

Forbrugerprisindekset UND1X ekskl. energi steg i marts og april med henholdsvis 0,8 og 0,9 pct. år-til-år mod 1,1 pct. i januar. Sveriges Riksbank nedsatte sin reporente den 7. april med 0,5 pct. til 2,0 pct., fordi der ellers var udsigt til, at inflationen om to år ville blive lavere end målet på 2 pct.

Norge

Væksten i BNP i fastlands-Norge blev 0,7 pct. i 2003. Mod slutningen af året steg væksten i både det private forbrug og eksporten af traditionelle varer ekskl. olie.

Forbrugerpriserne var faldende, dvs. inflationen var negativ i begyndelsen af 2004. I marts blev faldet dog reduceret, og i april var priserne 0,4 pct. højere end året før. Kerneinflationen, hvor man ser bort fra

energi og indirekte skatter, var 0,2 pct. i april. Norges Bank nedsatte foliorenten 12. marts med 0,25 pct. til 1,75 pct. for at undgå, at inflationen om to år bliver lavere end målet på 2,5 pct.

De nye EU-lande

Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn blev den 1. maj medlemmer af EU. Økonomierne i de 10 lande er præget af pæne stigninger i produktion og efterspørgsel trods konjunkturafmatningen i EU. De nye EU-landes BNP-vækst var under ét 3,6 pct. i 2003, primært trukket af et opsving i den største af økonomierne, Polen.

Opsvinget er i næsten alle landene ledsaget af stigende betalingsbalanceunderskud, i flere tilfælde fra et allerede højt niveau. Denne udvikling afspejler dels stærk indenlandsk efterspørgsel, især høje investeringer, i de nye EU-lande, dels svag efterspørgsel på landenes eksportmarkeder, primært i det "gamle" EU, hvor landene dog fortsætter med at vinde markedsandele.

De fleste af landene har i de senere år været igennem en periode med ekspansiv finanspolitik og stigende budgetunderskud, men er nu i gang med at forsøge at vende udviklingen. Inflationen er enten lav eller fallende i de fleste af landene. I Ungarn var inflationen dog stigende frem til februar, men aftog herefter lidt, senest til 6,9 pct. år-til-år i april.

Efter de 10 landes optagelse i EU må der i den kommende tid ventes anmodninger om optagelse i EUs valutakurssamarbejde ERM2¹.

DANSKE FINANSIELLE FORHOLD

Kronen blev styrket marginalt over for euro i løbet af marts og april, og kursen var midt i maj 7,44 kroner pr. euro, lidt stærkere end centralkursen på 7,46038 kroner pr. euro. Nationalbanken solgte i januar og februar valuta for 16,8 mia.kr. med henblik på at dæmpe udsvingene i kronekursen. I marts og april købte Nationalbanken valuta for 1,8 mia.kr.

Bevægelserne i kronekursen og Nationalbankens interventioner kan især henføres til danskeres og udlændinges køb af værdipapirer. Svækkelsen af kronekursen i de første måneder af 2004 skal ses i lyset af danske investorers, især pensionsselskabers, betydelige nettokøb af udenlandske værdipapirer. I de første måneder af 2004 var der desuden et udenlandsk nettosalg af danske kroneobligationer, som siden vendte til et nettokøb.

¹ Jf. artiklen om EUs udvidelse 2004, side 21ff.

Nationalbanken har ikke ændret sine rentesatser siden juni sidste år, hvor udlånsrenten blev sat ned til 2,15 pct., 0,15 procentpoint over ECBs minimumsbudrente. Foliorenten og diskontoen er 2,0 pct. Spændet mellem Danmark og euroområdet på pengemarkedet uanset løbetid var midt i maj 10-15 basispoints, dvs. tæt på forskellen mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet.

De danske obligationsrenter har i hele perioden været 17-19 basispoint højere end i Tyskland målt ved renten på 10-årige statsobligationer.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger er siden slutningen af 2001 steget med en årlig vækstrate på ca. 8 pct., jf. figur 11. Det er noget stærkere end væksten i forbruget, så likviditeten er øget. Pengemængdevæksten, målt ved M2, har i de seneste måneder været omkring 8-9 pct. Husholdningernes gode likviditet og stigende disponible indkomst gør det umiddelbart muligt at finansiere et øget privatforbrug i den kommende tid.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til erhverv herunder udlån til ikke-finansielle selskaber, der står for hovedparten af erhvervsinvesteringerne, steg i marts med mere end 5 pct. år-til-år efter at være vokset med 2-4 pct. siden slutningen af 2002.

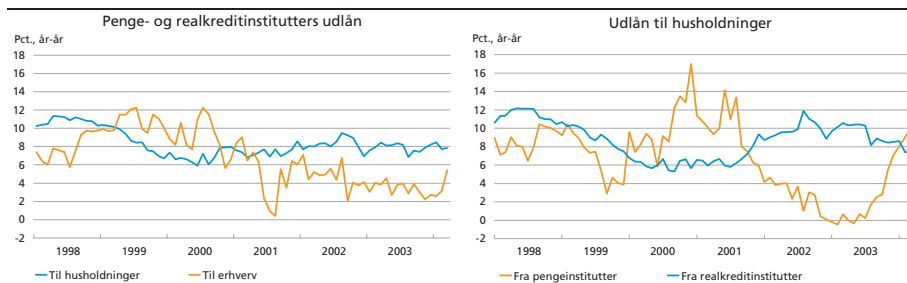
Væksten i realkreditinstitutternes udlån til husholdninger har i en år-række ligget over væksten i pengeinstitutternes udlån til husholdninger, men i de seneste måneder har pengeinstitutternes udlånsvækst til husholdninger været højere end realkreditinstitutternes, jf. højre del af figur 11. Det er bl.a. en følge af nye udlånsprodukter.

Ved udgangen af 1. kvartal 2004 udgjorde privatpersoners afdragsfri lån i realkreditinstitutter 86 mia.kr. svarende til ca. 10 pct. af deres samlede realkreditlån. Hovedparten af de afdragsfri lån er optaget som rentetilpasningslån.

ECB gik den 9. marts 2004 over til udlån med 7 dages løbetid ved de primære ugentlige likviditetstildelinger. Forkortelsen af løbetiden på de

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERS UDLÅN

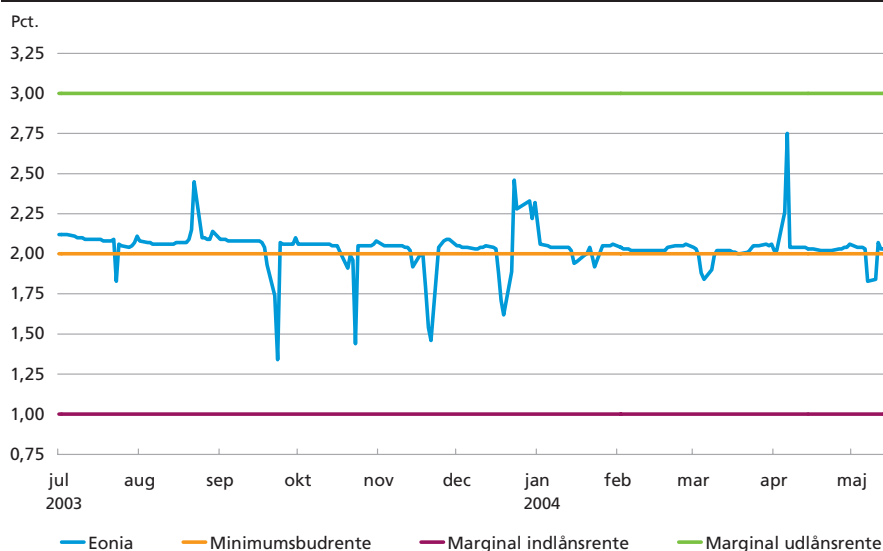
Figur 11



Anm.: Inkl. udlån fra pengeinstitutters udenlandske filialer.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

ECBs RENTESATSER OG DAG-TIL-DAG RENTEN I EUROOMRÅDET

Figur 12



Kilde: EcoWin.

pengepolitiske udlån forløb gnidningsfrit, og dag-til-dag renten i euroområdet (Eonia) lå også efter ændringen tæt på minimumsbudrenten, jf. figur 12. I starten af april var Eonia kortvarigt noget højere end minimumsbudrenten i forbindelse med udløbet af reservekravsperioden, men sådanne udsving er normale¹. Udsvingene begrænses dog af rentekorridoren, der udgøres af ECBs marginale indlåns- og udlånsfaciliteter. Ændringen i ECBs udlånsinstrumenter har ikke givet anledning til ændring i de danske instrumenter, jf. omtalen i Nationalbankens Beretning og Regnskab 2003, side 32.

DANSK ØKONOMI

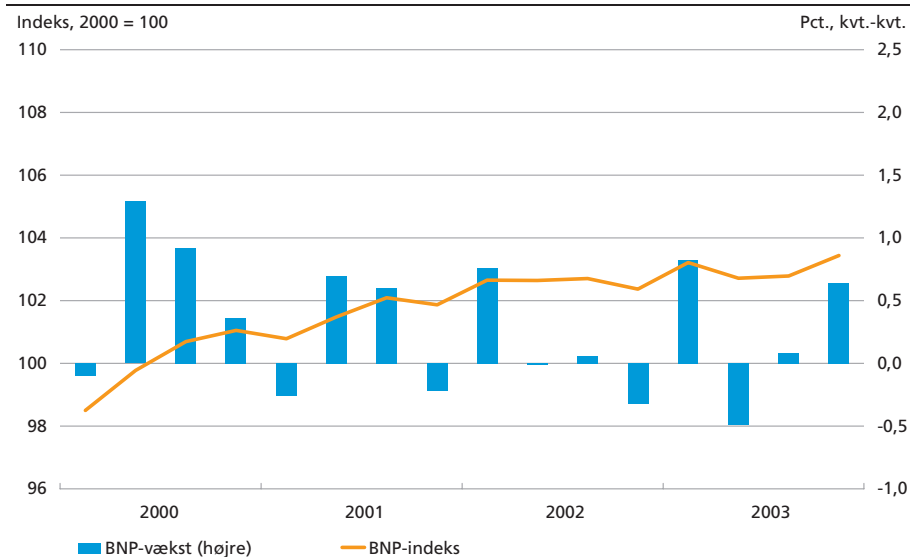
De reviderede nationalregnskabstal for Danmark viste en stigning i BNP på 0,4 pct. i 2003. BNP faldt i 2. kvartal, men steg i 3. og især 4. kvartal, jf. figur 13. Aktiviteten blev trukket af den indenlandske efterspørgsel, hvor det private forbrug accelererede mod slutningen af året til en stigning i 4. kvartal på 1,9 pct. i forhold til kvartalet før efter mindre stigninger i både 2. og 3. kvartal.

Eksporten af varer og tjenester i faste priser var stort set uændret i 2003. Stigningen i importen tog til i 4. kvartal 2003, hvor den steg med 2,6 pct. kvartal-til-kvartal. Udenrigshandelsstatistikken viser, at især im-

¹ Eonias afvigelse fra minimumsbudrenten i slutningen af reservekravsperioderne skyldes, at dag-til-dag renten efter den sidste ugentlige likviditetstildeling i en reservekravsperiode varierer i takt med likviditetsforholdene på pengemarkedet.

BNP I DANMARK

Figur 13



Kilde: EcoWin.

porten til erhverv har været tydeligt stigende siden foråret 2003, og denne udvikling er fortsat ind i 2004. Importen til forbrug ekskl. biler har ligget fladt gennem det meste af 2003, men begyndte at stige mod slutningen af året, og denne tendens er fortsat ind i 2004.

Indtrykket af et igangværende opsving understøttes af udviklingen i arbejdsløsheden, som i marts var 5.400 personer lavere end ved udgangen af 2003 efter sæsonkorrektur. Det skyldes delvis øget aktivering af ledige, men formentlig også stigende beskæftigelse.

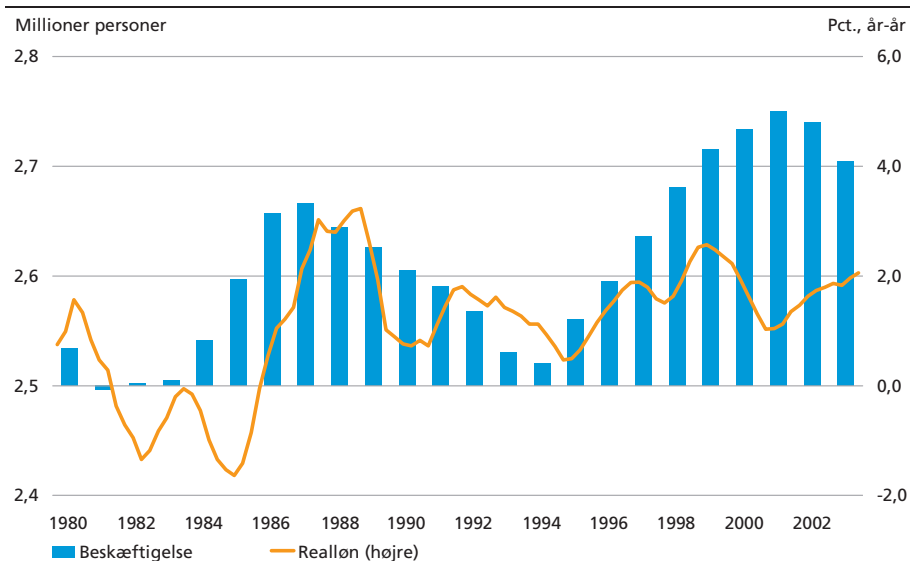
Opsvinget i dansk økonomi kom senere end ventet ligesom i eurolandene. Det skyldes en langsom udvikling i både privat forbrug og eksport. Eksporten blev negativt påvirket af svag efterspørgsel i euroområdet, men også af styrkelsen af den effektive kronekurs og af danske lønstigninger, som i en årrække har ligget mere end 1 pct. højere end hos vore handelspartnere.

Der er indgået nye overenskomster for en 3-årig periode på størstedelen af det private arbejdsmarked. Det kan ikke vurderes med sikkerhed, hvorledes lønomkostningerne vil udvikle sig, da det hovedsageligt afhænger af de lokale lønforhandlinger på de enkelte arbejdspladser. Vurderet ud fra de overenskomster, hvor lønsatserne også er aftalt, normallønsområdet, vil lønstigningerne blive lavere end i de senere år, nok i intervallet 3-3,5 pct. om året.

Siden midten af 1980'erne er reallønnen steget med ca. 1,5 pct. i gennemsnit om året næsten uafhængigt af beskæftigelsessituationen, jf.

BESKÆFTIGELSE OG REALLØNSSTIGNING I DANMARK 1980-2003

Figur 14



Anm.: For realløn er brugt kvartalsdata, 8 måneders glidende gennemsnit.

Kilde: EcoWin.

figur 14. Stigende realløn giver virksomhederne incitament til at substituere fra arbejdskraft til kapital, og effekten på beskæftigelsen vil typisk komme med en tidsmæssig forsinkelse. Den ventede mere afdæmpede lønudvikling vil kunne bidrage til en højere beskæftigelse i de kommende år.

Regeringen fremlagde 16. marts en række foranstaltninger, der skal sikre flere i beskæftigelse, den såkaldte forårspakke. De væsentligste elementer i regeringens udspil var en suspendering af den særlige pensionsopsparing i 2004 og 2005, fremrykning af indkomstskattelettelser fra 2005-07 til indeværende år, fremrykning af offentlige investeringer samt initiativer til aktivering af ledige. Ved at suspendere den særlige pensionsopsparing mindskes den private opsparing umiddelbart, og husholdningernes disponible rådighedsbeløb efter pensionsopsparing øges. Samtidig øges skattegrundlaget, hvilket delvist finansierer de øvrige elementer i forårspakken. Effekten af pakken på det offentlige budget ventes derfor at være beskeden, mens aktivitetsvirkningen vil afhænge af, hvor meget af den øgede disponible indkomst, der forbruges. Nationalbankens kommentarer til forårspakken fremgår af boks 4 og af nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde 29. april, gengivet på side 131ff.

En delegation fra IMF var i marts på besøg i Danmark i forbindelse med de regelmæssige konsultationer. I sine afsluttende bemærkninger understregede delegationen bl.a., at aktivistisk, konjunkturmodløbende

På pressemødet 17. marts i forbindelse med offentliggørelse af Nationalbankens Beretning og Regnskab 2003 anførte nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersen:

"Som det fremgår af Årsberetningen finder vi i Nationalbanken ikke, at der er noget påtrængende behov for at gribe ind i den økonomiske udvikling. Finanspolitikken er i forvejen lettere ekspansiv, renten er historisk lav, og de fleste deler den vurdering, at et opsving så småt er på vej.

På trods af, at ledigheden både i international sammenligning og i et historisk dansk perspektiv fortsat er lav, så er den dog stigende.

Derfor er det en udbredt politisk opfattelse, at der er behov for en yderligere finanspolitisk lempelse.

Danmarks økonomiske situation er robust med overskud på de offentlige finanser, et betydeligt betalingsbalanceoverskud, en stabil kronekurs og en lav inflation. Derfor må vi anerkende, at der i dag er et økonomisk råderum, så det er forsvarligt at lempe finanspolitikken.

Regeringens plan kan vise sig at være for ekspansiv – det kan man ikke vurdere på nuværende tidspunkt. Men netop i dette lys er det vigtigt, at der er tale om en kombination af midlertidige indgreb og en fremrykning af allerede besluttede lempelser. Det er afgørende, at man fastholder den mellemfristede målsætning om at øge arbejdsudbuddet, at begrænse stigningen i de offentlige udgifter og nedbringe den offentlige gæld."

politik kun bør gennemføres undtagelsesvist for at undgå at skabe forventning om finjustering og kortfristede indgreb, som kan svække effektiviteten af den mellemfristede ramme for finanspolitikken. Delegationen udtrykte i øvrigt tilfredshed med den mellemfristede orientering af den økonomiske politik i Danmark¹.

Prisudviklingen

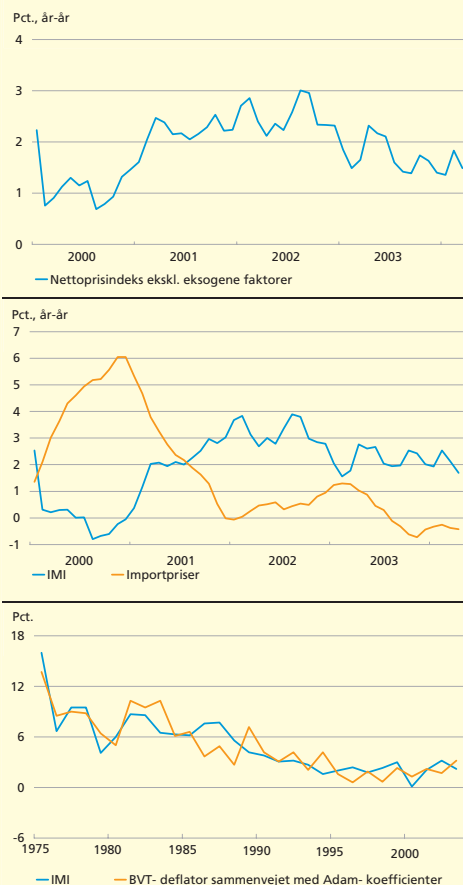
Siden midten af 2003 har inflationen målt ved den årlige stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks HICP været lavere i Danmark end i euroområdet. Frem til marts havde inflationen en faldende tendens, men i april kom der en stigning i inflationen til 0,5 pct. år-til-år, 1,5 procentpoint under inflationen i euroområdet, jf. figur 10.

Kerneinflationen i Danmark målt med forbrugerprisindekset ekskl. energi, fødevarer, tobak og alkohol har siden midten af 2003 været aftagende, men er fortsat højere end i euroområdet. Indekset påvirkes af importpriser og afgifter og er derfor ikke nødvendigvis et godt udtryk for det indenlandsk bestemte prispres. Et andet begreb herfor er den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI. En definition af IMI findes i boks 5. IMI afspejler danske forbrugerpriser rensat for afgifter, såkaldt eksogene faktorer samt importpriser. I de seneste måneder har

¹ Konklusionerne kan findes på Nationalbankens hjemmeside: www.nationalbanken.dk.

Udgangspunktet for bestemmelse af den indenlandsk markedsbestemte inflation i Danmark er nettoprisindekset, dvs. forbrugerprisindekset korrigeret for afgifter og subsidier. Ved at fjerne komponenter, der ikke udelukkende bestemmes af forhold på det indenlandske marked, fx fødevarer og energi, fra nettoprisindekset findes et udtryk for den danske kerneinflation: nettoprisindekset ekskl. eksogene faktorer. Udviklingen i dette indeks fremgår af figur 15 (øverst).

NETTOPRISINDEKS, IMPORTPRISER, BVT-DEFALTOR SAMT IMI Figur 15



Kilde: EcoWin, Danmarks Statistik og egne beregninger.

IMI-indekset afspejler danske forbrugerpriser renset for bl.a. afgifter, eksogene faktorer samt importpriser, dvs. indekset minder begrebsmæssigt om nationalregnskabs deflator for bruttoværditilvækst, BVT, jf. samvariationen mellem IMI og BVT-deflatorerne for de erhverv, der leverer til privat forbrug, jf. figur 15 (nederst).

Nettoprisindekset fratrasket eksogene faktorer som fødevarer og energi påvirkes af ændringer i importpriserne, der kan være relativ tungtvejende for prisudviklingen i en lille åben økonomi som den danske. For at få et udtryk for den underliggende inflation, som "vi selv" er skyld i, udregnes et indeks for den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI. Det sker ved at trække importprisernes indflydelse ud af nettoprisindekset ekskl. eksogene faktorer ved hjælp af input/output-koefficienter. Det herved fremkomne residual beskriver den indenlandsk markedsbestemte priser. Udviklingen i IMI fremgår af figur 15 (midt), hvor det er sammenholdt med udviklingen i importpriserne.

Udsving i importpriserne kombineret med træghed i nettopriserne betyder, at IMI er mere volatil end nettoprisindekset. Udsving i importpriserne påvirker umiddelbart IMI i modsat retning, fordi virkshederne på kort sigt mindsker deres avancer. Først efter nogle måneder slår importpriserne tydeligt igenem på de indenlandske priser.

IMI ligger relativt stabilt med stigninger i overkanten af 2 pct. år-til-år, men faldt i april til 1,5 pct. Aktuelt er der således ikke noget væsentligt prispres af indenlandsk oprindelse i økonomien.

UDVIKLING AF DET FÆLLESEUROPÆISKE BETALINGSSYSTEM - TARGET 2

Arbejdet med et nyt fælleseuropæisk betalingssystem er på vej ind i den fase, hvor funktionaliteten bliver nærmere fastlagt og besluttet. På et møde den 1. april 2004 med den europæiske banksektor blev den foreslåede funktionalitet i det nye system, som centralbankerne i Frankrig, Italien og Tyskland har tilbudt at udvikle, således diskuteret. Som opfølgning på dette møde blev bankerne anmodet om at komme med eventuelle kommentarer og ønsker til ny eller anden funktionalitet inden den 31. maj 2004.

Baggrund

Det nuværende Target trådte i kraft 1. januar 1999, og blev etableret for at gøre det hurtigt og sikkert at gennemføre grænseoverskridende betalinger i euro mellem medlemslandene i EU, herunder for at formidle ECBs pengepolitiske transaktioner. Systemet er primært beregnet til overførsel af store betalinger, men anvendes også i vid udstrækning til detailbetalinger. I stedet for at opbygge et nyt centralt system valgte man af tidsmæssige årsager en fuld decentral løsning, der bestod i at sammenkoble de eksisterende nationale realtids bruttoafviklingssystemer, RTGS-systemer, via et såkaldt interlinking modul. Kendetegnet ved et RTGS-system er, at betalinger afvikles enkeltvis og øjeblikkeligt.

Lige siden Target gik i luften har forskellige modeller for en ny generation af systemet været diskuteret. Det viste sig imidlertid svært at opnå enighed om en konkret model, idet centralbankerne så meget forskelligt på i hvor høj grad det fremtidige Target skulle centraliseres.

På et møde i oktober 2002 traf ECBs Styrelsesråd en strategisk beslutning om elementerne i den næste generation af Target, benævnt Target 2. Baggrunden for beslutningen var, at den nuværende decentrale struktur bl.a. indebærer, at brugerne oplever ydelserne som meget uensartede på tværs af landegrænserne. Endvidere er omkostningseffektiviteten lav set for systemet som helhed. Endelig er det tvivlsomt om det nuværende system kan leve op til de fremtidige udfordringer, herunder udvidelsen af EU.

Target 2

Strategibeslutningen indebærer, at der ud over de fortsættende nationale delsystemer etableres en fælles platform, som centralbanker, også blandt udelandene, kan vælge at anvende. I de første 3 år af Target 2 må der kun være denne ene fælles platform. Efter denne periode kan de enkelte centralbanker enten vælge at fortsætte med deres eget delsystem, tilslutte sig den eksisterende fælles platform, eller oprette en ny

platform, som kan deles med andre centralbanker. Den fælles platform vil blive udformet således, at hver enkelt national centralbank, som tilslutter sig, kan bevare kundeforholdet til sine "egne" kreditinstitutter i forbindelse med bl.a. de pengepolitiske operationer.

Target 2 vil få et langt mere harmoniseret serviceniveau, end tilfældet er i den nuværende struktur. Der skal defineres en bred vifte af standardydelse, som skal tilbydes af alle centralbanker. For disse standardydelse vil der være en fælles prisstruktur for såvel indenlandske som grænseoverskridende betalinger. Den fælles pris vil blive defineret på basis af det nationale RTGS-system, som har den laveste omkostning pr. transaktion, og økonomisk støtte ud over et acceptabelt element af offentligt gode skal afvikles ved udgangen af det fjerde år efter idriftsættelsen af Target 2.

For at sikre, at Target 2 lever op til brugernes behov, blev en redegørelse om principperne for og opbygningen af Target 2 sendt i offentlig høring i december 2002.

I juli 2003 meddelte centralbankerne i Tyskland, Italien og Frankrig, at de i fællesskab vil udvikle et nyt system som den fælles platform for Target 2 med implementering 1. januar 2007. Forslaget repræsenterer et kompromis mellem to yderpunkter, dvs. at bygge et nyt system fra grunden eller benytte et eksisterende system. Hensigten er således at integrere elementer fra hver af de tre centralbankers nuværende RTGS-systemer, det såkaldte "building block princip". Fordelene herved er, at omkostningerne holdes nede, og at udviklingsperioden for den fælles platform forkortes.

Den fælles platform

Den fælles platform vil blive modulært opbygget, som det også kendes fra andre systemer, herunder Nationalbankens eget RTGS-system, Kronos. Nogle moduler vil være obligatoriske for de deltagende centralbanker, mens andre vil være valgfri. Der vil være mulighed for både direkte og indirekte deltagelse i platformen. Direkte deltagere vil få en RTGS-konto i platformen, hvorfra betalingerne afvikles. Indirekte deltagelse i den fælles platform vil kunne ske via en direkte deltager, herunder en centralbank. Indirekte deltagere vil skulle registreres i platformen, men vil ikke have egne RTGS-konti. Al kommunikation mellem de direkte deltagere og den fælles platform vil ske via SWIFT. Tilknyttede afviklingssystemer som fx VP og Sumclearingen kan vælge at afvikle deltagernes positioner i den fælles platform. Dette vil ske via et særligt interface, der giver mulighed for at vælge forskellige afviklingsmodeller. Håndtering af sikkerhedsstillelse forbliver et nationalt anliggende.

Den fælles platform vil tilbyde deltagerne en lang række faciliteter til likviditetsstyring, herunder prioritering af betalinger, reservation af likviditet og fastlæggelse af bilaterale og multilaterale limits på andre deltagere. Deltagerne vil også have mulighed for at fastsætte et bestemt tidspunkt eller tidsrum for, hvornår en given betaling skal gennemføres. Der vil være en kø for hver prioriteringstype. Systemet vil anvende forskellige likviditetsbesparende mekanismer, der under hensyntagen til de fastsatte reservationer og limits til stadighed vil forsøge at afvikle betalingerne i køerne.

Den fælles platform vil indeholde et informations- og kontrolmodul, hvor deltagerne kan overvåge likviditeten på deres RTGS-konto, se ind- og udgående betalinger i køerne, ændre prioriteringer, reservationer og limits m.m.

Den fælles platform skal drives i både Tyskland og Italien efter et rotationsprincip. Der bliver antagelig tale om, at der skiftes region hver 6. måned. Den region, der ikke kører systemet, fungerer som back-up region. I hver af de to regioner etableres såvel et primært som et sekundært driftscenter, og der vil være realtidsspejling af data mellem de to driftscentre. Der kan ikke garanteres realtidsspejling af data mellem regionerne grundet den lange afstand. Hvis begge centre i en region falder, vil driften efter planen kunne genoptages inden for to timer.

Det videre arbejde

Selv om det i princippet er muligt, at der kan komme andre kandidater til den fælles platform, må det betragtes som givet, at forslaget fra de tre centralbanker også bliver det endelige bud på den fælles platform. Der er udbredt opbakning til den fælles platform fra de øvrige centralbanker i EU, og det er sandsynligt, at de alle vil tilslutte sig platformen, og dermed udfase deres respektive nationale RTGS-systemer for så vidt angår eurobetalinger. Target 2 bliver dermed et enkeltplatformssystem.

De tre centralbanker forventer som tidligere nævnt, at platformen vil være klar 1. januar 2007. Planen er, at der i 2004 skal udarbejdes detaljerede funktionelle og tekniske specifikationer for platformen, mens 2005 vil være helliget udviklingen heraf. 2006 vil gå med test og implementering. For de centralbanker, der vælger at tilslutte sig den fælles platform, skal der sideløbende hermed foretages en række tilpasninger af de nationale betalingsinfrastrukturer. Nationalbanken arbejder på en analyse af konsekvenserne for den danske betalingsinfrastruktur ved at overgå til den fælles platform. Dette arbejde vil ske i løbende dialog med den finansielle sektor.

EU's udvidelse 2004

Nationalbankdirektør Jens Thomsen

INDLEDNING

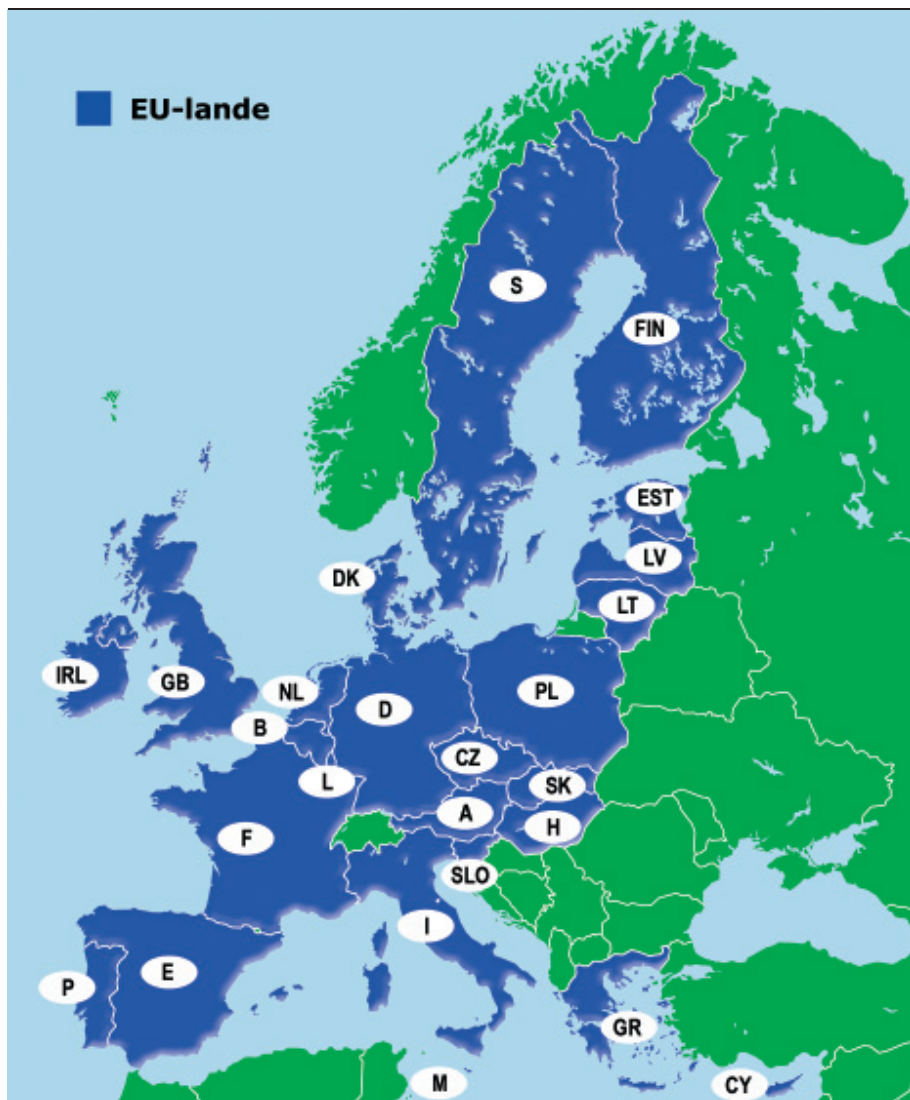
Danmarks indtræden i EF 1. januar 1973 var led i den første udvidelse af Det Europæiske Fællesskab efter etableringen i 1958 med seks lande. Udvidelsen fra 6 til 9 lande i 1973 blev siden fulgt af udvidelser med 1, 2 og 3 lande i henholdsvis 1981 (Grækenland), 1986 (Portugal og Spanien) og 1995 (Finland, Sverige og Østrig).

Udvidelsen med endnu 10 lande fra 1. maj 2004 er alligevel på flere måder historisk og unik. For det første medfører den betydelige forøgelse af antallet af medlemslande, at hele samarbejdets karakter ændres. Forslaget til forfatningstraktat søger at tage hånd om dette, men de fulde konsekvenser af, at samarbejdet nu omfatter 25 lande (og snart endnu flere) vil først vise sig over en årrække. Figur 1 viser den geografiske udstrækning af det nye EU med 25 lande. For det andet markerer den seneste udvidelse en heling af Europa efter Sovjetunionens sammenbrud og jerntæppets fald. Med denne udvidelse bringes en række af de tidligere planøkonomier i Central- og Østeuropa ind i EU-samarbejdet.

I denne artikel fokuseres på de makroøkonomiske aspekter af udvidelsen. Hvad karakteriserer de 10 nye landes økonomier, og hvad er deres økonomiske fremtidsperspektiver efter indtræden i EU?

Økonomisk set minder den aktuelle udvidelse mest om udvidelserne i 1980'erne med Grækenland, Portugal og Spanien, selv om disse lande modsat 8 af de 10 nye EU-lande var mangeårige markedsøkonomier. De tre lande indtrådte også på et velstandsniveau betydeligt under gennemsnittet for de øvrige medlemslande på indtrædelsestidspunktet. Deres erfaringer, samt Irlands, anvendes derfor som udgangspunkt for en vurdering af perspektiverne for de nye lande: Vil de hurtigt "indhente" det øvrige EU, eller må der forventes at gå mange årtier?

Til slut ses på perspektiverne for yderligere EU-udvidelser i de kommende år.



KARAKTERISTIK AF DE 10 NYE EU-MEDLEMSLANDE

De 10 nye medlemslande ligger ganske langt under det gennemsnitlige velstandsniveau i EU. Landene har tilsammen 74 millioner indbyggere og et bruttonationalprodukt, som er lidt mindre end Hollands (med 16 millioner indbyggere). Målt på bruttonationalprodukt pr. indbygger og korregeret for forskelle i købekraft, udgør de 10 landes nationale velstandsniveau ca. 49 pct. af EU-gennemsnittet, jf. tabel 1. Dette dækker over betydelige forskelle mellem de enkelte lande, med Letland på det

NØGLETAL FOR DE NYE EU-MEDLEMSLANDE (ACCEDING COUNTRIES, AC-10)

Tabel 1

	Areal 1.000 km ²	Befolkning millioner 1. jan. 2004	BNP pr. capita (PPP) EU15=100 2003	BNP Realvækst pct. 2003	Arbejds- løshed pct. 2003	Inflation pct. 2003	Betalings- balance (løb.poster) pct. af BNP 2003
Cypern	9,3	0,7	77,5	2,0	4,4	4,0	-4,4
Estland	45,2	1,4	41,2	4,8	10,0	1,4	-13,7
Letland	64,6	2,3	37,1	7,5	10,5	2,9	-9,1
Litauen	65,3	3,4	42,7	8,9	12,7	-1,1	-6,1
Malta	0,3	0,4	64,2	0,4	8,2	1,3	-3,4
Polen	312,7	38,2	42,7	3,7	19,8	0,7	-2,0
Slovakiet	49,0	5,4	48,3	4,2	17,1	8,5	-0,9
Slovenien	20,3	2,0	71,3	2,3	6,5	5,7	0,2
Tjekkiet	78,9	10,2	63,8	2,9	7,8	-0,1	-6,5
Ungarn	93,0	10,1	55,1	2,9	5,8	4,7	-5,7
AC-10	738,6	74,1	48,7	3,6	14,3	2,1	-3,7
Grækenland	131,9	11,0	73,2	4,2	9,3	3,4	-7,0
Portugal	92,4	10,5	68,8	-1,3	6,4	3,3	-5,0
Spanien	504,8	41,0	87,4	2,4	11,3	3,1	-3,2
Danmark	43,1	5,4	112,1	0,0	5,6	2,0	2,9
EU-15	3.242,7	380,8	100	0,8	8,0	2,0	0,2

Kilde: Eurostat, European Commission Spring Economic Forecast 2004-05 og World Bank, World Development Indicators.

laveste niveau med 37 pct. af EU-gennemsnittet, og Cypern og Slovenien på det højeste (henholdsvis 78 og 71 pct. af EU-gennemsnittet, dvs. højere end Portugal).

Mange af de nye EU-lande har i en årrække, efter overgangen til markedsøkonomi, haft vækstrater betydeligt over EU-gennemsnittet. Også for 2003 var væksten gennemgående markant højere end i EU-landene med i gennemsnit 3,6 pct. mod blot 0,8 pct. i EU-15. Inflationen er faldet markant i de seneste år, mens arbejdsløsheden fortsat er meget høj i flere af landene¹. Endelig trækkes en del af landene med ganske store underskud på betalingsbalancens løbende poster, som dog er naturlige i en "catching-up" proces, og som hidtil i udstrakt grad er blevet finansieret af udenlandske direkte investeringer.

Strukturelt er de nye medlemslandes økonomier karakteriseret ved en relativt stor landbrugssektor, jf. tabel 2. Målt i pct. af BNP udgør landbruget i gennemsnit 3,5 pct., næsten det dobbelte af gennemsnittet for EU-15. I forhold til det samlede antal beskæftigede er landbrugets andel i de nye medlemslande fire gange så stor som i EU-15. Her skiller navnlig Polen sig ud med en beskæftigelsesandel for landbruget på 26 pct. på trods af, at landbrugets andel af BNP kun er 3 pct. Dette tyder på en

¹ En grundigere gennemgang af den økonomiske situation i de nye medlemslande og landenes mulige opfyldelse af ØMU-konvergenskriterierne, findes hos Hahnemann og Larsen (2003).

SEKTORERNES ØKONOMISKE VÆGT OG BESKÆFTIGELSESFORDELING 2002

Tabel 2

	Økonomisk vægt (i pct. af BNP)			Beskæftigelsesfordeling (i pct. af total)		
	Landbrug	Industri og byggeri	Tjeneste- ydelser	Landbrug	Industri og byggeri	Tjeneste- ydelser
Cypern	4,1	20,3	75,6	5,1	23,4	71,4
Estland	5,4	29,3	65,3	6,9	31,2	62,0
Letland	4,7	24,7	70,6	15,1	24,4	60,5
Litauen	7,1	30,5	62,4	17,4	27,4	55,2
Malta	2,8	28,1	69,1	2,0	31,7	66,3
Polen	3,1	30,3	66,5	26,3	26,2	47,5
Slovakiet	4,4	31,1	64,5	6,2	38,5	55,3
Slovenien	3,3	36,0	60,7	11,0	37,0	52,0
Tjekkiet	3,2	37,3	59,5	4,8	40,0	55,3
Ungarn	3,7	30,7	65,6	6,2	34,1	59,7
AC-10	3,5	31,6	64,9	15,8	31,2	53,0
Grækenland	7,0	22,3	70,8	15,3	24,2	60,4
Portugal	3,5	28,0	68,5	12,0	34,0	54,0
Spanien	3,2	28,5	68,2	5,9	29,4	64,7
EU-15	2,0	27,0	71,0	3,9	28,2	67,8

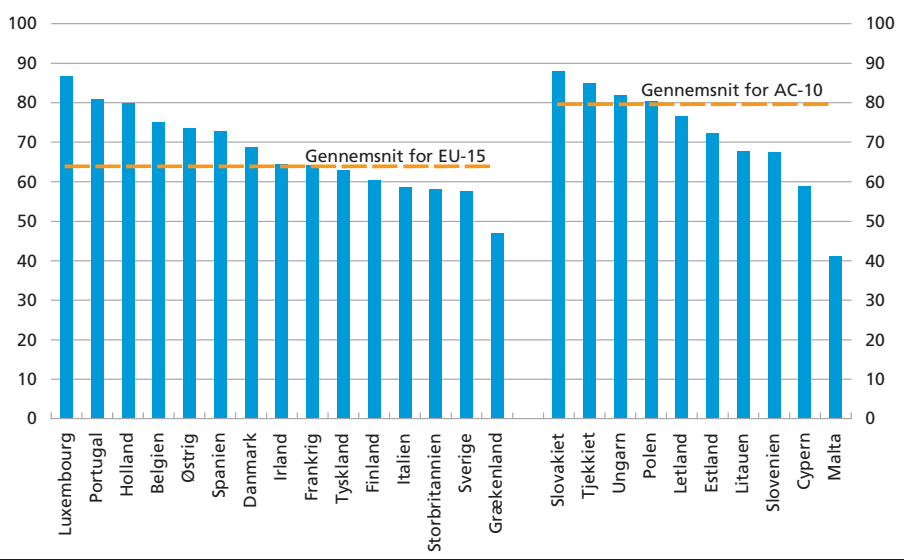
Kilde: Europa-Kommissionen og Eurostat.

særdeles lav produktivitet i landbruget, men kan også til dels afspejle statistiske problemer.

Bortset fra Polen kan alle 10 lande betegnes som små og meget åbne økonomier, og alle landene, på nær Malta, er i deres samhandel overvejende rettet mod EU-25, jf. figur 2.

EKSPORT TIL FREMTIDIGE EU-25 I PCT. AF SAMLET EKSPORT 2002

Figur 2



Kilde: IMF Direction of Trade Statistics yearbook 2003.

I gennemsnit går 80 pct. af de nye medlemslandes eksport til EU-25, hvilket er en betydeligt højere andel end for EU-15. Den markante handelsmæssige integration med EU for de nye EU-lande må ses i sammenhæng med deres reorientering af handlen væk fra de tidligere handelspartnere mod øst og over mod EU-landene efter opbruddet i Østeuropa (modsat de nuværende EU-lande, som ikke på samme måde har droppet handelssamkvemmet med nabolande uden for EU).

En væsentlig økonomisk politisk udfordring for de nye EU-lande efter indtræden i EU bliver – snarligt eller på lidt længere sigt – først at deltage i EUs valutakursmekanisme. ERM2, og dernæst at kvalificere sig til indtræden i eurosamarbejdet. Nogle af landene har det som deres erklærede hensigt at træde ind i ERM2 umiddelbart efter deres indtræden i EU, mens andre har bekendtgjort, at de venter lidt.

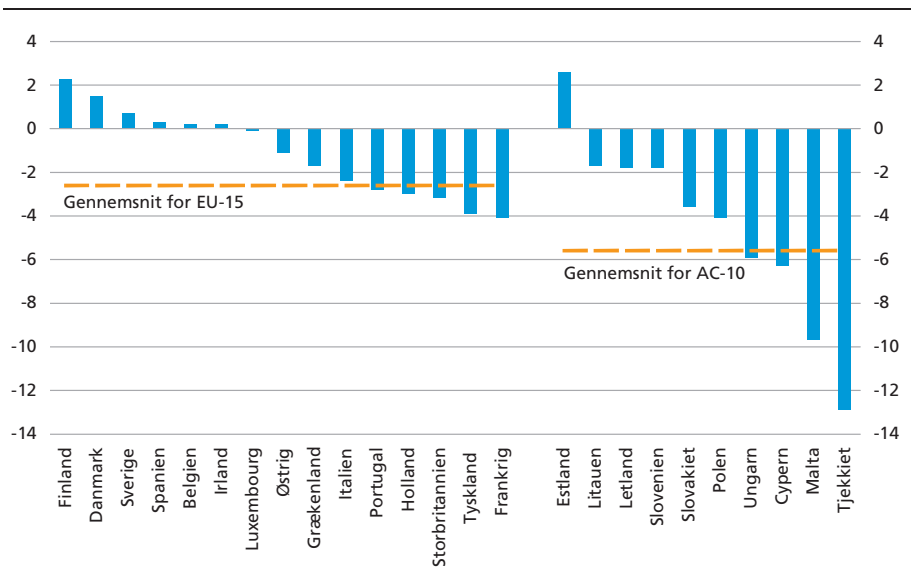
Nogle af landene fører allerede fastkurspolitik, mens andre har flydende valutakurser¹. Selv om der ikke er nogen formelle adgangskrav for deltagelse i ERM2 bortset fra, at man skal nå til enighed om en centralkurs, vil indtræden i ERM2 forstærke behovet for en stabilitetsorienteret økonomisk politik, navnlig i de lande, som ikke allerede fører fastkurspolitik. I ERM2 vil pengepolitikken skulle anvendes til stabilisering af valutakursen, mens finanspolitikken bliver det væsentligste økonomisk-politiske instrument til håndtering af ubalancer i økonomien. En væsentlig forudsætning for en vellykket ERM2-deltagelse – og senere kvalifikation til eurodeltagelse – er derfor, at det offentlige budget er under kontrol. Den Europæiske Centralbank skriver i sin holdning vedrørende de nye EU-landes valutakurspolitik: "Deltagelsen i ERM2 er ikke underlagt en række forud fastlagte kriterier, og der er ingen forudsætninger, der skal opfyldes for at indtræde i valutakursmekanismen. For at sikre en gnidningsløs deltagelse er det imidlertid nødvendigt, at der foretages en omfattende økonomisk-politisk tilpasning – fx hvad angår prisliberalisering og finanspolitik – inden deltagelse i ERM2, og at den finanspolitiske konsolideringsproces er troværdig." (ECB 2003, s. 3). Figur 3 viser status for de offentlige budgetter i 2003.

Seks af de 10 nye EU-lande havde i 2003 budgetunderskud over traktatens grænse på 3 pct. af BNP, hvilket indebærer at underskuddene er "uforholdsmæssigt store" i traktatens forstand. Dette vil givetvis blive påtalt af EUs ministerråd, men de nye lande kan ikke idømmes sanktioner, så længe de ikke deltager i eurosamarbejdet.

Til gengæld har de 10 lande gennemgående en beskeden offentlig gæld, jf. figur 4. Kun Cypern og Malta overskrider, og endda kun med en mindre margin, traktatens grænse på 60 pct. af BNP.

¹ Se Nationalbanken (2003), s. 74, for en oversigt over tiltrædelseslandenes valutakursregimer.

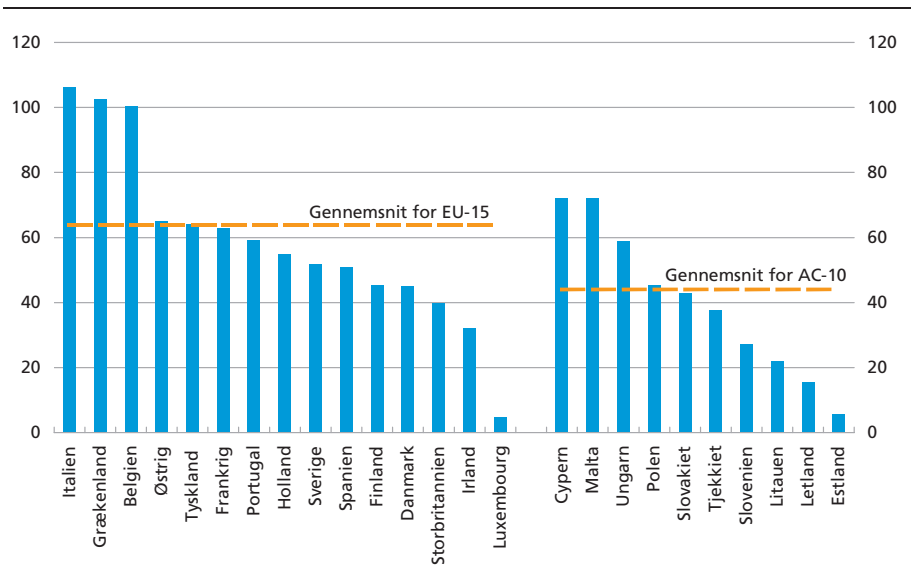
OFFENTLIG BUDGETSALDO I PCT. AF BNP 2003 Figur 3



Kilde: European Commission Spring Economic Forecast 2004-05.

Indtræden i EU vil umiddelbart medføre et forøget pres på de offentlige budgetter i de nye medlemslande. Det skyldes dels, at en række af de EU-støttede infrastrukturprojekter vil kræve national medfinansiering, dels at EU-medlemskabet generelt stiller øgede krav til den administrative kapacitet i den offentlige sektor, jf. Banque de France (2003).

OFFENTLIG GÆLD I PCT. AF BNP 2003 Figur 4



Kilde: European Commission Spring Economic Forecast 2004-05.

Østbanken, EBRD, vurderer i øvrigt, at ineffektive offentlige administrationer på lokalt niveau vil hæmme en effektiv implementering af den meget omfattende EU-lovgivning, som landene har vedtaget eller bliver omfattet af ved deres indtræden i EU (EBRD 2003, s. 7).

DE NYE LANDES "CATCHING-UP" TIL EU-15 NIVEAU

En række forhold vil medvirke til, at de nye landes indtræden i EU også må forventes at have en gavnlig virkning på væksten i disse lande. Det gælder impulser fra øget handel, øgede investeringer fra udlandet og økonomisk støtte fra EU-budgettet. Spørgsmålet er så, hvor store disse effekter bliver, samt i hvilket omfang de allerede har udspillet deres rolle i tiltrædelsesprocessen. Akademiske studier af effekten af fuld integration i det indre marked for de nye EU-lande peger i retning af en vækstforøgelse på mellem 1 og 2 procentpoint om året, jf. EEAG (2004). Hertil kommer en anslået yderligere positiv virkning på væksten ved senere indtræden i eurosamarbejdet, jf. fx Köhler (2004) og IMF (2004)¹.

Blandt de nuværende 15 medlemslande er fire trådt ind i EU på et væsentligt lavere niveau for bruttonationalproduktet end resten af EU. Da Irland trådte ind i 1973, var dets BNP/capita ca. 61 pct. af gennemsnittet for EU-15². Da Grækenland trådte ind i 1981 var det tilsvarende tal 68 pct. Endelig lå Portugal og Spanien ved deres indtræden i 1986 på henholdsvis 54 og 71 pct. af EU-15's BNP/capita.

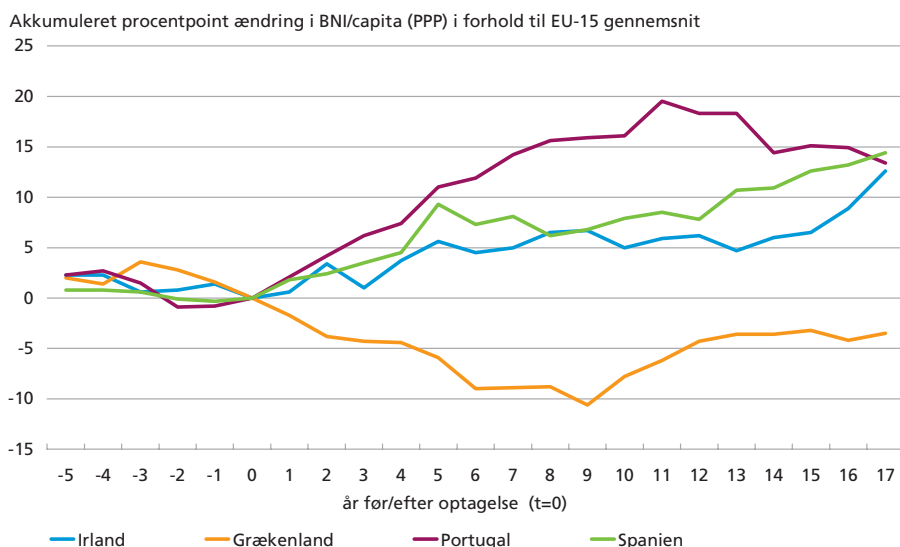
Erfaringerne for disse fire lande med virkningen på væksten og "catching-up" med resten af EU har været meget forskelligartet, jf. figur 5. Dog er det et fælles træk for alle på nær Grækenland, at de efter 15-16 års medlemskab akkumuleret havde "indhentet" i alt 13-15 procentpoint af BNP-efterslæbet i forhold til EU-gennemsnittet. Man kan således lidt groft konstatere, at der i gennemsnit for disse lande blev indhentet knap 1 pct. om året. Grækenlands erfaring skiller sig meget negativt ud, idet væksten faktisk haltedede efter EU-gennemsnittet med ca. 1 pct. om året i de første 10 år af EU-medlemskabet. Grækenland var i perioden 1981-95 præget af betydelige makroøkonomiske ubalancer med høj inflation og store offentlige budgetunderskud. Desuden var landet i 1981 trådt ind i EF med en meget reguleret økonomi, som var dårligt rustet til deltagelse i Fællesmarkedet, og som fx ikke formåede at tiltrække udenlandske direkte investeringer i nævneværdigt omfang, jf. fx Bosworth og Kollintzas (2001).

¹ Se også Pedersen (2004).

² Købekraftskorrigeret. Det skal bemærkes, at korrektion for købekraftsforskelle er forbundet med en del usikkerhed.

CATCHING-UP FOR IRLAND, GRÆKENLAND, PORTUGAL OG SPANIEN

Figur 5



Anm.: Figuren viser, hvor meget hvert land havde "indhentet" af EU-gennemsnittet for BNP/capita (PPP), x år efter optagelsen i EU.

Kilde: Europa-Kommissionen.

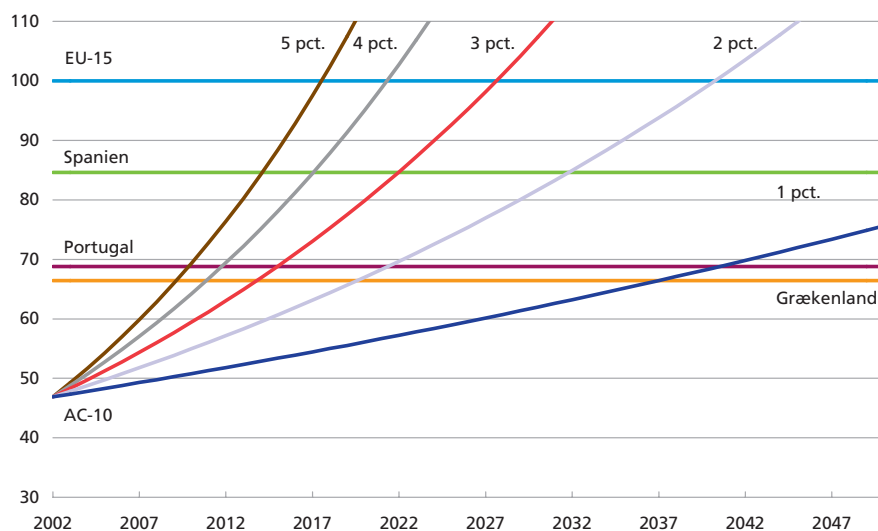
Irland er det hidtil klart mest succesrige eksempel på "catching-up" inden for EU. I den periode, som er dækket af figur 5, dvs. for Irland 1973-90, vokser BNP pr. capita ganske vist "kun" fra 61 til 73 pct. af EU-15. Men herefter accelererer væksten kolossalt i de følgende 10 år. Fra 2001 har Irland haft den næsthøjeste produktion pr. indbygger i EU (efter Luxembourg) med et BNP/capita på omkring 120 pct. af EU-15 gennemsnittet. Irlands eksempel viser, at det faktisk ikke er umuligt med en væksthøje forskel i forhold til EU-15 på i gennemsnit 4 procentpoint hvert år i en årrække.

Irlands eksempel kan give anledning til optimisme i de nye EU-lande, men måske også til urealistiske forventninger om velfærdsforbedringer efter indtræden i EU.

Erfaringerne fra tidligere indtrædere i EU fra et relativt lavt nationalindkomstniveau er således alt i alt temmelig brogede. De negative græske erfaringer frem til 1995 demonstrerede betydningen af makroøkonomisk stabilitet og evnen til at tiltrække investeringer fra udlandet. De positive irske erfaringer i 1990'erne var netop et eksempel på, at dette lykkedes, i nogen grad fordi EU-strukturfondsmidlerne, som fremover i høj grad vil gå til de nye medlemslande, blev anvendt meget effektivt. Mere generelt vil vækstforløbet i de nye EU-lande i høj grad afhænge af investeringsniveauet og udviklingen i produktiviteten, som også hænger tæt sammen med faktorer som teknologisk udvikling og uddannelse.

BNP/CAPITA UNDER FORSKELLIGE ANTAGELSER OM ÅRLIG VÆKSTFORSKEL
I FORHOLD TIL EU-15

Figur 6



Anm.: AC-10 er de 10 nye EU-medlemslande i gennemsnit. Skæringspunktets x-værdier viser, hvornår AC-10 vil have indhentet 2003-niveauet for BNP/capita i henholdsvis EU-15, Spanien, Portugal og Grækenland.

Kilde: Europa-Kommissionen.

Perspektiverne for de nye landes catching-up med EU-15 er illustreret i figur 6.

Under et ekstremt positivt vækstscenario med en mervækst på 4 procentpoint om året, som Irland i 1990'erne, vil de nye medlemslande i gennemsnit have nået Portugals 2003-niveau for BNP/capita omkring 2011. I et mere moderat, men fortsat optimistisk vækstscenario, med en årlig mervækst på 2 procentpoint, svarende til Portugals i de første 10 år efter indtræden i EU, vil de nye lande først nå Portugals nuværende relative niveau omkring 2020.

Naturligvis vil den økonomiske udvikling komme til at variere kraftigt mellem de nye EU-lande indbyrdes. Nogle vil gennemgå et massivt catching-up forløb i de kommende år, mens andre vil opleve mere beskedne vækstrater. Så selv om deres indtræden i EU utvivlsomt vil have en positiv virkning på levestandarden i de nye medlemslande, vil mange også få svært ved at indfri borgernes forventninger om store og hurtige velfærdsforbedringer.

PERSPEKTIVER FOR YDERLIGERE UDVIDELSER AF EU

Det ligger allerede i kortene, at yderligere udvidelser af EU vil følge i de kommende år.

NØGLETAL FOR EUROPÆISKE IKKE EU-MEDLEMSLANDE

Tabel 3

	Areal 1.000 km ²	Befolkning millioner 2002	BNP pr. capita (PPP) Eurolande- ne=100 2002	Realvækst 2002	Inflation pct. 2002
EU-kandidatlande					
Bulgarien.....	110,9	7,9	27	4,8	5,8
Rumænien.....	237,5	22,4	25	4,3	22,5
Tyrkiet	774,8	69,6	25	7,8	45,0
Det vestlige Balkan					
Kroatien	56,5	4,4	39	5,2	2,0
Makedonien.....	25,3	2,0	25	0,7	0,1
Serbien og Montenegro	102,4	10,7	n.a.	4,0	n.a.
Bosnien og Hercegovina.....	50,7	4,1	22	3,9	n.a.
Albanien.....	28,8	3,2	19	4,7	7,8
EØS-lande¹					
Norge	324,2	4,5	141	1,0	1,3
Island	103,0	0,3	115	-0,5	5,2
Øvrige					
Schweiz	41,3	7,3	116	0,1	0,6
Rusland	17.075,4	144,1	32	4,3	15,8
Ukraine.....	603,7	48,7	19	4,8	0,8
Hviderusland	207,6	9,9	21	4,7	42,5
Moldova.....	33,9	4,3	6	7,2	5,1

Kilde: World Bank, *World Development Indicators* og CIA, *World Factbook*.

¹ Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, hvor også Liechtenstein deltager.

På EU-topmødet i december 2003 bekræftede Det Europæiske Råd sin målsætning om, at Bulgarien og Rumænien optages som medlemmer af EU i januar 2007, hvis de opfylder betingelserne. På samme møde bekræftede EUs stats- og regeringschefer, at Det Europæiske Råd i december 2004 skal tage stilling til, om der skal indledes optagelsesforhandlinger med Tyrkiet. For alle de tre lande vil optagelse i EU i sidste ende afhænge af, hvorvidt de opfylder de såkaldte "Københavnskriterier" om demokrati, respekt for menneskerettigheder, velfungerende markedsøkonomi m.m.

For de 5 lande i det vestlige Balkan, jf. tabel 3, har Det Europæiske Råd senest i december 2003 bekræftet sin målsætning om, at disse lande gradvist integreres og sluttelig optages i EU. Som led i disse bestræbelser er der fastlagt en såkaldt "stabiliserings- og associeringsproces" for området, som bl.a. sigter mod, at der indgås stabiliserings- og associeringsaftaler med hvert af de 5 lande. Makedonien har som det første af de 5 lande fået en sådan aftale endelig på plads i februar 2004, og Kroatien mangler kun at få ratificeret sin aftale. Kroatien og Makedonien har også begge formelt indleveret ansøgninger om medlemskab af EU.

Kommissionen har i april 2004 afgivet udtalelse om Kroatiens ansøgning og anbefalet, at der indledes optagelsesforhandlinger med Kroatien. For de øvrige 3 lande er arbejdet med at udarbejde stabiliserings- og associeringsaftaler i forberedelses- eller forhandlingsfasen.

For de øvrige lande i tabellen er der ikke umiddelbart udsigt til, at forhandlinger om optagelse i EU vil komme på tale.

LITTERATUR

Banque de France (2003), The Impact of Enlargement on Convergence in the European Union, *Banque de France Bulletin Digest*, no. 119, November 2003.

Bosworth, Barry and Tryphon Kollintzas (2001), Economic Growth in Greece: Past Performance and Future Prospects, i R.C. Bryant, N.C. Garganas and G.S. Tavlás (ed.): *Greece's Economic Performance and Prospects*, Bank of Greece and The Brookings Institutions, 2001.

EEAG (The European Economic Advisory Group) at CESifo (2004), The 2004 Enlargement: Key Economic Issues, *Report on the European Economy 2004*.

Europa-Kommissionen, Diverse statistiske publikationer.

European Bank for Reconstruction and Development (2003), *Transition Report 2003*.

European Commission (2004), The Stabilisation and Association process for South East Europe, *Third Annual Report*, 30.3.2004 COM(2004) 202/2 final.

Den Europæiske Centralbank (2003), *Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbanks holdning til spørgsmål i relation til tiltrædelseslandenes valutakurspolitik*, 18. december 2003.

Det Europæiske Råd, Formandskabets konklusioner fra møder 2002-2004.

Hahnemann, Niels Peter, og Jens Anton Kjærgaard Larsen (2003), Tiltrædelseslandene og konvergenskriterierne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003.

International Monetary Fund (2004), *Adopting the Euro in Central Europe – Challenges of the Next Step in European Integration*, January 2004 (offentliggjort april 2004, udkommer senere som Occasional Paper).

Köhler, Horst (2004), *The Euro – Towards Adopting the Common Currency in Central Europe*, Keynote Address at a conference on Euro Adoption in the Accession Countries – Opportunities and Challenges, Prague, February 2, 2004.

Pedersen, Anders Mølgaard (2004), *Møntunioner og udenrigshandel*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Nationalbanken (2003), *Beretning og regnskab 2003*.

Møntunioner og udenrigshandel

Anders Mølgaard Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

I de seneste år har der været en voksende interesse for møntunioners betydning for deltagerlandenes udenrigshandel. Nyere undersøgelser viser, at deltagelse i en møntunion kan føre til en betydelig stigning i landenes indbyrdes handel, uden at det reducerer deres handel med resten af verden. Af andre undersøgelser fremgår det, at øget udenrigshandel er forbundet med højere økonomisk vækst og kan påvirke ensartetheden af landenes økonomiske udvikling.

Den Økonomiske og Monetære Union i Europa, ØMUen, der trådte i kraft 1. januar 1999, er et eksempel på en møntunion. De foreløbige erfaringer tyder på, at indførelsen af den fælles valuta har øget eurolandenes samhandel i overensstemmelse med resultaterne fra de generelle undersøgelser. Der er desuden ikke tegn på, at eurolandene er begyndt at handle mindre med lande i resten af verden.

EU-landene, der ikke deltager i ØMUen, kan også forvente at øge handlen med eurolandene ved en indførelse af den fælles valuta. Da det britiske finansministerium sidste år vurderede regeringens fem økonomiske test for et ØMU-medlemskab, blev dette fremhævet som en af de væsentligste langsigtede fordele ved at indtræde i ØMUen (HM Treasury (2003))¹. Tilsvarende har også Den Internationale Valutafond, IMF, i en nylig analyse af de 10 nye EU-lande understreget betydningen af de handelsmæssige effekter af en senere ØMU-deltagelse (Köhler (2004)).

MØNTUNIONERS EFFEKT PÅ HANDEL OG ØKONOMISK AKTIVITET

Hvis to eller flere lande danner en møntunion, kan det øge deres indbyrdes handel, fordi

- usikkerheden om valutakursen fjernes;
- handelsomkostningerne reduceres;
- priser i landene lettere kan sammenlignes.

¹ Det britiske finansministeriums samlede vurdering af de fem test er beskrevet i boks 3 i Seneste økonomiske og monetære udvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003.

Usikkerhed om valutakursen har normalt en dæmpende effekt på udenrigshandlen. Det skyldes, at de fleste virksomheder ikke bryder sig om risikoen for udsving i værdien af fremtidige betalinger i udenlandsk valuta. Virksomhederne kan i nogle situationer fjerne denne risiko ved at købe eller sælge valuta på termin. Det er dog som regel kun muligt i lande med veludviklede valutamarkeder og for en begrænset tidshorison, fx op til 1 år.

Handelsomkostningerne reduceres i en møntunion, fordi virksomhederne ikke længere skal veksle valuta, når de handler med virksomheder fra andre deltagerlande. Hermed sparer de forskellen mellem valutaens markedskurs og bankens afregningskurs plus et eventuelt vekselgebyr. Derudover kan virksomhederne nedbringe deres omkostninger til styring af valutakursrisici. De reducerede handelsomkostninger medvirker til at øge handlen mellem deltagerlandene.

Priser i forskellige lande kan lettere sammenlignes i en møntunion, fordi de udtrykkes i samme valuta. Forbrugere og virksomheder, der sammenligner priser i forskellige deltagerlande, skal ikke først omregne fra den ene valuta til den anden. Det forstærker konkurrencen på markeder for varer og tjenester, som handles mellem lande, og vil øge landenes samhandel.

Effekten af øget handel på den samlede produktion

Handel mellem lande kan have en positiv effekt på deres samlede produktion af flere årsager¹. Eksempelvis giver udenrigshandel bedre mulighed for at udnytte stordriftsfordele i produktionen, da mulighederne for afsætning forøges. Udenrigshandel styrker også konkurrencen mellem virksomheder, hvilket tilskynder til løbende forbedring af produktionsmetoder til gavn for væksten i produktionen. Endvidere kan udenrigshandel føre til spredning af ny produktionsteknologi, hvilket også bidrager til højere produktionsvækst.

Flere empiriske undersøgelser bekræfter, at der eksisterer en positiv sammenhæng mellem et lands handel med udlandet og vækst i produktionen. Således konkluderer Frankel og Rose (2002), at en stigning i et lands handel i forhold til bruttonationalproduktet, BNP, på 1 procentpoint er forbundet med en stigning i BNP pr. indbygger på 1/3 pct. på lang sigt. I andre tidligere undersøgelser har man fundet tegn på en stærkere sammenhæng mellem udenrigshandel og økonomisk vækst.

¹ En gennemgang af de teoretiske argumenter for en positiv sammenhæng mellem udenrigshandel og økonomisk vækst findes i HM Treasury (2003), Annex B.

Effekten af øget samhandel på ensartetheden af konjunkturerne

Handel mellem to lande kan også påvirke ensartetheden af deres konjunkturudvikling. Normalt vil man forvente, at øget handel fører til større samvariation i den økonomiske aktivitet. Det afspejler, at en ændring i efterspørgslen efter varer og tjenester i det ene land har større effekt på efterspørgslen i det andet land, jo mere de to lande handler sammen.

Øget udenrigshandel kan dog også føre til større specialisering af landenes produktion på industrier. Den øgede handel vil så give sig udslag i en større *interindustrihandel* (handel med varer fra forskellige industrier) i modsætning til *intraindustrihandel* (handel med varer fra samme industri). Hvis landene bliver mere afhængige af forskellige industrier, kan deres konjunkturforløb i perioder blive mindre ensartet¹.

Sammenhængen mellem handel og konjunkturerne ensartethed har særlig betydning i en møntunion med fælles pengepolitik. Frankel og Rose (1998) argumenterer for, at en møntunion ikke fører til større specialisering af landenes produktion, men i stedet øger deres intraindustrihandel, som er mest følsom over for forskelle i landenes priser. De viser også i en empirisk undersøgelse, at lande med større samhandel har mere sammenfaldende konjunkturer.²

NYERE UNDERSØGELSER

Indtil for få år siden blev effekten på et lands udenrigshandel af at deltage i en møntunion regnet for forholdsvis beskeden. Det skyldes, at det i empiriske undersøgelser kun var muligt at påvise en begrænset effekt af usikkerhed om valutakursen på landes udenrigshandel³. Denne type undersøgelser har dog været forbundet med en række problemer, bl.a. omkring måling af usikkerheden om valutakursen.

En undersøgelse af Rose, der blev offentliggjort i 2000, ændrede i nogen grad opfattelsen af møntunioners effekt på landes udenrigshandel. Rose tog udgangspunkt i den såkaldte gravitationsmodel for størrelsen af handlen mellem to lande, jf. boks 1. Hans bemærkelsesværdige konklusion var, at lande med fælles valuta handler mere end tre gange så meget sammen som lande med separate valutaer. Resultatet var robust over for inddragelse i modellen af en række andre variabler, som kan påvirke handlen mellem to lande.

¹ Dette argument er fremført af bl.a. Eichengreen (1992) og Krugman (1993).

² Frankel og Rose betegner kriterierne for et såkaldt optimalt valutaområde som endogene. Til disse kriterier hører bl.a. en stor indbyrdes handel og ensartede konjunkturer, jf. Mundell (1961). Hvis deltagelse i en møntunion øger samhandlen og konjunkturerne ensartethed, vil landene med tiden i højere grad opfylde kriterierne for et optimalt valutaområde.

³ Fx viste tidligere undersøgelser af EU-landene, at en fjernelse af usikkerheden om valutakurserne kun ville øge landenes samhandel med 5-15 pct., jf. fx Dell'Arricia (1999).

Gravitationsmodellen blev oprindeligt udviklet af den engelske fysiker og matematiker Isaac Newton (1642-1727) til forklaring af tyngdekraften. Inden for den økonomiske videnskab er modellen blevet anvendt i undersøgelser af landes udenrigshandel. I dens grundform afhænger handlen mellem to lande positivt af deres samlede indkomst og negativt af afstanden mellem dem. Modellen kan så udvides med andre variabler, afhængig af formålet med undersøgelsen.

Rose (2000) estimerede en udvidet gravitationsmodel i stil med

$$\ln H_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \ln(Y_i Y_j) + \beta_2 \ln D_{ij} + \beta_3 MU_{ij} + \beta_4 X_{ij}^4 + \dots + \beta_n X_{ij}^n + \varepsilon_{ij}$$

hvor H_{ij} er den samlede handel mellem land i og j , Y_i indkomsten i land i og D_{ij} afstanden mellem land i og j . MU_{ij} er en såkaldt dummyvariabel, der har værdien 1, hvis land i og j indgår i samme møntunion, ellers værdien 0. Variablene X_{ij}^4 til X_{ij}^n er andre variabler, der kan påvirke handlen mellem land i og j , fx mål for valutakursvolatiliteten og dummyvariabler for, om land i og j deltager i samme frihandelsområde, har fælles sprog eller har tilhørt samme kolonimagt.

Data i Roses undersøgelse var observationer af landepar for i alt 186 lande over intervaller af fem år for perioden 1970-90. Observationerne indgik i estimationen som tværsnitsdata, dvs. uden hensyntagen til den tidsmæssige afhængighed mellem observationer af samme landepar. I alt havde ca. 1 pct. af landeparrene fælles valuta, mens de resterende landepar havde separate valutaer.

Roses primære formål var at undersøge effekten af en fælles valuta på landes samhandel (som målt ved β_3). Den estimerede model viste, at to lande med fælles valuta handler mere end tre gange så meget sammen som lande med egne valutaer. Det fremgik desuden, at lande i samme frihandelsområde også handler betydeligt mere sammen end andre lande. Derimod har volatilitet i valutakursen ifølge den estimerede model kun begrænset effekt på handlen mellem to lande, hvilket er i overensstemmelse med tidligere empiriske undersøgelser.

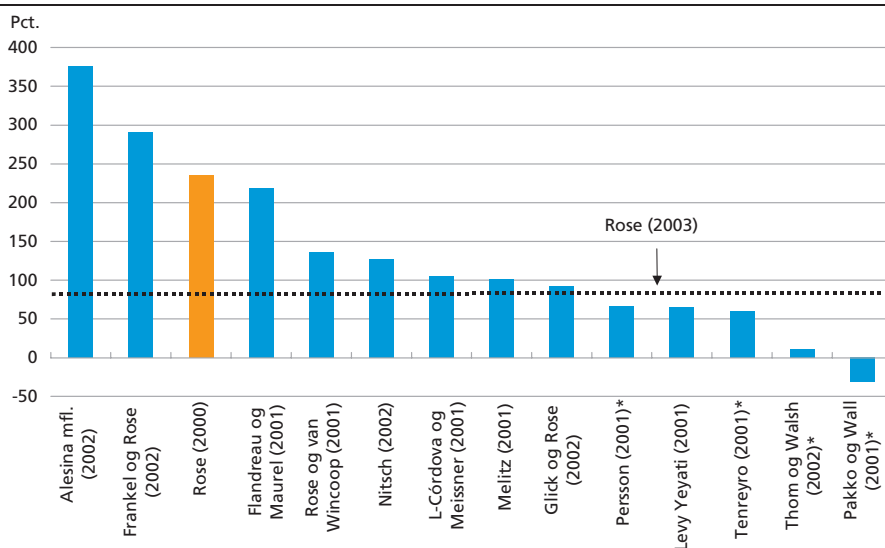
Siden Roses artikel er der offentliggjort en række lignende undersøgelser af møntunioners handelseffekt. Appendix gennemgår kort nogle af disse undersøgelser, og resultaterne er samlet i figur 1. Hovedparten af undersøgelserne når frem til et skøn på handelseffekten af en fælles valuta, som er mindre end Roses oprindelige skøn, men fortsat af en betydelig størrelse. Rose (2003) beregner middelværdien af de forskellige undersøgelers skøn på handelseffekten af en møntunion til knap en fordobling af landenes samhandel¹.

Et væsentligt spørgsmål er, hvordan en møntunion påvirker deltagerlandenes handel med lande uden for møntunionen. I den økonomiske litteratur sondres der mellem en møntunions handelsskabende (trade creating) og handelsafledende (trade diverting) effekter. En møntunion har handelsafledende effekter, hvis den reducerer deltagerlandenes

¹ Roses beregning er baseret på i alt 712 skøn fra 24 undersøgelser. Middelværdien af disse skøn svarer til en handelseffekt på 86 pct. Ekskl. skønnene fra Roses egne undersøgelser kan middelværdien af skønnene på møntunioners handelseffekt beregnes til 65 pct.

UNDERSØGELSER AF MØNTUNIONERS EFFEKT PÅ LANDES SAMHANDEL

Figur 1



Anm.: En * angiver, at den estimerede effekt ikke er statistisk signifikant. Den stiplede linje er Roses (2003) beregnede middelværdi af skønnene på handelseffekten af en møntunion ifølge 24 undersøgelser. Appendiks indeholder en kort gennemgang af de refererede undersøgelser.

handel med resten af verden. Det vil dæmpe den samlede stigning i deltagerlandenes udenrigshandel og reducere andre landes udenrigshandel. Generelt finder hverken Rose (2000) eller andre undersøgelser tegn på, at møntunioner fører til mindre handel med lande i resten af verden.

EFFEKTEN AF ØMUEN PÅ EUROLANDENES HANDEL

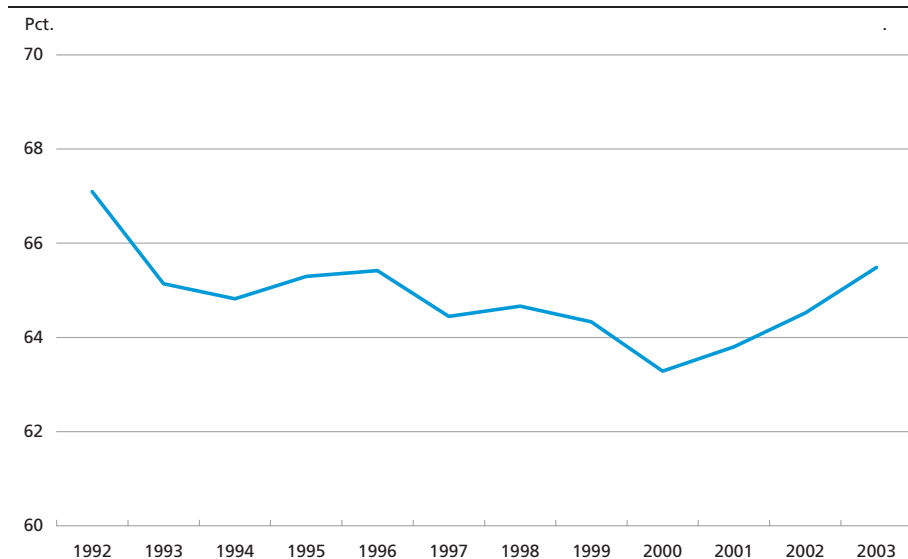
ØMUen har nu eksisteret i mere end fem år, hvilket gør det relevant at undersøge de foreløbige effekter på eurolandenes handel¹. En mulig indikation af ØMUens handelseffekter fås i figur 2, der viser udviklingen i eurolandenes indbyrdes handel i pct. af deres samlede handel med udvalgte industrilande². Frem til 2000 ses en faldende tendens i eurolandenes samhandel i forhold til deres handel med andre industrilande, men siden har eurolandenes indbyrdes handel været stigende. Denne udvikling er isoleret set i overensstemmelse med en hypotese om, at ØMUen har medvirket til at øge eurolandenes samhandel.

¹ Rose har påpeget, at man skal være varsom med at overføre hans resultater på eurolandene, da møntunionerne i hans undersøgelser primært består af mindre udviklingslande, der på flere områder afviger fra eurolandene (Rose (2000), side 15).

² Når kun handlen med udvalgte industrilande indgår i nævneren, er det for at få et mere retvisende billede af ØMUens effekt på eurolandenes samhandel. Det undgås hermed, at effekten overskygges af en tendens til stigende handel med lande i bl.a. Øst- og Centraleuropa og visse asiatiske lande.

EUROLANDENES INDBYRDES HANDEL I PCT. AF DERES SAMLEDE HANDEL

Figur 2



Anm.: Eurolandene er ekskl. Grækenland. Eurolandenes samlede handel er summen af deres indbyrdes handel og deres handel med de øvrige EU-lande (inkl. Grækenland, men ekskl. de 10 nye EU-lande), Australien, Canada, Island, Japan, New Zealand, Norge, Schweiz og USA.

Kilde: OECD, Monthly Statistics of Foreign Trade.

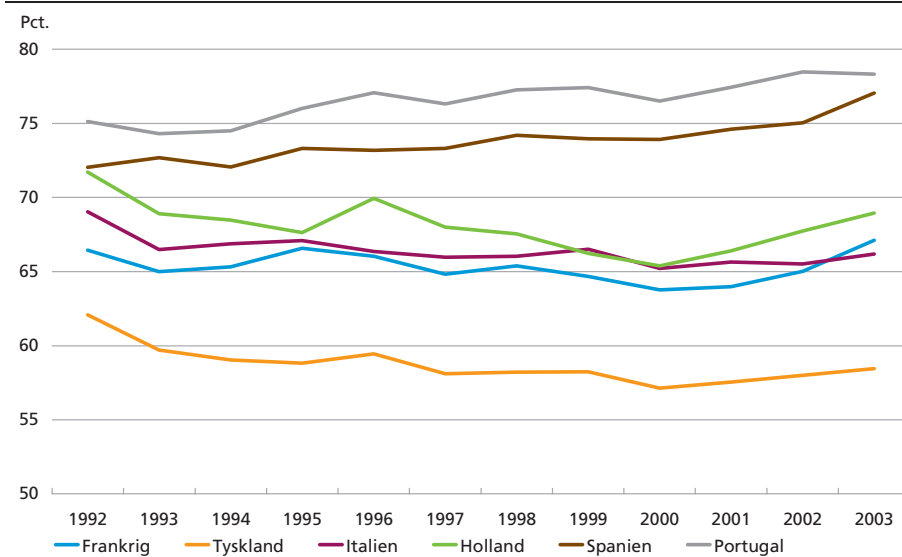
Den stigende tendens i eurolandenes indbyrdes handel kan ikke bare henføres til et enkelt eller nogle få store eurolande. I figur 3 er for udvalgte eurolande vist udviklingen i handlen med andre eurolande i pct. af landets samlede handel. Siden 2000 har alle landene gradvist øges andelen af deres handel, der foregår med andre eurolande. For hovedparten af landene kommer det efter nogle år med faldende tendens i denne handel, men for Spanien og Portugal, der først blev medlem af EU i 1986, er der tale om en fortsættelse af en udvikling, der har stået på i en årrække.

Udviklingen i det anvendte mål for eurolandenes samhandel i figur 2 og 3 har også været påvirket af andre forhold end indførelsen af den fælles valuta. Det gælder fx forskelle i økonomisk vækst i euroområdet og resten af verden. I en periode med relativ høj vækst i resten af verden vil eurolandenes indbyrdes handel målt i forhold til deres samlede handel have en tendens til at falde. Den høje vækst i 1990'erne hos nogle af euroområdet største handelspartnere, bl.a. Storbritannien og USA, og mere moderate vækst i de senere år kan således også begrunde en del af udviklingen i de to figurer.¹

¹ En anden årsag til udviklingen i eurolandenes samhandel kan være ændringer i landenes konkurrenceevne som følge af fx valutakursændringer. Da ændringer i landenes konkurrenceevne normalt påvirker eksport og import med forskelligt fortegn, kan det være vanskeligt at vurdere nettoeffekten på den samlede handel.

UDVALGTE EUROLANDES HANDEL MED ANDRE EUROLANDE I PCT. AF DERES
SAMLEDE HANDEL

Figur 3



Anm.: Se anmærkning til figur 2.

Kilde: OECD, Monthly Statistics of Foreign Trade.

Flere empiriske studier har mere formelt undersøgt betydningen af ØMUen for eurolandenes handel, jf. tabel 1. Resultaterne af disse studier kan ikke direkte sammenlignes, da dataperioden varierer. Det konkluderes dog i alle studier, at den fælles valuta har haft en positiv effekt på eurolandenes indbyrdes handel. De målte effekter er endnu forholdsvis beskedne sammenlignet med skønnene i Rose (2000) og andre studier, men har været stigende siden indførelsen af euroen. De forskellige studier finder desuden ikke tegn på, at den fælles valuta har med-

EMPIRISKE STUDIER AF ØMUENS EFFEKT PÅ EUROLANDENES SAMHANDEL

Tabel 1

Studie	Effekt (pct.)	Data
De Nardis og Vicarelli (2003).....	9-10	Data for 32 lande for 1980-2000
Bun og Klaasen (2002).....	10	Data for alle EU-lande, US, Japan og Canada for 1965-2001
Europa-Kommissionen (2003).....	7-18	Data for alle EU-lande for 1991-2002
Micco mfl. (2003).....	4-16	Data for 22 industrilande for 1992-2002
Baar mfl. (2003).....	29	Data for alle EU- og EFTA-lande for 1978-2002 (1. kvartal)

Et lands intraindustrihandel med andre lande måles ofte ved hjælp af det såkaldte Grubel-Lloyd indeks (se fx OECD (2002)). For land A kan Grubel-Lloyd indekset vis-à-vis land B for industri i beregnes som

$$GL(A)_i^B = (X(A)_i^B + M(A)_i^B - |X(A)_i^B - M(A)_i^B|) / (X(A)_i^B + M(A)_i^B)$$

hvor $X(A)_i^B$ og $M(A)_i^B$ er henholdsvis land A's eksport til og import fra land B af varer fra industri i. Værdien af indekset kan variere fra 0 til 1. Hvis al handel mellem land A og B med varer fra industri i er eksport fra land A til land B ($X(A)_i^B > 0$, $M(A)_i^B = 0$), vil indekset antage værdien 0. Det samme gælder, hvis al handel med varer fra industri i er import i land A fra land B. Hvis eksporten fra land A til land B af varer fra industri i er lige så stor som importen den anden vej ($X(A)_i^B = M(A)_i^B$), er indekset lig med 1.

Tilsvarende indeks kan beregnes for land A's handel med andre lande og for andre industrier. Herefter kan man beregne et samlet Grubel-Lloyd indeks for land A ved at summere disse indeks vægtet med land A's handel fordelt på de forskellige lande og industrier. Det samlede indeks giver et mål for land A's intraindustrihandel, idet et indeks tættere på 1 er ensbetydende med en større grad af intraindustrihandel med andre lande.

Værdien af det samlede Grubel-Lloyd indeks afhænger af detaljeringsgraden af de specificerede industrier. Jo mere detaljeret specificeringen er, desto mindre bliver det beregnede indeks. Ved beregningen af indeksene i figur 4 er benyttet en detaljeringsgrad, der svarer til den 2-cifrede inddeling i det harmoniserede internationale handelsklassifikationssystem, SITC (Standard International Trade Classification), revision 3. Der opdeles her på knap 70 forskellige grupper af varer.

virket til at reducere eurolandenes handel med resten af verden (se fx Micco mfl. (2003)).¹

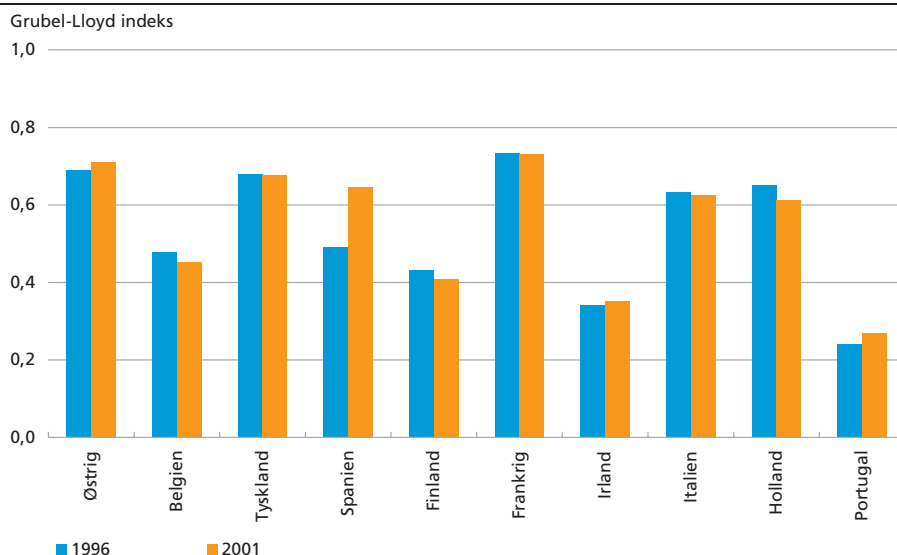
Effekten på intraindustrihandlen i euroområdet

Graden af et lands intraindustrihandel med andre lande kan udtrykkes ved det såkaldte Grubel-Lloyd indeks, jf. boks 2. Værdien af Grubel-Lloyd indekset kan variere fra 0 til 1. Jo tættere indekset er på 1, desto større er graden af et lands intraindustrihandel med andre lande.

For alle eurolande (ekskl. Grækenland og Luxembourg) er i figur 4 vist et beregnet Grubel-Lloyd indeks for 1996 og 2001 for deres handel med andre eurolande. Der er forholdsvis stor forskel på værdien af indekset for de enkelte lande med Frankrig og Portugal som de to yderpunkter. For næsten alle landene er værdien af indekset dog stort set uændret eller større i 2001 i forhold til 1996. Med forbehold for den korte periode tyder dette ikke på, at deltagelse i ØMUen har ført til større specialisering af landenes produktion med risiko for mindre ensartede konjunkturer.

¹ Buiter og Grafe (2003) sætter spørgsmålstegn ved disse skøn, som de mener først vil blive realiseret over en længere periode. De påpeger bl.a. vanskelighederne med at sondre mellem effekterne af den fælles valuta og det indre marked i EU, der trådte i kraft fra 1992.

GRUBEL-LLOYD INDEKS FOR EUROLANDENES HANDEL MED ANDRE EUROLANDE Figur 4



Anm.: Jo tættere indekset er på 1, desto større er graden af landets intraindustrihandel med andre eurolande. Beregningen af indekset er beskrevet i boks 2.

Kilde: OECD, International Trade by Commodity Statistics.

I praksis er eurolandenes intraindustrihandel kun en indikator for graden af specialisering af landenes produktion på forskellige industrier. Det er således muligt, at der er sket en øget specialisering af eurolandenes produktion, uden at det har givet sig udslag i mindre intraindustrihandel¹. Derudover afhænger ensartetheden af landenes konjunkturer også af andre forhold end fordelingen af landenes produktion på industrier. Generelt er det endnu for tidligt at drage konklusioner om effekten af ØMUen på ensartetheden af eurolandenes konjunkturer.

AFSLUTNING

Indtil for få år siden blev effekten på et lands udenrigshandel af at deltage i en møntunion regnet for forholdsvis beskeden. Nyere undersøgelser tyder imidlertid på, at lande med fælles valuta handler væsentlig mere sammen end andre lande. Ifølge flere undersøgelser kan deltagelse i en møntunion indebære helt op til en fordobling af deltagerlandenes samhandel, uden at det sker på bekostning af deres handel med resten af verden. Andre undersøgelser viser desuden, at øget udenrigs-

¹ En række mål for fordelingen af EU-landenes produktion på industrier viser tegn på øget specialisering fra begyndelsen af 1980'erne til 1997, mens der i samme periode var en stigning i landenes intraindustrihandel (Europa-Kommissionen (2002)).

handel er forbundet med højere økonomisk vækst og kan føre til en mere ensartede konjunkturer i de enkelte lande.

De foreløbige erfaringer fra euroområdet er grundlæggende i overensstemmelse med disse undersøgelser. Flere empiriske studier bekræfter, at eurolandene har øget deres indbyrdes handel, siden ØMUen trådte i kraft, uden at det har ført til mindre handel med lande i resten af verden. De målte effekter på eurolandenes indbyrdes handel er endnu forholdsvis beskedne, men har været stigende siden indførelsen af euroen. Endvidere er der ikke tegn på, at den fælles valuta har medført større interindustrihandel og specialisering af landenes produktion med risiko for mindre ensartede konjunkturer.

Disse resultater er relevante for de EU-lande, der ikke deltager i ØMUen. De kan forvente, at en senere indtræden i ØMUen vil øge deres handel med eurolandene og have positive effekter på den økonomiske vækst. Fx skønner det britiske finansministerium, at en ØMU-deltagelse over en længere tidshorisont vil øge Storbritanniens handel med eurolandene med op til 50 pct. (HM Treasury (2003)). Tilsvarende vurderes det i IMF (2004), at flere af de nye EU-lande kan øge deres udenrigshandel med op til 60-70 pct. ved at indføre euroen. Disse skøn er forbundet med en betydelig usikkerhed, men bør indgå i en samlet vurdering af konsekvenserne af en ØMU-deltagelse.

APPENDIKS: NYERE UNDERSØGELSER AF MØNTUNIONERS EFFEKT PÅ LANDES UDENRIGSHANDEL

Allerede før Rose (2000) havde enkelte undersøgelser indikeret, at en fælles valuta kan have store handelseffekter. Fx estimerede McCallum (1995) en gravitationsmodel for den indbyrdes handel mellem en række canadiske provinser og amerikanske stater. Han viste, at en typisk canadisk provins handler ca. 20 gange mere med en anden canadisk provins end med en amerikansk stat af samme størrelse og beliggenhed (afstand). En væsentlig årsag kan være, at Canadas og USAs separate valutaer virker som en barriere for handlen mellem de to lande.

Siden Rose (2000) er der blevet offentliggjort adskillige tilsvarende undersøgelser af møntunioners handelseffekter, herunder af Rose selv (se fx Frankel og Rose (2002) og Rose og van Wincoop (2001)). I disse undersøgelser er der typisk set på betydningen af forskellige aspekter ved Roses data og metode for resultaterne i hans oprindelige artikel. Tabel A1 indeholder en oversigt over udvalgte undersøgelser og de estimerede handelseffekter af at deltage i en møntunion.

Flere undersøgelser har set på betydningen af eventuelle systematiske forskelle mellem lande i møntunioner og andre lande. Rose inddrager andre forklarende variabler i sin model, men kan ikke tage højde for alle disse forskelle. Hvis nogle af de udeladte forskelle har betydning for størrelsen af landes samhandel, kan det give et overvurderet skøn på handelseffekten af en fælles valuta.

Melitz (2001) peger på, at lande i en møntunion ofte deltager i samme politiske union eller frihandelsområde, hvilket har en positiv effekt på deres samhandel. I Roses model kan det give anledning til et for stort skøn på handelseffekten af en møntunion¹. Melitz undersøger denne mulighed ved at se bort fra møntunioner, der også er politiske unioner eller frihandelsområder. Det reducerer skønnet på handelseffekten af en møntunion fra lidt over en tredobling til en fordobling.

Persson (2001) forsøger at isolere forskellene mellem lande i møntunioner og andre lande ved hjælp af en såkaldt match-metode, der normalt bruges i medicinske undersøgelser. Fremgangsmåden er at sammenligne resultaterne i en "kontrolgruppe" og en "behandlingsgruppe", der kun afviger med hensyn til deltagelse i en møntunion. Med denne metode når Persson frem til et væsentligt mindre skøn end Rose på handelseffekten af en møntunion.

¹ Rose inddrager en dummyvariabel for, om to lande deltager i samme frihandelsområde, jf. boks 1. Hvis sammenhængen ikke er lineær – som postuleret i Roses model – opfanger denne variabel dog ikke hele effekten af, at to lande indgår i det samme frihandelsområde.

UNDERSØGELSER AF MØNTUNIONERS EFFEKT PÅ LANDES UDENRIGSHANDEL Tabel A1

Undersøgelse	Data	Effekt (pct.) ¹
Rose (2000)	Tværsnitsdata, 1970-1990	235
Rose og van Wincoop (2001)	Tværsnitsdata, 1970-1995	136
Frankel og Rose (2002)	Tværsnitsdata, 1970-1995	290
Melitz (2001)	Tværsnitsdata, 1970-1995	101
Persson (2001)	Tværsnitsdata, 1970-1990	66*
Levy Yeyati (2001)	Tværsnitsdata, 1970-1990	65
Nitsch (2002)	Tværsnitsdata, 1970-1990	127
Tenreyro (2001)	Paneldata, 1978-1997	60*
Alesina mfl. (2002)	Paneldata, 1960-1997	376
Glick og Rose (2002)	Paneldata, 1948-1997	92
Pakko og Wall (2001)	Paneldata, 1970-1990	-31*
Thom og Walsh (2002)	Paneldata, 1950-1992	10*
Flandreau og Maurel (2001)	Tværsnitsdata, 1880-1913	219 ²
López-Córdova og Meissner (2001)	Paneldata, 1870-1910	105

¹ En * angiver, at den estimerede effekt ikke er statistisk signifikant.

² Estimaterne refererer til Flandreau og Maurels skøn på handelseffekten af møntunionen mellem Ungarn og Østrig.

Levy Yeyati (2001) og Nitsch (2002) er også inde på, at Roses store skøn på møntunioners handelseffekt skyldes variabler, der ikke indgår i modellen. Levy Yeyati opdeler møntunionerne i Roses studie i såkaldte unilaterale og multilaterale unioner¹. Han viser, at Roses skøn udelukkende passer for unilaterale møntunioner, mens lande i multilaterale unioner kun handler ca. 65 pct. mere sammen end andre lande. Nitsch finder efter samme fremgangsmåde, at Roses skøn ikke holder for møntunioner med den amerikanske dollar som fælles valuta.

I andre undersøgelser har man studeret kausaliteten bag Roses resultater. For to lande vil gevinsten i form af sparede vekselomkostninger ved at indgå i en møntunion være større, jo mere de i forvejen handler sammen. I princippet kan nogle af landene i Roses undersøgelse have besluttet at danne en møntunion, fordi de i forvejen har en stor samhandel. Hvis det er tilfældet, kan resultaterne ikke bruges til at konkludere noget om handelseffekterne af at danne en møntunion.

To eksempler på disse undersøgelser er Tenreyro (2001) og Alesina mfl. (2002). Tenreyro estimerer i samme ligningssystem en sandsynlighed for, at to lande danner en møntunion, samt effekten heraf på deres samhandel. Hun finder, at denne fremgangsmåde reducerer skønnet på handelseffekten af en møntunion til ca. 60 pct.² Alesina mfl., der bruger

¹ En multilateral møntunion består af to eller flere lande, der sammen har besluttet at indføre en fælles valuta. En unilateral møntunion opstår, hvis et land selvstændigt indfører et andet lands valuta som betalingsmiddel, hvilket også ofte kaldes "dollarisation".

² En del af denne reduktion skyldes, at Tenreyro – i modsætning til Rose og andre undersøgelser – medtager observationer med en bilateral handel på 0. Det nedbringer skønnet på handelseffekten af en møntunion til ca. 100 pct.

en anden metode, når omvendt frem til et større skøn på handelseffekten af en møntunion end Rose.

Rose (2000) og hovedparten af ovennævnte undersøgelser er baseret på såkaldte tværsnitsdata. Det indebærer, at observationer for forskellige perioder af det samme landepar i princippet behandles som uafhængige observationer. Denne type undersøgelser kan være mindre velegnede til at belyse konsekvenserne af, at to eller flere lande danner en møntunion. Det gøres ofte mere hensigtsmæssigt i undersøgelser med såkaldte paneldata, hvor hver enkelt landepar følges over tid.

Glick og Rose (2002) undersøger møntunioners handelseffekt ved hjælp af paneldata for 217 lande fra 1948 til 1997. Datasættet omfatter i alt 16 dannelser af møntunioner mellem landepar og 130 opløsninger. De når frem til, at dannelse (opløsning) af en møntunion mellem to lande næsten fordobler (halverer) deres indbyrdes handel. Et andet eksempel på en lignende undersøgelse er Pakko og Wall (2001), der ikke finder tegn på, at dannelse af en møntunion fører til større handel. Denne undersøgelse er dog baseret på et mindre datasæt end Glick og Roses.

Et andet ofte anført forbehold over for Roses undersøgelse knytter sig til typen af lande i de udpegede møntunioner. Næsten alle landeparrene i disse møntunioner består af mindst et mindre udviklingsland. Der kan være nogle særlige forhold ved disse lande, så resultaterne ikke uden modifikationer kan overføres på større industrilande, fx eurolandene.

Thom og Walsh (2002) undersøger konsekvenserne for handlen mellem Irland og Storbritannien, da Irland i 1979 opgav sin faste en-til-en valutakurs over for det britiske pund for at indgå i det europæiske valutasamarbejde, EMS. De konkluderer, at dette ikke havde nogen særlig indflydelse på handlen mellem de to lande. En udlægning kunne være, at møntunioner tilsyneladende ikke har væsentlig betydning for industrilandes udenrigshandel. Det strider dog umiddelbart mod resultaterne i de foreløbige undersøgelser af ØMUens effekt på eurolandenes handel, jf. boks 1 i artiklen.

Endelig har nogle undersøgelser været baseret på data af mere historisk karakter. Det gælder fx Flandreau og Maurel (2001) og López-Córdova og Meissner (2001), der inddrager møntunioner fra før første verdenskrig. Det giver mulighed for at undersøge handelseffekterne af ikke længere eksisterende møntunioner som den skandinaviske og latinske møntunion¹. Begge undersøgelser konkluderer, at disse møntunioner havde stor betydning for deltagerlandenes samhandel.

¹ Den skandinaviske møntunion, der omfattede Danmark, Sverige og Norge, blev oprettet i 1875. Den latinske møntunion blev oprindelig etableret af Frankrig, Belgien, Schweiz og Italien i 1865 og senere udvidet med andre lande. Begge møntunioner blev de facto ophævet ved udbruddet af første verdenskrig, jf. Abildgren (2004).

LITTERATUR

Abildgren, K. (2004), A chronology of Denmark's exchange-rate policy 1875-2003, Danmarks Nationalbank, *Working Papers*, No. 12.

Alesina, A., R.J. Barro og S. Tenreyro (2002), Optimal Currency Areas, *NBER Macroeconomics Annual*. Vol. 17.

Barr, D., F. Breedon og D. Miles (2003), Life on the outside, *Economic Policy*, No. 37.

Bun, M.J.G. og F.J.G.M. Klaasen (2002), Has the Euro Increased Trade? *Tinbergen Institute Discussion Paper*, No. 108/2.

Buiter, W. og C. Grafe (2003), EMU or Ostrich?, *Submission on EMU from leading academics*, EMU Studies, HM Treasury.

De Nardis, S. og C. Vicarelli (2003), Currency Unions and Trade: The Special Case of EMU, *Review of World Economics*, Vol. 139, No. 4.

Dell'Ariccia, G. (1999), Exchange rate fluctuations and trade flows: evidence from the European Union, *IMF Staff Papers*, Vol. 46, No. 3.

Eichengreen, B. (1992), Should the Maastricht Treaty Be Saved, *Princeton Studies in International Finance*, No. 74.

Europa-Kommissionen (2002), European Integration and the Functioning of Product Markets, *European Economy*, Special Report No. 2.

Europa-Kommissionen (2003), The impact of EMU on trade and FDI, kapitel 2 i *Quarterly Report on the Euro Area*, No. 3.

Flandreau, M. og M. Maurel (2001), Monetary Union, Trade Integration and Business Cycles in the 19th Century Europe: Just do it, *CEPR Discussion Paper*, No. 3087.

Frankel, J.A. og A.K. Rose (1998), The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *Economic Journal*, Vol. 108.

Frankel, J.A. og A.K. Rose (2002), An Estimate of the Effect of Currency Unions on Trade and Output, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.117, No 2.

Glick, R. og A.K. Rose (2002), Does a currency union affect trade? The time-series evidence, *European Economic Review*, Vol. 46.

HM Treasury (2003), *EMU and Trade*, EMU Studies.

IMF (2004), Adopting the Euro in Central Europe – Challenges of the Next Step in European Integration, January 2004 (offentliggjort i april 2004, udkommer senere som Occasional Paper).

Köhler, H. (2004), The Euro – Towards Adopting the Common Currency in Central Europe, tale afholdt ved konferencen Euro Adoption in the Accession Countries – Opportunities and Challenges, Prag, 2.-3. februar.

Krugman, P. (1993), Lessons of Massachusetts for EMU, i Giavazzi, F. og F. Torres (eds.), *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press.

Levy Yeyati, E. (2001), On the Impact of a Common Currency on Bilateral Trade, Universidad Torcuato Di Tella, memo.

López-Córdova, J.E. og C. Meissner (2001), Exchange-Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era, University of California, Berkeley, memo.

McCallum, J. (1995), National Borders Matter: Canada-U.S. Regional Trade Patterns, *American Economic Review*, Vol. 83, No. 3.

Méltitz, J. (2001), Geography, Trade and Currency Union, *CEPR Discussion Paper*, No. 2987.

Micco, A., E. Stein og G. Ordoñez (2003), The currency union effect on trade: early evidence from EMU, *Economic Policy*, No. 37.

Mundell, R. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, November.

Nitsch, V. (2002), Honey, I Shrunk the Currency Union Effect on Trade, *World Economy*, Vol. 25, No. 4.

OECD (2002), Intra-industry and Intra-firm Trade and the Internationalisation of Production, kapitel 6 i *OECD Economic Outlook*, No. 71.

Pakko, M.R. og Howard J.W. (2001), Reconsidering the Trade-Creating Effects of a Currency Union, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 83, No. 5.

Persson, T. (2001), Currency unions and trade: how large is the treatment effect?, *Economic Policy*, No. 33.

Rose, A.K. (2000), One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade, *Economic Policy*, No. 30.

Rose, A.K. (2003), The Potential Effect of EMU Entry on British Trade, *Submission on EMU from leading academics*, EMU Studies, HM Treasury.

Rose, A.K. og E. van Wincoop (2001), National money as a barrier to international trade: The real case for currency union, *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2.

Tenreyro, S. (2001), On the Causes and Consequences of Currency Unions, Harvard University, memo.

Thom, R. og B. Walsh (2002), The effect of a common currency on trade: Ireland before and after the Sterling link, *European Economic Review*, Vol. 46.

Mål og midler i pengepolitikken

Peter Ejler Storgaard, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Rammerne for pengepolitikken i de europæiske lande er forandret i løbet af de seneste tyve år. Faktisk skiller Danmark sig ud ved at have ført en basalt set uændret fastkurspolitik siden 1982. De andre EU-lande, der tidligere var deltagere i det europæiske fastkurssamarbejde, er nu gået skridtet videre og har indført den fælles mønt, euroen. Norge, Sverige og UK har i perioden forsøgt sig med fastkurspolitik, men tilrettelægger nu pengepolitikken efter en inflationsmålsætning. Og de nye EU-landes monetære politik spænder vidt fra såkaldte currency boards i Estland og Litauen til inflationsmålsætninger i Polen og Tjekkiet.

Tiltrædelseslandene er traktatmæssigt forpligtede til på et tidspunkt at indføre euroen, og som følge heraf skal de i en overgangsperiode med i det europæiske fastkurssamarbejde, ERM2. Penge- og valutapolitikken i disse lande skal derfor ændres i de kommende år. Nogle af tiltrædelseslandene fører allerede fastkurspolitik, som kan videreføres inden for rammerne af ERM2. For dem vil skiftet finde sted ved overgangen til den monetære union. Andre af de nye EU-lande har flydende valutakurs og tilrettelægger pengepolitikken efter en inflationsmålsætning, og her venter der en større omlægning af den økonomiske politik. De nødvendige ændringer i penge- og valutapolitikken i disse lande vil også have konsekvenser for indretningen af finanspolitikken og den øvrige stabiliseringspolitik, og en del af tilpasningerne kan med fordel gennemføres i forbindelse med medlemskab af fastkurssamarbejdet ERM2.

I denne artikel diskuteres nogle af de teoretiske overvejelser om penge- og valutapolitik i små, åbne økonomier. Det grundlæggende teoretiske resultat er, at da pengepolitikken kun har et instrument til rådighed – den korte rente – kan pengepolitikken kun opfylde et mål, fx et valutakursmål eller et inflationsmål. Ved at inddrage en række supplerende forhold bliver den teoretiske model mere kompleks og resultaterne knap så entydige. Specifikt peger udvidelser af modellen på, at centralbankens mulighed for at forfølge mere end et mål afhænger af, hvilke mål der er tale om. En række forhold medfører, at det er særligt vanskeligt for centralbanken at styre valutakursen og samtidigt opfylde andre mål.

Strukturen i artiklen er som følger: Først gives en kort oversigt over de nye EU-landes nuværende penge- og valutapolitiske strategier. Dernæst præsenteres en model af sammenhængen mellem mål og midler i pengepolitikken med udgangspunkt i Tinbergen (1952) og Johansens (1977) generelle analyser af mål og midler i økonomisk politik. Efter at have behandlet en række mulige udvidelser af modellen diskuteres udvalgte pengepolitiske strategier – bl.a. fastkurspolitik og fleksibel inflationsmålsætning – nærmere. Afslutningsvis gennemgås nogle af de særlige forhold, der er af betydning for de tiltrædende landes pengepolitiske strategi forud for deres euromedlemskab.

PENGE- OG VALUTAPOLITIK I TILTRÆDESESLANDENE

De nye EU-lande har meget forskellige penge- og valutapolitiske strategier ved indtrædelsen. Valutapolitikken spænder fra meget stram styring af valutakursen i nogle lande til fri flydning i andre. Modstykket hertil er, at graden af pengepolitisk uafhængighed, dvs. muligheden for at tilrettelægge pengepolitikken efter den indenlandske økonomiske situation, spænder fra ingen uafhængighed i lande med helt fast valutakurs til i princippet fuld uafhængighed i lande, hvor valutakursen flyder frit.

Overordnet set søger de mindre lande (Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta og Slovenien) i højere grad at styre udviklingen i valutakursen, end de større lande (Polen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn). De større lande har dog alle tidligere forsøgt sig med strammere styring af valutakursen.

Pengepolitikken i de små tiltrædende lande er i overvejende grad indrettet på at opfylde den valgte valutakursmålsætning. Estland og Litauen har helt opgivet den selvstændige pengepolitik til fordel for currency boards¹ over for euroen. Maltas fastkurspolitik over for en kurv af valutaer (euro, dollar og britiske pund), det snævre bånd mellem den lettiske lat og SDR², og det i praksis snævre bånd mellem det cypriotiske pund og euro giver de respektive centralbanker meget lidt handlefrihed. I Slovenien har centralbanken de seneste år sikret en stabil udvikling i valutakursen i form af en jævn svækkelse af tolaren over for euro.

I de fire største tiltrædende lande indrettes pengepolitikken generelt med henblik på at opfylde en inflationsmålsætning. I Polen og Tjekkiet flyder valutaerne frit, og pengepolitikken indrettes alene på at opfylde de fastsatte inflationsmål. Slovakiets centralbank har også et infla-

¹ I et currency board er centralbanken forpligtet til at omveksle national valuta til den valgte ankervaluta på forlangende til en kurs, der er fastsat ved lov. Centralbanken udsteder højst national valuta svarende til værdien af dens valutareserve, jf. fx Bie og Hahnemann (2000).

² SDR er såkaldt særlige trækingsrettigheder udstedt af Den Internationale Valutafond. SDR er defineret som en sammensat valutakursenhed svarende til summen af 0,426 euro, 21 japanske yen, 0,0984 britiske pund og 0,577 amerikanske dollars.

tionsmål, men søger samtidig at imødegå større bevægelser i valutakursen. Endelig er inflationsmålet i Ungarn kombineret med en valutakursmålsætning i form af en annonceret centralkurs over for euro omgivet af et udsvingsbånd på +/- 15 pct.

Skiftene fra stram styring af valutakursen til fri flydning i Tjekkiet og en mere indirekte og løsere styring i Slovakiet blev fremkaldt af valuta-kriser i henholdsvis 1997 og 1998. I Polen er bevægelsen fra styring af valutakursen til fri flydning sket mere gradvist over en længere periode. Ungarn styrede indtil 2001 valutakursen inden for rammerne af et *crawling peg* system, som indebar en jævn svækkelse af forinten.

EN ØKONOMISK MODEL

Der er efterhånden opnået konsensus blandt økonomer om, at den korte rente er det eneste pengepolitiske instrument (se fx Goodhart, 1989 og Woodford, 2003). Der er også enighed om, at prisstabilitet bør være det overordnede mål for pengepolitikken. Men når det kommer til valget af mere specifikke (mellem)mål, så er der som nævnt større forskelle, også i Europa. I Danmark er valutakursen over for euro det direkte pengepolitiske mål, mens andre lande har flere mål, fx stabilisering af inflation og produktion i lande med såkaldt fleksible inflationsmålsætninger.

Den basale analyse af sammenhængen mellem mål og midler i økonomisk politik findes i Tinbergen (1952). Analysen viser, at forholdet mellem antallet af instrumenter og antallet af mål er centralt. I tilfælde af, at antallet af mål er lig antallet af instrumenter, er det i princippet muligt at beregne, hvordan instrumenterne skal justeres for at opnå målene. Hvis antallet af instrumenter overstiger antallet af mål, er der flere måder at nå målene på. I det sidste tilfælde, hvor der er flere mål end instrumenter, kan de opstillede mål normalt ikke nås ved brug af instrumenterne. En afvejning mellem målene bliver derfor nødvendig, medmindre det er muligt at finde nye effektive instrumenter.

Tinbergens analyse er et nyttigt udgangspunkt for en diskussion af sammenhængen mellem mål og midler i pengepolitikken. Derfor gives i det følgende en principiel fremstilling på baggrund af Tinbergens teori.¹ Antag først, at centralbanken kun er interesseret i målvariablen x (fx valutakursen), og at den præcise værdi, som søges opnået, er x^* . Centralbanken antages at have kontrol over et pengepolitisk instrument i (den korte rente), der kan påvirke det valgte mål. Endelig er sammenhængen mellem instrumentet og målet givet ved funktionen f ,

¹ Den formelle fremstilling her har mange lighedspunkter med diskussionen i Johansen (1977), der behandler økonomisk politik generelt.

der til hver værdi af renten antages at knytte en entydig værdi af valutakursen x

$$f(i) = x, \quad i \in I,$$

hvor renten kun kan antage værdier i mængden I (fx ikke-negative værdier). I første omgang ser vi bort fra usikkerhed omkring funktionen f , idet vi antager, at sammenhængen er deterministisk.

Hvis det pengepolitiske mål skal opfyldes gennem fastsættelse af instrumentet, kræver det, at der eksisterer en værdi af i , der løser følgende ligning

$$f(i) = x^*.$$

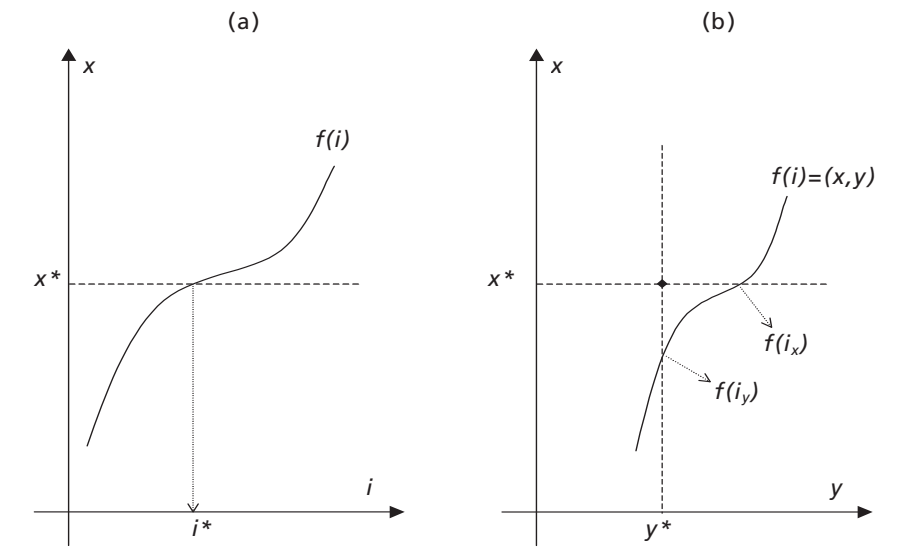
I figur 1(a) vises et tilfælde, hvor der findes en løsning. Hvis den korte rente sættes lig i^* , så opfyldes det pengepolitiske mål – valutakursen antager værdien x^* .

Centralbanken kunne også tænkes at være interesseret i flere målvariable, fx inflation og produktion. Her betragtes tilfældet med to målvariable x og y med tilhørende ønskede værdier x^* og y^* . Sammenhængen mellem den korte rente og målene antages at være givet ved (vektor)funktionen f , der til hver værdi af instrumentet knytter entydige værdier af målvariablene

$$f(i) = (x, y), \quad i \in I.$$

EKSEMPLER PÅ SAMMENHÆNGE MELLEM INSTRUMENT OG MÅL I PENGEPOLITIKKEN: (A) ET MÅL OG (B) TO MÅL

Figur 1



Opfyldelse af de pengepolitiske mål kræver nu, at der eksisterer en løsning til

$$f(i) = (x^*, y^*).$$

Figur 1(b) illustrerer, at det generelt ikke er muligt at opfylde to mål med et instrument. Mulighedskurven $f(i) = (x, y)$ angiver de kombinationer af målvariable, der kan opnås ved at justere instrumentet. Kurven går ikke igennem punktet (x^*, y^*) , hvilket betyder, at der ikke eksisterer en værdi af instrumentet, der sikrer opfyldelse af begge mål på samme tid. Men i eksemplet findes der værdier af instrumentet, der fører til opfyldelse af målene hver for sig: hvis renten sættes lig i_y , vil målet for y blive nået, mens en rente på i_x sikrer, at målet for x opfyldes.

Konklusionen på analysen er, at en centralbank ved at justere sit instrument som regel kan sikre, at ét mål opfyldes præcist. En centralbank, der forsøger at opfylde flere mål ved at justere den korte rente, risikerer at stå over for det problem, at den rente, der sikrer opfyldelsen af det ene mål, måske ikke samtidig sikrer opfyldelsen af det andet mål. I den situation vil centralbanken skulle afveje, hvordan den prioriterer manglende opfyldelse af de forskellige mål, når den fastsætter sit instrument.

UDVIDELSER AF MODELLEN

Den basale model, der blev introduceret ovenfor, tillod en klar fremstilling af det centrale resultat. Men modellen er naturligvis kun en meget rudimentær beskrivelse af pengepolitikken. I dette afsnit diskuteres nogle mulige udvidelser af modellen med særligt fokus på deres betydning for behovet for overensstemmelse mellem antallet af mål og midler i pengepolitikken.

Valg af mål

Målene for pengepolitikken blev i modellen implicit antaget valgt uafhængigt af sammenhængen mellem instrument og målvariable. I det tilfælde er der ikke umiddelbart nogen mekanisme, der sikrer overensstemmelse mellem mål og midler. Hvis de pengepolitiske mål ikke er fastlagt med skelen til, hvilke værdier af målvariable, der kan opnås med instrumentet, vil mulighedskurven derfor kun ved et "heldigt sammentræf" gå igennem målpunktet.

I praksis vælges de pengepolitiske mål på baggrund af centralbankens opfattelse af mulighedskurven. Det er nyttigt at skelne mellem to principielt forskellige fremgangsmåder: 1) Centralbanken vælger løbende sit foretrukne punkt ud fra de mulige punkter på den aktuelle muligheds-

kurve. 2) Centralbanken vælger sine mål ud fra de mulige punkter på en "strukturel" mulighedskurve.

Den aktuelle mulighedskurve kan i princippet give centralbanken et overblik over de udfald (fx kombinationer af inflation og produktion), den p.t. kan opnå ved at justere sit instrument. På basis heraf kan banken løbende vælge sit foretrukne udfald og fastsætte den korte rente i overensstemmelse hermed. Denne type strategi, hvor centralbanken kontinuerligt fastsætter sit instrument efter, hvad der aktuelt er optimalt, er i litteraturen kendt som "diskretionær" pengepolitik. Her over for står den regelbaserede politik, hvor instrumentet fastsættes efter en regel, fx med henblik på at opfylde en på forhånd annonceret målsætning. Kydland og Prescott (1977) og Barro og Gordon (1983) var blandt de første til at beskrive den grundlæggende forskel på de to typer politikker. Deres hovedresultat er, at den diskretionære pengepolitik fører til inflationsbias, idet inflationen bliver højere end med en regelbundet politik. Resultatet bygger på den antagelse, at centralbanken har et mål for produktionen, der er højere end det potentielle niveau. Nyere litteratur har peget på andre ulemper ved at føre diskretionær pengepolitik, som ikke afhænger af, at centralbanken ønsker produktion over det potentielle niveau, se fx Woodford (2003).

Alternativt kan de pengepolitiske mål fastsættes ud fra en strukturel mulighedskurve. Hermed menes, at centralbanken vælger målene ud fra sin model af de strukturelle sammenhænge i økonomien, der på lidt længere sigt må formodes at dominere udviklingen. På denne måde kan centralbanken sikre, at der ikke er nogen underliggende konflikt mellem dens mål. Et eksempel kunne være en centralbank, der ønsker at minimere udsvingene i inflation og produktion, og som mener, at der på kort sigt er en positiv sammenhæng mellem inflation og outputgab¹. Ved at vælge den potentielle produktion som målet for produktionen – dvs. et mål for outputgab på nul – opnår centralbanken, at produktionsmålet er konsistent med uændret inflation. Dermed vil en situation, hvor outputgabet er nul og inflationsmålet opfyldt, være en ligevægtssituation, hvor der ikke er underliggende mekanismer i økonomien, der trækker i retning af at underminere mål opfyldelsen.

Den fleksible inflationsmålsætning er netop baseret på bagvedliggende mål om stabilisering af inflation og produktion. Men det er værd at bemærke, at man under ret generelle antagelser om modellen for økonomien kan vise, at den optimale pengepolitik, givet mål om stabilisering af inflation og produktion, kan formuleres som et fast mål i form af

¹ Outputgab er forskellen mellem den faktiske produktion og den potentielle produktion (dvs. produktionen i en langsigtligvægt med fuld beskæftigelse og fleksible priser).

en værdi for (den forventede værdi af) inflationen på mellemlangt sigt (se fx Svensson (1997)). Derfor kan det diskuteres, hvorvidt den fleksible inflationsmålsætning inden for rammerne af denne artikels model bedst fortolkes som havende et eller to mål.

Det vil også være en fordel ved de valgte mål, hvis afvigelser fra målene kræver den samme (kvalitative) ændring af det pengepolitiske instrument. I eksemplet med den fleksible inflationsmålsætning vil det være opfyldt, hvis et positivt outputgab oftest er kombineret med inflation over målet (fx som følge af et positivt efterspørgselsstød), da den optimale pengepolitiske reaktion på begge disse afvigelser vil være en forhøjelse af den korte rente. Givet en sådan sammenhæng mellem de pengepolitiske mål, vil centralbanken normalt ikke stå over for et dilemma med hensyn til fastsættelsen af den korte rente på andet end det helt korte sigt, jf. fx Svendsen, Røisland og Olsen (2004).

Målzoner

En af antagelserne i modellen er, at centralbankens mål er en eksakt værdi for en eller flere målvariabler. Mens det er i overensstemmelse med målet i visse centralbanker, fx de baltiske landes currency boards, så er der også mange centralbanker, der nøjes med en bredere målzone. I Danmarks tilfælde er der i forbindelse med ERM2-samarbejdet fastlagt et smalt udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. for kronen omkring centralkursen over for euro,¹ og i de fleste lande med inflationsmålsætning sigter centralbanken efter at holde inflationen inden for et interval på typisk +/- 1 pct. omkring målet.

En af årsagerne til, at centralbanker ikke forsøger at opnå, at målvariablen kontinuerligt antager en eksakt værdi, er, at en sådan strategi ville kræve meget hyppige ændringer af instrumentet. Stor variabilitet i instrumentet vanskeliggør centralbankens kommunikation med omverdenen og reducerer muligheden for at sende et klart pengepolitisk signal. Dertil kommer, at i regimer med stor usikkerhed om effekten af ændringer i instrumentet på målvariablen vil det i praksis kun være muligt at holde målvariablen inden for et interval.

Modellen kan udvides til situationen med målzoner. I stedet for x^* beskrives centralbankens mål som et interval, fx $[\underline{x}^*; \bar{x}^*]$. Eftersom målet gøres bredere, vil der være flere værdier af instrumentet, der resulterer i en opfyldelse af målet, og dermed en vis forøgelse af spillerummet i pengepolitikken. For en centralbank med to mål vil en overgang til målzoner alt andet lige øge sandsynligheden for samtidig at kunne opfylde målene.

¹ De senere år har kronen været stabiliseret tæt på centralkursen.

Flere mulige ligevægte

Modellen indebærer, at sammenhængen mellem det pengepolitiske instrument og de pengepolitiske mål kan beskrives med en funktion, hvilket er ensbetydende med, at der til hver værdi af instrumentet kun svarer én værdi af målene. Hertil kan man indvende, at der findes økonomiske modeller, hvor fx forventningsdannelsen implicerer, at flere ligevægte er mulige. Mere specifikt kan økonomiens ligevægt – og dermed værdierne af målvariablerne – ændres alene som følge af skift i forbrugernes og virksomhedernes forventninger til den fremtidige pengepolitik. Muligheden for flere ligevægte vil alt andet lige gøre det sværere for centralbanken at nå netop den ligevægt, hvor målene indfries.

Transmissionsmekanismen

Sammenhængen mellem centralbankens instrument og de målvariabler, den er interesseret i, benævnes ofte den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Den involverer i virkeligheden også en lang række andre økonomiske variabler og sammenhænge. Modellens funktion f er en "reduceret form" heraf, som sammenfatter alle de underliggende elementer. I en fuldt specificeret model af samfundsøkonomien vil den korte rente, der fastsættes af centralbanken, og målvariablerne (fx valutakursen eller inflation og outputgab) indgå på linje med andre makroøkonomiske variabler som fx forbrug, investering, offentlig saldo, betalingsbalance, lang rente og relevante udenlandske variabler. Sammenhængen mellem centralbankens instrument og mål i den aggregerede model kan bestemmes ved at løse modellen for forskellige værdier af det pengepolitiske instrument og finde de tilhørende værdier for centralbankens målvariabler. Når funktionen, der binder instrument og mål sammen, er fundet på denne måde, er der i processen gjort antagelser om værdien af de øvrige variabler og om de økonomiske sammenhænge, der indgår i den aggregerede model. Den beregnede funktion er derfor kun gyldig, så længe disse hjælpeantagelser holder.

Et eksempel på en hændelse, der kan føre til et skift i funktionen f , er en finanspolitisk lempelse. Hvis centralbankens mål er en stabil valutakurs, kan en uventet lempelse af finanspolitikken betyde et nedadrettet pres på valutaen. Den hidtidige sammenhæng mellem den korte rente og valutakursen holder derfor ikke længere, og en pengepolitisk stramning er nødvendig, hvis valutakursmålet skal opfyldes. En centralbank med mål for inflation og outputgab kan ligeledes opleve, at den værdi af den korte rente, der sikrede opfyldelse af målene før en finanspolitisk lempelse, ikke gør det efter lempelsen. Som regel vil en lempelse af finanspolitikken føre til øget inflation og et positivt outputgab, og cen-

tralbanken vil derfor skulle hæve renten for at reducere efterspørgslen, så dens mål igen opfyldes.

Påvirkninger fra udlandet kan også føre til skift i transmissionsmekanismen. Fx er det oplagt, at kursen mellem to valutaer bestemmes af den økonomiske udvikling og politik i begge lande. Derfor vil en centralbank med et valutakursmål opleve hyppige skift i mulighedskurven, som følge af fx ændringer i pengepolitikken i ankerlandet. I figur 1(a) svarer det til, at funktionen f rykkes, og at den rente, der sikrer opfyldelsen af valutakursmålet, ændres. Men også for en centralbank med et inflationsmål kan udlandets påvirkning give anledning til skift, der kræver en pengepolitisk ændring for at bevare prisudviklingen på sporet.

Generelt er der mange typer af ændringer i det økonomiske system, der kan medføre ændringer i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Skift i finanspolitikken og påvirkninger fra udlandet er vigtige eksempler, men strukturelle skift i økonomien – fx som følge af innovation på de finansielle markeder – kan have lignende effekter. Konsekvensen for centralbanken er, at det er vanskeligere at føre pengepolitik, end den basale model tilsiger. Sammenhængen mellem det pengepolitiske instrument og målene er ikke invariant, og centralbanken må derfor være parat til at justere pengepolitikken i tilfælde af, at sammenhængen ændres.

Finanspolitikkenes betydning for centralbankens evne til at nå sine mål implicerer også, at det kan blive nødvendigt at ændre finanspolitikken, hvis pengepolitikken ikke alene kan sikre opfyldelsen af de pengepolitiske mål. Eksempelvis kan manglende tillid til den økonomiske politik i et land, der fører fastkurspolitik, give anledning til et pres på valutaen, som ikke nødvendigvis kan imødegås med strammere pengepolitik, men som i stedet må adresseres gennem en finanspolitisk korrektion.

Dynamisk transmission

I denne artikels model skelnes der heller ikke mellem dynamiske og statiske sammenhænge. I tilfælde af, at ændringer i det pengepolitiske instrument først har effekt på de pengepolitiske mål efter nogen tid, bliver centralbankens opgave klart vanskeligere. Når pengepolitikken tilrettelægges efter en fleksibel inflationsmålsætning, er sammenhængen dynamisk, fordi målet er at styre inflationen på mellemlangt sigt. Når centralbanken ændrer den korte rente, sker det således for at påvirke inflationen om fx to år.¹ Det betyder, at centralbanken ikke umiddel-

¹ Årsagen til, at det ikke er den aktuelle inflation, der søges styret, når pengepolitikken tilrettelægges efter en fleksibel inflationsmålsætning, er, at ændringer i det pengepolitiske instrument ikke antages at have effekter på prisudviklingen før efter en vis periode.

bart kan vurdere, om en ændring i det pengepolitiske instrument har den ønskede effekt på dens målvariabel.

For en centralbank med en valutakursmålsætning er sammenhængen mellem instrument og mål derimod statisk i den forstand, at ændringer i den korte rente påvirker valutakursen øjeblikkeligt. Derfor kan centralbanken meget hurtigt se, om renteændringen har den tilsigtede effekt på valutakursen.

Generelt er modellens resultater dog ikke afhængige af målenes horisont. Inden for modellens rammer kan man analysere andre tilfælde som fx flere mål med forskellig horisont. En pengepolitisk strategi baseret på et inflationsmål på mellemlangt sigt og et valutakursmål, der skal overholdes kontinuerligt, er således blot et specialtilfælde af situationen med to mål. Men det er klart, at horisonten for det pengepolitiske mål har stor betydning for "teknikken" i centralbankens implementering af pengepolitikken og for dens kommunikation med omverdenen, jf. fx Storgaard (2002).

Stokastisk transmission

I modellen er transmissionsmekanismen beskrevet som en deterministisk sammenhæng. Men transmissionen fra det pengepolitiske instrument til målene er i praksis forbundet med usikkerhed. Når centralbanken ændrer den korte rente, så kendes effekten på valutakursen eller den fremtidige inflation ikke præcist. Vigtigheden heraf afhænger af, hvorvidt sammenhængen mellem instrument og mål er dynamisk eller ej. Jo længere og mere kompliceret transmissionsmekanismen er, jo større vil risikoen være for, at fx uventede stød til økonomien betyder, at centralbankens mål ikke nås. Udvidelse af modellen til tilfældet med stokastisk sammenhæng mellem middel og mål gør det mere sandsynligt, at centralbanken ikke rammer sit mål præcist, og mindsker ikke behovet for overensstemmelse mellem antallet af midler og mål i pengepolitikken.¹

PENGEPOLITISKE STRATEGIER I SMÅ, ÅBNE ØKONOMIER

I en åben økonomi med frie kapitalbevægelser må man generelt vælge mellem at stabilisere valutakursen eller have en uafhængig pengepolitik. Det skyldes, at en pengepolitik rettet mod indenlandske mål, en fast valutakurs og frie kapitalbevægelser udgør en "umulig treenighed",

¹ En tidlig undersøgelse af betydningen af usikkerhed om effekten af ændringer i instrumentet på målvariablen findes i Brainard (1967). Et eksempel på en nyere analyse af samme problemstilling er Giannoni (2002).

idet kun to af de tre på sigt kan være indbyrdes konsistente, jf. fx Obstfeld, Shambaugh og Taylor (2004).¹

De to eksempler på pengepolitiske strategier, der blev anvendt i diskussionen af modellen ovenfor – valutakursmålsætning og inflationsmålsætning – overholder denne grundlæggende betingelse. Begge strategier stiler efter at nå pengepolitikens overordnede mål om prisstabilitet, men på hver sin måde. Mens valutakursmålsætningen er en ekstern målsætning, hvor prisudviklingen søges stabiliseret ved at have en fast valutakurs som økonomiens nominelle anker, er et inflationsmål en intern målsætning, hvor målet for inflationen på mellemlangt sigt tjener som det nominelle anker.

I tilknytning til det grundlæggende teoretiske argument, at en fast valutakurs er inkonsistent med en uafhængig pengepolitik, når kapitalbevægelserne er frie, er der en række andre egenskaber ved fastkurspolitik, der gør det vanskeligt at kombinere denne strategi med fx en inflationsmålsætning.

For det første er der den vigtige forskel på de to strategier, at transmissionen fra den korte rente til valutakursen som regel er øjeblikkelig, mens den fulde effekt af renteændringer på inflation og outputgab typisk er op til to år forsinket.

Den teoretiske årsag til, at ændringer i den korte rente ofte har umiddelbare konsekvenser for valutakursen, er, at valutakurser er "fremadskuende" aktivpriser. Udover pengepolitiske indgreb i såvel ind- som udland, kan også andre "nyheder" om den økonomiske udvikling i de to lande, der påvirker det forventede fremtidige afkast af de to valutaer, hurtigt føre til betydelige kapitalbevægelser og ændringer i kursen. Derfor må en centralbank med en valutakursmålsætning konstant være parat til at ændre den korte rente for at imødegå en uønsket bevægelse i valutakursen. Da der vil være store gevinster at hente for spekulanterne, hvis et pres på valutaen resulterer i en de- eller revaluering af valutakursen, må centralbanken under en valutakrise være parat til at ændre renten betydeligt for at forsvare valutaen.

Hertil kommer den yderligere komplikation, at der ikke findes nogen økonomisk teori, som på tilfredsstillende vis er i stand til at forudsige udviklingen i valutakursen på kort sigt, jf. fx Meese og Rogoff (1983) og Faust, Rogers og Wright (2003). Som konsekvens heraf kan en centralbank, der ønsker at styre valutakursen, ikke basere sig på modelbaserede beregninger, og centralbankens strategi må også af denne grund

¹ I et troværdigt fastkursregime vil renten være tæt på renten i ankerlandet, da afkastet af placeringer i de to valutaer må være ens, når kapitalbevægelserne er frie, og der ikke er forventninger om ændringer af valutakursen. Derfor er det ikke muligt for centralbanken samtidigt at føre en selvstændig pengepolitik, da det netop forudsætter evnen til at sætte en rente, der er forskellig fra renten i ankerlandet.

være lagt an på løbende reaktioner på den aktuelle udvikling. I et troværdigt fastkursregime vil forventningerne til den fremtidige valutakurs ligge tæt på valutakursmålet, og ændringer af den korte rente med henblik på at stabilisere den aktuelle valutakurs vil derfor ikke påvirke renter med længere løbetid.

Når pengepolitikken tilrettelægges efter en fleksibel inflationsmålsætning, er det underliggende formål at bringe inflationen og outputgabet så tæt på de fastsatte mål som muligt. Opgaven for centralbanken kompliceres af, at der er betydelig træghed i udviklingen i priser og produktion.¹ Desuden er gennemslaget fra en ændring i den korte rente til den aggregerede efterspørgsel – herunder forbrug og investeringer – forbundet med usikkerhed både med hensyn til styrke og hastighed.

Modellen ovenfor og den efterfølgende diskussion peger på risikoen for, at mål for inflation og outputgap ikke kontinuerligt kan opfyldes præcist af centralbanken ved brug af renteinstrumentet. Hertil kommer, at centralbankens prioritering af de to mål i praksis kan forekomme uklar og varierende over tid. Som følge af trægheden i inflation og produktion vil skift i fokus dog ligesom renteændringer være forholdsvis længe om at slå igennem og næppe give anledning til abrupte effekter.

Valutakursen er en vigtig transmissionskanal for pengepolitikken i lande med inflationsmålsætning, idet ændringer af den korte rente af hensyn til den fremtidige prisudvikling hurtigt vil påvirke valutakursen og dermed importpriserne. Udover de udsving, der kan tilskrives pengepolitiske renteændringer, er det velkendt, at flydende valutakurser udviser betydelig volatilitet på kort sigt, og at længerevarende afvigelser fra ligevægtsværdier kan forekomme. Sådanne afvigelser kan komplicere opfyldelsen af målene for inflation og outputgap. Der er således ikke tegn på, at disse lande til gengæld for højere valutakursvolatilitet har lavere volatilitet i inflation og produktion end lande, der fører fastkurspolitik, jf. Christensen og Hansen (2003) for en undersøgelse af de seneste års udvikling i de nordiske lande.²

Samlet set er der således flere forhold, der gør det særligt vanskeligt for en centralbank med et valutakursmål også at have andre mål. Valutakursen er en fremadskuende aktivpris, som påvirkes øjeblikkeligt af

¹ I en økonomi med lav eller moderat inflation ændres mange priser kun sjældent, fordi omkostningerne forbundet med at overveje og gennemføre prisændringer ofte overstiger fordelene. Ligeledes sker tilpasninger af produktionen af varer og tjenester til ændrede efterspørgselsforhold langsomt idet udsving i salget i første omgang ofte forsøges imødegået gennem lageropbygning eller -nedbrydning.

² Forfatterne peger på, at en del af forklaringen kan være, at en mellemfristet orientering af finanspolitikken og en konsekvent fastkurspolitik skærmer et lands økonomi mod de hjemmelavede stød, som stammer fra en kortsigtet finanspolitik og fra fluktuationer i valutakursen.

pengepolitiske ændringer i ind- og udland og skift i forventningerne til den fremtidige pengepolitik. Derfor vil pengepolitiske indgreb af hensyn til opfyldelsen af andre mål – fx et inflationsmål eller et mål for outputgabet – som oftest også føre til udsving i valutakursen, som derfor vil afvige fra det fastsatte mål.

Hvis centralbanken ikke har et helt fast mål for valutakursen, men i stedet ønsker at holde kursen inden for et bånd, opnås som nævnt en vis grad af manøvrerum i rentefastsættelsen. En bred målzone kan således give centralbanken mere handlefrihed i pengepolitikken til fx også at forfølge et inflationsmål, men det vil ske på bekostning af indflydelsen på valutakursen. I tilfælde af, at markedskursen alligevel når udsvingsgrænserne, vil centralbanken blive tvunget til at vælge mellem at flytte/opgive båndet eller forsvare valutakursen ved at ændre renten. Hvis centralbanken vælger den sidste løsning, er der en risiko for, at banken får problemer med at opfylde inflationsmålet.

STRATEGIER FREM MOD EUROMEDLEMSKAB

For de nye EU-lande er euromedlemskab sigtepunktet for de kommende års udvikling i penge- og valutapolitikken. Optagelse i euroen kræver opfyldelse af en række konvergenskriterier, bl.a. krav om lav inflation og deltagelse i ERM2 uden alvorlige spændinger i mindst to år, herunder uden devaluering på eget initiativ. Prisstabilitet i bred forstand er en nødvendig forudsætning for samtidigt at kunne opfylde betingelserne om en stabil indenlandsk prisudvikling og en stabil valutakurs.

Konvergenskriterierne betyder, at stabilisering af valutakursen inden for rammerne af ERM2 før eller siden bliver et vilkår for penge- og valutapolitikken i hvert af de tiltrædende lande. Som konsekvens vil en reorientering af pengepolitikken blive nødvendig, hvis centralbanken ikke på nuværende tidspunkt har et valutakursmål, og valutakursvolatiliteten er betydelig.

I den forbindelse viser diskussionen ovenfor, at det generelt kan være problematisk at have andre mål for pengepolitikken, når man ønsker at stabilisere valutakursen. I det specifikke tilfælde, hvor kravet om stabil valutakurs og lav inflation kun vedrører en kort periode, er det imidlertid ikke sikkert, at der vil opstå modsætninger mellem valutakursstabilitet og et inflationsmål. Fx bevarede Finland og Spanien uden større problemer en inflationsmålsætning som en del af pengepolitikken op til deres medlemskab af euroen.¹ Pengepolitikken stod dog ikke alene, idet

¹ En gennemgang af de finske og spanske erfaringer kan findes i henholdsvis Korhonen (2001) og Gutiérrez (1998).

konvergensstrategien i mange af de nuværende eurolande var en samlet pakke, der også omfattede finans- og strukturpolitik, jf. fx Papaspyrou (2004). De seneste års udvikling i Ungarn viser imidlertid, at der ikke blot er tale om en teoretisk risiko for, at centralbanken kan få vanskeligheder med at opfylde to målsætninger.¹

Pengepolitikken vil i perioden op til euromedlemskabet også være påvirket af en række mere tekniske forhold. Hvis det annoncerede indtrædelsestidspunkt er troværdigt, vil rentekurven i det pågældende land fra dette tidspunkt være bundet til rentekurven i euroområdet. Det betyder, at pengepolitikken højst kan påvirke renter, hvis løbetid ikke overstiger tidsrummet indtil den forventede euroindførelse. Efterhånden som indtrædelsestidspunktet nærmer sig, vil pengepolitikken derfor blive stadig mindre effektiv. På grund af den træghed, der er i transmissionen fra den pengepolitiske rente til produktion og inflation, vil pengepolitikens indflydelse på disse variabler svækkes tidligere end på fx valutakursen.

En anden vigtig sammenhæng er rentepariteten, der binder renten i tiltrædelseslandet sammen med renten i euroområdet og den nuværende og fremtidige kurs mellem tiltrædelseslandets valuta og euroen. Givet renten i euroområdet og markedets forventning til indtrædelseskursen, vil en ændring af den korte rente i tiltrædelseslandet føre til en ændring i (spot) valutakursen. Medmindre markedets forventning til indtrædelseskursen samtidig ændres, vil en ændring af den pengepolitiske rente i tiltrædelseslandet således føre til en umiddelbar ændring af valutakursen. Det vil derfor være vanskeligt for centralbanken at gennemføre renteændringer af hensyn til fx opfyldelsen af et inflationsmål uden at skabe volatilitet i valutakursen.

Når pengepolitikken tilrettelægges efter at holde valutakursen fast, vil markedet til stadighed vurdere, om strategien er troværdig, og tvivl om målsætningens holdbarhed kan føre til spekulation mod valutaen. I tiden op til et lands indtræden i en møntunion vil der ikke være mindre fokus på, om den valgte strategi er holdbar. Det stiller yderligere krav til centralbanken, der må være parat til at anvende pengepolitikken til at imødegå spekulative angreb. I det omfang, tvivlen om strategien for eurodeltagelse skyldes den øvrige økonomiske politik, kan det i sagens natur også være nødvendigt fx at korrigere finanspolitikken.

¹ I begyndelsen af 2003 måtte centralbanken lempe pengepolitikken betydeligt for at holde valutaen inden for udsvingsbåndet over for euro. Efter en devaluering i juni, strammede centralbanken pengepolitikken i flere omgange gennem resten af året for at undgå, at valutaen blev for svag. Centralbankens politik formåede at holde valutaen inden for udsvingsbåndet, men det annoncerede inflationsmål for slutningen af 2003 blev overskredet, bl.a. som følge af svækkelsen af valutaen gennem året.

LITTERATUR

Barro, Robert J. og David B. Gordon (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No.1.

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

Brainard, William (1967), Uncertainty and the Effectiveness of Policy, *American Economic Review*, Vol. 57, No. 2.

Christensen, Anders Møller og Niels Lynggård Hansen (2003), Volatilitet i inflation og økonomisk aktivitet i Norden, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Faust, Jon, John H. Rogers og Jonathan H. Wright (2003), Exchange rate forecasting: the errors we've really made, *Journal of International Economics*, Vol. 60, No. 1.

Giannoni, Marc P. (2002), Does Model Uncertainty Justify Caution? Robust Optimal Monetary Policy in a Forward-Looking Model, *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 6, No.1.

Goodhart, Charles (1989), The Conduct of Monetary Policy, *Economic Journal*, Vol. 99, No. 396.

Gutiérrez, Fernando (1998), Monetary Policy Following the Law on the Autonomy of the Banco de España, i J.L.M. de Molina, J. Viñals og F. Gutiérrez (eds.), *Monetary Policy and Inflation in Spain*, London: Macmillan Press.

Johansen, Leif (1977), *Lectures on Macroeconomic Planning*, Amsterdam: North-Holland.

Korhonen, Tapio (2001), Finnish monetary and foreign exchange policy and the changeover to the euro, Bank of Finland, *Discussion Papers*, No. 25.

Kydland, Finn E. og Edward C. Prescott (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, Vol. 75.

Meese, Richard A. og Kenneth Rogoff (1983), Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?, *Journal of International Economics*, Vol. 14, No. 1-2.

Obstfeld, Maurice, Jay C. Schambaugh og Alan M. Taylor (2004), The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility, ikke publiceret, University of California, Berkeley.

Papasprou, Theodoros S. (2004), EMU Strategies: Lessons from Past Experience in View of EU Enlargement, Bank of Greece, *Working Paper*, No. 11.

Storgaard, Peter Ejler (2002), Valutakursregimer og gennemsigthed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Svendsen, Ingvild, Øistein Røisland og Kjetil Olsen (2004), Avveininger i pengepolitikken, Norges Bank, *Penger og Kreditt*, nr. 1.

Svensson, Lars E. O. (1997), Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review*, Vol. 41, issue 6.

Tinbergen, Jan (1952), *On the Theory of Economic Policy*, Contributions to Economic Analysis, volume I, Amsterdam: North-Holland.

Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices*, Princeton: Princeton University Press.

Stabilitets- og vækstpagten – status 2004

Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Manglende efterlevelse af stabilitets- og vækstpagtens krav i tidligere år har givet et stigende antal EU-lande problemer med at overholde traktatens grænse for offentlige budgetunderskud på 3 pct. af BNP under de seneste års svage konjunkturer.

Tyskland og Frankrig overskred i 2003 for andet år i træk 3-pct. grænsen. Storbritannien, Holland og Grækenland overskred også grænsen i 2003. Tysklands og Frankrigs overskridelser førte i efteråret 2003 til, at stabilitets- og vækstpagtens procedure vedrørende uforholdsmæssigt store underskud i de to lande blev sat i bero. Overskridelserne har også ført til en intensiveret debat om et eventuelt behov for ændringer i pagtens regelsæt. I denne artikel, som er et led i Nationalbankens årligt tilbagevendende status over stabilitets- og vækstpagten i Kvartaloversigten, opsummeres forløbet omkring budgetunderskudsproceduren og den seneste gennemgang af landenes stabilitets- og konvergensprogrammer. Desuden beskrives en række af forslagene til ændring af pagten.

PAGTENS FORMÅL OG REGELSÆT

I Den Økonomiske og Monetære Union, ØMUen, fastlægges pengepolitikken af Den Europæiske Centralbank, ECB, mens finanspolitikken fastlægges i de enkelte medlemslande. For at sikre sunde offentlige finanser og undgå et u hensigtsmæssigt samspil mellem den fælles pengepolitik og de nationale finanspolitikker indeholder EU-traktaten og stabilitets- og vækstpagten¹ en række spilleregler for finanspolitikken. Den centrale

¹ Stabilitets- og vækstpagten, der har været i kraft siden euroen blev indført som fælles valuta i en række EU-lande 1. januar 1999, består formelt af en topmøderesolution og 2 råde forordninger vedtaget i juni og juli 1997, jf. EF-tidende C 236, 2. august 1997 og EF-tidende L 209, 2. august 1997.

begrænsning i EU-traktaten er forbuddet mod "uforholdsmæssigt store offentlige underskud" bestemt som et underskud på over 3 pct. af BNP. Mens alle EU-lande er omfattet af forbuddet¹, er det kun eurolandene, som kan pålægges at træffe foranstaltninger til at nedbringe uforholdsmæssigt store underskud og pålægges sanktioner.

Stabilitets- og vækstpagten bygger på traktatens 3-pct. regel. En central forpligtelse i pagten er, at alle EU-landene skal tilstræbe, at det offentlige budget på mellemlangt sigt er "tæt på balance eller i overskud". Kravet om "tæt på balance eller i overskud" vil sikre, at de såkaldte automatiske stabilisatorer² kan virke frit til at dæmpe en "normal" lavkonjunktur uden risiko for, at denne budgetforværring fører til et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud. Tolkningen af denne forpligtelse om "tæt på balance" har undergået en udvikling siden pagtens ikrafttrædelse i 1999. I de senere år har Europa-Kommissionen i praksis fortolket forpligtelsen i pagten som en cyklisk korrigeret budgetsaldo³ på mindst nul, idet der dog tillades en usikkerhedsmargen på 0,5 pct. af BNP.⁴

I lyset af, at mange eurolande befandt sig langt fra "tæt på balance" og nærmede sig 3-pct. grænsen, formulerede eurogruppen (eurolandenes økonomi- og finansministre) i oktober 2002 det princip, at de lande, som endnu ikke havde opnået et budget "tæt på balance eller i overskud", skulle nedbringe det cyklisk korrigerede underskud med mindst 0,5 pct. af BNP pr. år, indtil man var tæt på balance eller i overskud. Ecofin-Rådet (EU-landenes økonomi- og finansministre) præciserede yderligere i marts 2003, at der i vurderingen af, om et land overholder pagten, skal lægges vægt på landespecifikke forhold, herunder bl.a. de offentlige finansers langsigtede holdbarhed. Implicit giver det mulighed for en lidt mere fleksibel fortolkning af "tæt på balance" for lande med forholdsvis lav offentlig gæld.

Ud over verbal kritik er der ikke knyttet sanktioner til en overtrædelse af pagten, så længe underskuddet forbliver under 3 pct. af BNP.

¹ Undtagen Storbritannien, som har en særlig undtagelse, så længe landet ikke deltager i euroen.

² Den økonomiske aktivitet påvirker det offentlige budget direkte gennem de automatiske stabilisatorer. Under en højkonjunktur forbedres budgetsaldoen automatisk via lavere udgifter til fx arbejdsløshedsunderstøttelse samt højere skatteindtægter, og dette medvirker samtidig til at dæmpe vækstudsvingene. Under en lavkonjunktur vil der tilsvarende forekomme en forværring af budgettet, der igen medvirker til at mindske afmatningen.

³ Den offentlige budgetsaldo påvirkes af en række forhold, herunder især konjunktursituationen via de automatiske stabilisatorer, der ikke direkte vedrører den egentlige finanspolitik. En opgørelse af saldoen korrigeret for konjunkturudviklingen, en såkaldt cyklisk korrigeret saldo, giver derfor et mere retvisende billede af den egentlige finanspolitiske udvikling. Den cyklisk korrigerede saldo indeholder dog altid elementer af skøn, og er dermed behæftet med usikkerhed. Vedrørende problemstillingen om beregning af cyklisk korrigerede budgettal henvises til Allan Bødskov Andersen, *Cyklisk korrigerede offentlige budgetbalancer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

⁴ For lande med høj konjunkturfølsomhed på det offentlige budget nævner Europa-Kommissionen, at der kan kræves en endnu bedre cyklisk korrigeret budgetsaldo. Se Europa-Kommissionen, *Public Finances in EMU – 2001*, European Economy, Reports and Studies, No. 3, 2001.

PROBLEMER MED 3-PCT. GRÆNSEN

Som følge af deres overskridelse af 3-pct. grænsen for underskud i 2002 blev proceduren om uforholdsmæssigt store underskud indledt for Tyskland i november 2002 og for Frankrig i april 2003. Når Ecofin-Rådet har konstateret et uforholdsmæssigt stort underskud, vedtager Ecofin-Rådet henstillinger til det pågældende land, som har 4 måneder til at træffe virkningsfulde foranstaltninger. Henstillingerne til Tyskland og Frankrig blev givet henholdsvis i januar 2003 og i juni 2003. Ifølge stabilitets- og vækstpagten skal der rettes op på uforholdsmæssigt store underskud året efter, at underskuddet er konstateret, medmindre der foreligger særlige omstændigheder. For Tyskland og Frankrig ville det have været 2004. Manglende finanspolitisk konsolidering i tidligere år og den fortsatte vækstafmatning betød imidlertid, at underskuddene steg til ca. 4 pct. i 2003 med udsigt til en fortsat overskridelse af 3-pct. grænsen i 2004. Europa-Kommissionen foreslog på den baggrund i efteråret 2003, at Ecofin-Rådet skulle pålægge Tyskland og Frankrig at gennemføre finanspolitiske stramninger for at rette op på underskuddet. Europa-Kommissionens forslag indebar dog, at de finanspolitiske stramninger blev spredt over 2004 og 2005 af hensyn til den lave økonomiske vækst, så budgetunderskuddene først for året 2005 skulle komme under 3-pct. grænsen. Var pålæggene blevet vedtaget og efterfølgende ikke gennemført af de to lande, ville Ecofin-Rådet som næste skridt skulle have truffet beslutning om, hvorvidt der skulle indføres sanktioner mod landene.

Til trods for, at Europa-Kommissionens forslag strakte sig langt i tolkningen af pagtens regelsæt¹, kunne forslaget ikke samle det fornødne flertal i Ecofin-Rådet på dets møde 25. november 2003. Ecofin-Rådet vedtog i stedet et sæt ikke-juridisk bindende rådskonklusioner, der blødgjorde konsolideringskravene til Tyskland og Frankrig i 2004 en smule i forhold til Europa-Kommissionens forslag, men dog samtidig fastholdt kravet om afvikling af de uforholdsmæssigt store underskud senest i 2005. Kun eurolandene deltog i afstemningen om rådskonklusionerne, der blev vedtaget med et snævert flertal. Ecofin-Rådet satte i kraft af rådskonklusionerne endvidere proceduren om uforholdsmæssigt store underskud i bero i de to lande, således at der ikke i første omgang kan blive tale om at pålægge de to lande sanktioner. Det blev dog understreget, at man er parat til at gå videre med proceduren på grundlag af henstillinger fra Europa-Kommissionen, såfremt de to lande ikke lever op til forpligtelserne i de vedtagne rådskonklusioner.

¹ Der er efterfølgende rejst tvivl om, hvorvidt Europa-Kommissionens forlængelse af fristen for at rette op på budgetunderskuddene til 2005 var i overensstemmelse med "ånden" i pagten, jf. Deutsche Bundesbank (2004), s. 67.

Fremgangsmåden i proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud er beskrevet i traktaten (artikel 104) og uddybet og præciseret i stabilitets- og vækstpagten.

Forløbet er som følger:

Når der konstateres en overtrædelse af 3-pct. grænsen for offentlige budgetunderskud, igangsættes proceduren ved, at Kommissionen udarbejder en rapport om situationen. Senest 3 måneder efter, at underskuddet er konstateret, skal Ecofin-Rådet vedtage en henstilling til landet, som skal gives en frist på højst 4 måneder til at træffe virkningsfulde foranstaltninger. Desuden skal der fastsættes en deadline for, hvornår underskuddet skal være bragt ned under 3-pct. grænsen, normalt senest året efter at underskuddet er konstateret.

Hvis Ecofin-Rådet efter ovennævnte frist på højst 4 måneder konstaterer, at der ikke er truffet effektive foranstaltninger til at nedbringe underskuddet, skal Rådet pålægge landet inden for en given tidsfrist at gennemføre en række tiltag, som Rådet finder nødvendige for at løse budgetproblemet. Hvis landet ikke gennemfører disse tiltag, skal Rådet senest to måneder efter træffe beslutning om at pålægge landet sanktioner.

Sanktionerne skal i henhold til stabilitets- og vækstpagten normalt altid omfatte en første ikke-rentebærende deponering hos EU af 0,2 pct. af landets BNP samt et tillæg, som afhænger af, hvor meget underskuddet afviger fra 3-pct. grænsen. I de følgende år kan der træffes beslutning om yderligere deponering, hvis størrelse afhænger af, hvor meget underskuddet afviger fra 3-pct. grænsen. Deponeringen kan højst udgøre 0,5 pct. af BNP pr. år. Hvis underskuddet ikke korrigeres, konverteres deponeringen efter 2 år normalt til en bod.

Ecofin-Rådets konklusioner tilsidesatte således det forudsete forløb i proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud, jf. boks 1. Europa-Kommissionen besluttede på den baggrund i januar 2004 at indbringe proceduren omkring Ecofin-Rådets beslutning fra 25. november 2003 for EF-Domstolen med henblik på at få skabt juridisk klarhed og forudsigelighed omkring pagtens regelsæt, også af hensyn til den fremtidige håndhævelse af reglerne. Ifølge Kommissionens opfattelse kunne Ecofin-Rådet have valgt at ændre i indholdet af Kommissionens forslag, men ikke den "juridiske form", som henstillingerne til de to lande skulle gives i. Der skulle have været tale om "pålæg" i stedet for ikke-juridisk bindende rådskonklusioner. Målet med Kommissionens sagsanlæg er ikke at påtvinge Tyskland og Frankrig yderligere konsolideringstiltag. EF-Domstolen ventes at afsige kendelse i sagen medio 2004.

Proceduren om uforholdsmæssigt store underskud i Portugal blev ophævet af Ecofin-Rådet i maj 2004. Proceduren blev iværksat i september

STABILITETS- OG KONVERGENSPROGRAMMERNES OFFENTLIGE BUDGETSKØN
I EU-LANDENE 2004-2007

Tabel 1

Pct. af BNP	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Eurolandene</i>								
Belgien	0,2	0,5	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3
Finland	7,1	5,2	4,3	2,3	1,7	2,1	2,1	2,2
Frankrig	-1,4	-1,5	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,2	-1,5
Grækenland	-2,0	-1,4	-1,4	-3,2	-1,2	-0,5	0,0	-
Holland	2,2	-0,0	-1,9	-3,2	-2,3	-1,6	-0,9	-0,6
Irland	4,4	1,1	-0,2	0,2	-1,1	-1,4	-1,1	-
Italien	-0,6	-2,6	-2,3	-2,4	-2,2	-1,5	-0,7	0,0
Luxembourg	6,3	6,3	2,7	-0,1	-1,8	-2,3	-1,5	-
Portugal	-2,8	-4,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,2	-1,6	-1,1
Spanien	-0,9	-0,4	0,0	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3
Tyskland	1,3	-2,8	-3,5	-3,9	-	-2,5	-2,0	-1,5
Østrig	-1,5	0,2	-0,2	-1,1	-0,7	-1,5	-1,1	-0,4
Euro 12	0,2	-1,6	-2,3	-2,7	-2,3	-1,8	-1,2	-0,7
<i>Udelandene</i>								
Danmark ²	2,6	3,1	1,7	1,5	1,5	2,0	2,0	2,3 ³
Storbritannien ⁴	3,8	0,7	-1,6	-3,2	-2,6	-2,4	-2,1	-2,0
Sverige	5,1	2,8	-0,0	0,7	0,4	1,2	1,6	-
EU-15	1,0	-1,0	-2,0	-2,6	-2,2	-1,7	-1,2	-0,9

Anm.: De "farvede" lande er lande, som havde underskud på mindst 3 pct. i 2003.

Kilde: Tallene for 2004-07 er fra 5. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne, mens tallene for 2000-03 er endelige tal fra Europa-Kommissionen.

¹ Inkl. revision efter reformpakke af 17. december 2003, jf. Aktualisering des deutschen Stabilitätsprogram, januar 2004, Bundesministerium der Finanzen.

² Tal udarbejdet i overensstemmelse med definitionen anvendt i EU i henhold til proceduren om uforholdsmæssigt store underskud.

³ Mål for 2010.

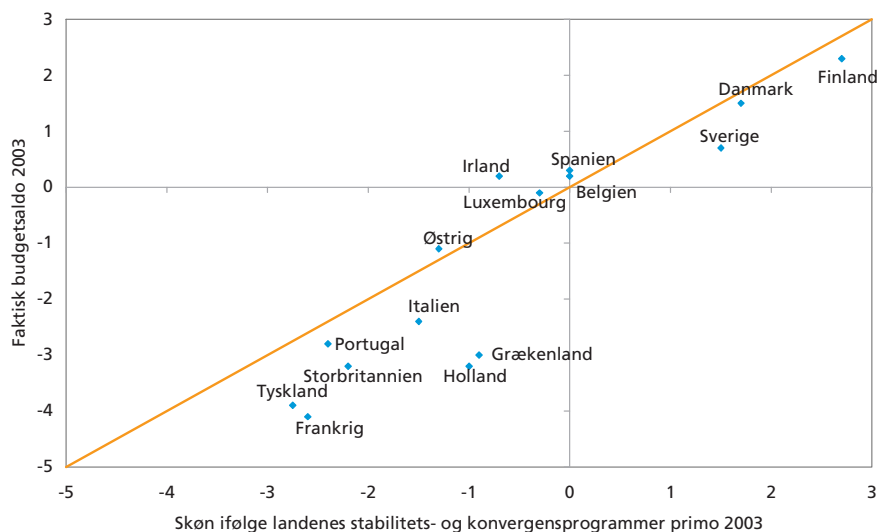
⁴ Baseret på tallene for finansårene fra 2000-01 til 2007-08.

2002 efter det stod klart, at budgetunderskuddet i Portugal i 2001 var på 4,4 pct. af BNP. Takket være bl.a. engangstiltag kom Portugal i 2002 og 2003 under 3-pct. grænsen med underskud på henholdsvis 2,7 og 2,8 pct. af BNP. Kommissionen forventer i sin forårsprognose 2004, at Portugal i 2004 og 2005 igen vil overskride grænsen på 3 pct. af BNP, medmindre der foretages yderligere finanspolitiske stramninger.

Gruppen af lande med et budgetunderskud tæt på eller over EU-traktatens grænse på 3 pct. blev i 2003 udvidet med Holland, Storbritannien og Grækenland, jf. tabel 1. Europa-Kommissionen har derfor i april 2004 iværksat proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud for Holland og Storbritannien. En beslutning om Grækenland har afventet en validering af budgettallene for 2003 af Eurostat. I begyndelsen af maj blev budgetunderskuddet i Grækenland i 2003 efter en foreløbig revision opgjort til 3,2 pct. af BNP. Storbritannien, som har en særlig undtagelse, så længe landet ikke deltager i euroen, er ikke omfattet af traktatens forbud mod uforholdsmæssigt store underskud, men

FAKTISK OG SKØNNET BUDGETSALDO 2003

Figur 1



Kilde: Europa-Kommissionen og landenes 4. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne.

er dog forpligtet til at bestræbe sig på at undgå sådanne.¹ Europa-Kommissionen er mild i sin bedømmelse af Storbritannien, da underskuddet i 2004 igen ventes at komme under 3-pct. grænsen, og samtidig er gælden blandt de laveste i EU-landene. Den hollandske overskridelse af 3-pct. grænsen skyldes primært en stærk recession i 2003. Holland gennemførte betydelige offentlige besparelser i 2003, og den hollandske regering har igen i april 2004 taget skridt til en yderligere konsolidering med henblik på at bringe underskuddet under 3-pct. grænsen. Europa-Kommissionen vurderer, at uden sådanne yderligere konsolideringstiltag vil underskuddet forblive over 3 pct. af BNP i 2004 og 2005.

5. OPDATERING AF STABILITETS- OG KONVERGENSPROGRAMMERNE

EU-landene er i henhold til pagten forpligtet til hvert år at udarbejde stabilitetsprogrammer (for eurolandene) eller konvergensprogrammer (for EU-landene uden for eurosamarbejdet). I programmerne skal EU-landene fremlægge deres offentlige budgetplaner for de kommende minimum 3 år. Siden sidste runde af stabilitets- og konvergensprogrammer i begyndelsen af 2003 er væksten i BNP i EU-landene fortsat med at

¹ Storbritannien har ifølge traktatens protokol nr. 25 en særlig undtagelse fra forpligtelsen i traktatens artikel 104, stk. 1, til at undgå store offentlige underskud. Storbritannien er til gengæld bundet af artikel 116, stk. 4, om at bestræbe sig på at undgå uforholdsmæssigt store underskud. I lighed med de øvrige EU-lande uden for euroen gælder artikel 104, stk. 9 og 11, omkring pålæg af foranstaltninger til at nedbringe underskuddet og eventuelle sanktioner ikke for Storbritannien.

HISTORISKE BUDGET- OG VÆKSTSKØN I STABILITETS- OG
KONVERGENSPROGRAMMERNE

Boks 2

EU-landenes stabilitets- og konvergensprogrammer spiller i kraft af den årlige opdatering en vigtig rolle i Europa-Kommissionens og Ecofin-Rådets overvågning af den fiskale udvikling i de enkelte lande. Denne overvågning lettes, desto mere præcise programmernes skøn for den fremtidige udvikling er.

Strauch, Hallerberg og von Hagen (2004) analyserer systematisk, hvor gode de historiske budgetprogrammets prognoser har været sammenlignet med den faktiske udvikling i perioden 1991-2002.¹ Prognosefejlene, beregnet som forskellen mellem den faktiske og forventede udvikling, analyseres dels i relation til længden af forudsigelsesperioden og dels for de enkelte lande.

For budgetskønnene i programmerne i perioden 1991-2002 er den gennemsnitlige afvigelse i forhold til den faktiske udvikling for budgettet ret begrænset, men præcisionen er dog faldende med stigende forudsigelsesperiode. De lave gennemsnitlige afvigelser skyldes primært, at fejlskønnene er symmetrisk fordelt omkring det faktiske resultat. Budgetskønnene for delperioden 1999-2003, hvor programmerne er udarbejdet i henhold til stabilitets- og vækstpagten, er ikke væsentlig anderledes. Præcisionen i de til grund for budgetberegningerne bagvedliggende væksts skøn er nogenlunde på niveau med væksts skøn i internationale organisationer som IMF og Europa-Kommissionen.

For de enkelte lande er der tegn på systematiske afvigelser i skønnene. Portugal, Grækenland, Italien, Frankrig og til dels Tyskland er for optimistiske med hensyn til udviklingen i budgetunderskuddene i deres prognoser. Omvendt har Østrig, Danmark, Sverige, Storbritannien, Luxembourg og Finland systematisk været forsigtige i budgetskønnene i forhold til den faktiske budgetudvikling. Der er nogen grad af sammenhæng mellem forudsigelsesfejl i budgetskønnene og væksts skønnene. Således har især Tyskland, Portugal og Italien overvurderet væksten, mens Irland, Sverige og UK tenderer at undervurdere væksten.

¹ Først med indførelsen af stabilitets- og vækstpagten i 1999 blev programmerne standardiseret.

aftage. Væksten faldt således fra 1,1 pct. i 2002 til 0,8 pct. i 2003. Det udeblevne opsving samt udskydelse af den planlagte finanspolitiske konsolidering medførte for de fleste lande en budgetforværring i forhold til det, der var ventet ved årets begyndelse, jf. figur 1. Det offentlige budgetunderskud for EU-landene under et steg for tredje år i træk fra 2,0 pct. i 2002 til 2,6 pct. i 2003. Kun i Belgien, Irland, Luxembourg, Spanien og Østrig var budgetsaldoen bedre end ventet. Blandt landene med underskud var forventningerne til budgetudviklingen for optimistisk i Storbritannien, Frankrig, Italien, Portugal, Tyskland og især Grækenland og Holland. Boks 2 referer en nylig undersøgelse af stabilitets- og konvergensprogrammernes kvalitet.

De højere underskud i 2003 i flertallet af lande betyder, at den planlagte konsolidering i budgetterne i de kommende år vil tage længere tid end ventet i sidste års programmer. Europa-Kommissionen skønner i sin forårsprognose fra april 2004, at Frankrig, Tyskland, Grækenland, Portu-

CYKLISK KORRIGERET SALDO						Tabel 2
Pct. af BNP	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Eurolandene</i>						
Belgien	0,1	0,7	0,6	0,1	-0,1	0,2
Finland	3,7	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2
Frankrig	-3,8	-3,8	-2,0	-1,4	-0,8	-0,2
Grækenland	-1,6	-3,3	-1,8	-1,1	-0,5	-
Holland	-2,4	-1,7	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5
Irland	-1,9	0,1	-0,5	-0,4	-0,1	-
Italien	-2,2	-1,9	-1,6	-1,1	-0,5	0,1
Luxembourg	1,8	0,0	1,0	0,6	1,2	-
Portugal	-2,6	-1,7	-1,1	-0,6	-0,1	0,4
Spanien	-0,2	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3 ¹
Tyskland	-3,5	-3,2	-2,5	-2,0	-1,5	-1,0
Østrig	-0,3	-0,9	-0,4	-1,3	-1,1	-0,5
<i>Udelandene</i>						
Danmark	0,9	2,0	1,7	2,1	2,0	2,3 ²
Storbritannien	-1,4	-2,8	-2,0	-2,2	-2,1	-2,0
Sverige	-0,6	0,7	1,3	1,8	2,0	-

Anm.: De "farvede" lande er de lande, som ikke opfylder kravet om "tæt på balance eller i overskud" i 2004 eller periodevist bryder med kravet om at reducere det cyklisk korrigerede underskud med 0,5 pct. af BNP om året.

Kilde: Tallene for 2004-07 er fra 5. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne, mens tallene for 2002-03 er endelige tal fra Europa-Kommissionen.

¹ 2004-07 baseret på beregninger af Europa-Kommissionen på baggrund af det spanske stabilitetsprogram.

² Mål for 2010.

gal, Holland og Italien får et underskud over 3-pct. grænsen i 2004, jf. ovenfor, medmindre der foretages yderligere konsolideringstiltag. Frankrig, Italien, Holland og Portugal ventes af Kommissionen også at overskride 3-pct. grænsen i 2005. Kommissionens vækst- og budgetskøn for Italien afviger i 2004 betydeligt fra skønnet i det italienske stabilitetsprogram. Kommissionen har i april 2004 fremlagt forslag til Ecofin-Rådet om at give Italien en såkaldt "tidlig advarsel" med henblik på at undgå uforholdsmæssigt store underskud.¹

Udviklingen i de cyklisk korrigerede underskud

På trods af de stigende budgetmæssige problemer i flere lande er behandlingen af stabilitets- og konvergensprogrammerne i begyndelsen af 2004 foregået uden større spændinger. Ecofin-Rådets udtalelser har da også kun tiltrukket begrænset opmærksomhed i medierne, hvilket må ses i lyset af forløbet omkring Tyskland og Frankrig i november 2003, samt det tomrum der er opstået, indtil resultatet af Europa-Kommissionens sagsanlæg foreligger.

¹ For en beskrivelse af stabilitets- og vækstpaktens varslingsystem henvises til Tina Winther Frandsen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpakten – status 2002, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2002.

OFFENTLIG GÆLD I EU-LANDENE								Tabel 3
Pct. af BNP	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Eurolandene, ifølge Europa-Kommissionen og landenes stabilitetsprogrammer</i>								
Belgien	109,1	108,1	105,8	100,5	97,6	93,6	90,1	87,0
Finland	44,6	43,9	42,6	45,3	44,7	44,9	45,0	44,6
Frankrig	57,2	56,8	58,6	63,0	62,8	63,2	62,8	61,8
Grækenland	106,2	106,9	104,7	103,0	98,5	94,6	90,5	-
Holland	55,9	52,9	52,6	54,8	54,5	53,7	53,0	52,2
Irland	38,4	36,1	32,3	32,0	33,3	33,5	33,3	-
Italien	111,2	110,6	108,0	106,2	105,0	103,0	100,9	98,6
Luxembourg	5,5	5,5	5,7	4,9	5,2	5,0	-	-
Portugal	53,3	55,6	58,1	59,4	60,0	59,7	58,6	57,0
Spanien	61,2	57,5	54,6	50,8	49,6	47,7	45,7	43,8
Tyskland	60,2	59,4	60,8	64,2	65,0	65,5	65,5	65,0
Østrig	67,0	67,1	66,6	65,0	65,8	64,1	62,3	59,9
Euro 12	70,4	69,4	69,2	70,4	70,0	69,4	68,4	67,6
<i>Udelandene, ifølge Europa-Kommissionen og landenes konvergensprogrammer</i>								
Danmark	50,1	47,8	47,2	45,0	41,2	38,7	36,4	27,5 ²
Storbritannien ¹	42,1	38,9	38,5	39,9	40,2	40,8	41,1	41,4
Sverige	52,8	54,4	52,6	51,9	51,5	50,0	48,3	-
EU-15	64,0	63,2	62,5	64,0	63,8	63,3	62,5	61,9

Anm.: De "farvede" lande er de lande, som i 2004 har en offentlig bruttogæld på over 60 pct. af BNP.

Kilde: Tallene for 2004-07 er fra 5. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne, mens tallene for 2000-03 er endelige tal fra Europa-Kommissionen.

¹ Baseret på tal for finansårene 2000-01 til 2007-08.

² Mål for 2010.

Som det fremgår af tabel 2, ventes syv lande ikke at være "tæt på balance eller i overskud i 2004 " i henhold til den af Kommissionen anvendte fortolkning, dvs. en *cyklisk* korrigeret budgetsaldo¹ på minimum -0,5 pct. af BNP. Italien, Holland, Østrig og Storbritannien bryder endvidere periodevist med princippet om at reducere underskuddet med 0,5 pct. af BNP om året.

Gældsudvikling

EU-landenes samlede gældskvote steg fra 2002 til 2003. Tabel 3 viser, at halvdelen af eurolandene i 2003 overskrider grænsen for den offentlige gæld² på 60 pct. af BNP. Belgien, Grækenland og Italien havde i 2003 fortsat en gæld over 100 pct. af BNP. Gældskvoten i Tyskland og Frank-

¹ For en nærmere gennemgang af beregningen af cyklisk korrigeret budgetsaldo og Europa-Kommissionens benchmarks henvises til Tina Winther Frandsen, Stabilitets- og vækstpagten – status 2001, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2001.

² Kriteriet om en offentlig bruttogæld på over 60 pct. af BNP indgår også i proceduren om uforholdsmæssigt store underskud. En overskridelse af 60-pct. grænsen kan dog accepteres, hvis det vurderes, at den offentlige gæld i pct. af BNP er mindsket i tilstrækkeligt omfang og nærmer sig referenceværdien med en tilfredsstillende hastighed. I praksis har størrelsen af gælden ikke spillet samme rolle som budgetunderskuddet i vurderingen af budgetdisciplinen i et land. Er et lands budget tæt på balance vil det under normale omstændigheder medføre en faldende gældskvote. Størrelsen af gælden indgår derfor ikke som en målvariabel i stabilitets- og vækstpagten.

rig steg kraftigt fra 2002 til 2003, og begge lande overskred grænsen på 60 pct. Som følge af den budgetmæssige situation forventer Tyskland og Frankrig ikke at nedbringe deres gæld til under 60 pct. af BNP inden for programmernes tidsperiode frem til 2007. Portugals offentlige gæld forventes at toppe med 60 pct. af BNP i 2004, hvorefter den aftager frem til 2007. I rådsudtalelserne om stabilitets- og konvergensprogrammerne er Ecofin-Rådet i de senere år i stigende grad begyndt at lægge vægt på landenes gældssituation.

De nye medlemslande og stabilitets- og vækstpagten

Udvidelsen af EU med 10 nye lande 1. maj 2004 betyder for de nye lande, at de bliver "medlemslande med dispensation" i ØMUen. Dermed skal de også opfylde forpligtelserne i stabilitets- og vækstpagten, men ligesom Sverige, Storbritannien og Danmark kan de hverken blive pålagt at træffe foranstaltninger til at nedbringe uforholdsmæssigt store underskud eller blive pålagt formelle sanktioner. Selv om de fleste nye medlemslande har en relativt lille offentlig gæld, udgør budgetunderskuddet i 2003 over 3 pct. af BNP i flertallet af landene.¹ Proceduren om uforholdsmæssigt store underskud vil derfor også blive iværksat for de berørte lande.

FORSLAG TIL REFORM AF PAGTEN

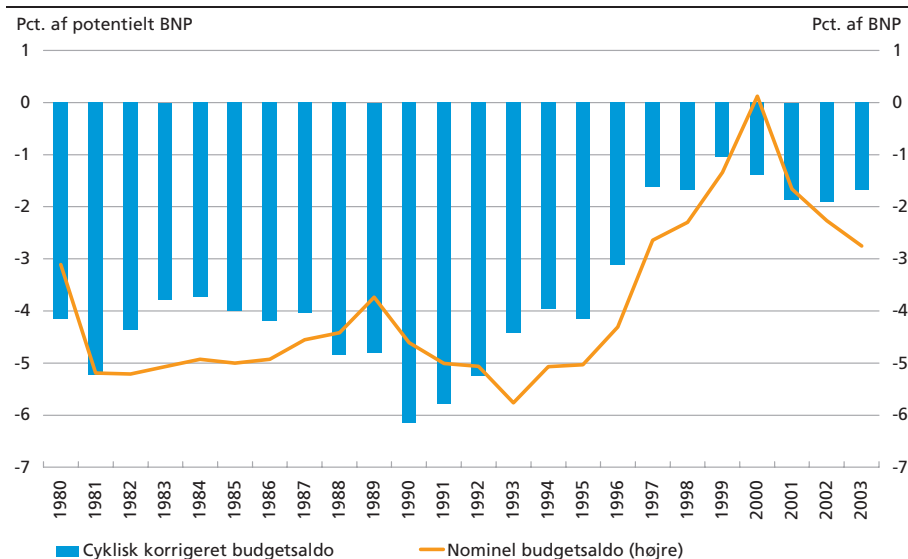
Erfaringerne med finanspolitikken i ØMUen har været blandede. Blandt de positive erfaringer er den markante finanspolitiske konsolidering, der fandt sted i årene op til overgangen til ØMUens 3. fase i 1999, jf. figur 2. Endvidere er de aktuelle budgetunderskud for det samlede euroområde, korregeret for den aktuelle lavkonjunktur, ikke voldsomme. På den anden side er det ikke lykkedes at fastholde den finanspolitiske konsolidering fra tiden op til 1999, hvilket ellers var et vigtigt formål med pagten.

Kravet om opfyldelse af målet "tæt på balance eller i overskud" inden for stabilitets- eller konvergensprogrammets horisont bliver således opfattet som et "bevægeligt mål", som med hvert nyt program skubbes et år. Oprindeligt var det tanken, at målet om "tæt på balance eller i overskud" skulle være opfyldt senest i 2002, men som nævnt ovenfor, opfyldte under halvdelen af EU-landene dette mål i 2003, og Tyskland og Storbritannien forventer end ikke at opfylde målet ved programperiodens udløb i 2007. Endvidere rejser den aktuelle flertalsbeslutning i Ecofin-Rådet om at stille proceduren om uforholdsmæssigt store under-

¹ For en gennemgang af de offentlige budgetter i 2003 i de nye medlemslande henvises til artiklen om EUs udvidelse 2004, side 21ff.

BUDGETSALDO I EUROLANDENE

Figur 2



Kilde: OECD Economic Outlook 74.

skud i bero for Tyskland og Frankrig spørgsmål om den fremtidige efterlevelse af traktatens og pagtens regelsæt.

Der er bred enighed om behovet for at have fælles spilleregler for finanspolitikken med henblik på at opnå sunde offentlige finanser, der er forenelige med ECBs målsætning om prisstabilitet. Men den manglende overholdelse af traktaten og pagtens budgetregler har givet ny næring til debatten om, hvordan stabilitets- og vækstpagten kan forbedres. Debatten er ydermere blevet forstærket i forbindelse med udvidelsen af EU. De nye medlemslande adskiller sig i flere henseender fra de eksisterende EU-lande, bl.a. ved deres høje vækst og relativt lave offentlig gæld. I det følgende beskrives nogle af de centrale argumenter i denne debat.

Europa-Kommissionens forslag til styrkelse af pagten

Allerede i november 2002 foreslog Europa-Kommissionen en række principper til styrkelse af gennemførelsen af pagten¹, der skulle medføre lidt større fleksibilitet i tolkningen af reglerne. Den øgede fleksibilitet, som Kommissionen havde i tankerne, rettede sig primært mod lande, som allerede i udgangspunktet overholdt kravet om "tæt på balance eller i overskud" og havde en forholdsvis lav offentlig gæld. For disse lande fandt Europa-Kommissionen, at der skulle gives manøvrerum til at øge budgetunderskuddet en smule, fx i forbindelse med strukturreformer.

¹ Communication from the Commission to The Council and The European Parliament, Strengthening the co-ordination of budgetary policies. COM(2002) 668 af 27. november 2002.

Kommissionens udspil førte til en vedtagelse i Ecofin-Rådet 7. marts 2003 af en "Rapport om bedre samordning af finanspolitikken". Ecofin-Rådet konstaterede bl.a., at man i vurderingen af, om et land overholder pagten, skal lægge vægt på landespecifikke omstændigheder, herunder bl.a. de offentlige financers holdbarhed på længere sigt. Som tidligere nævnt ligger her implicit en mulighed for at tage et vist hensyn til landenes offentlige gæld. Alt i alt var der dog tale om en beskeden tilpasning af pagtens principper i forhold til Kommissionens oprindelige forslag.

Europa-Kommissionen har i kølvandet på forløbet i 2003 omkring Tyskland og Frankrig tilkendegivet, at man med udgangspunkt i forslaget fra november 2002 vil komme med et nyt forslag til forbedring af rammerne for den økonomiske koordination i EU. Forslaget ventes ikke fremlagt, før en ny Europa-Kommission er tiltrådt, og før EF-Domstolen har udtalt sig i den af Kommissionen anlagte sag mod Ecofin-Rådet.

Britiske overvejelser om en ændret fortolkning af pagten

Det britiske finansministerium offentliggjorde i marts 2004 et diskussionsoplæg om stabilitets- og vækstpagten. Siden pagten trådte i kraft, har der ifølge oplægget været megen fokus på kortsigtede mål for de offentlige finanser og for lidt fokus på den offentlige gæld samt langsigtede finanspolitiske udfordringer som stigende fremtidige pensionsforpligtelser. Endvidere har effektiviteten af stabilitets- og vækstpagten været hæmmet af manglende hensyntagen til cykliske forhold, specielt i højkonjunkturer. Det britiske finansministerium vurderer derfor, at pagten kan forbedres på en række områder.

Der fremsættes ikke konkrete forslag til reform af pagten, men der lægges op til en såkaldt "fornuftig" fortolkning af pagten, der bygger videre på det af medlemslandene i 2001 vedtagne adfærdskodeks for pagten samt den tidligere nævnte "Rapport om bedre samordning af finanspolitikken" vedtaget af Ecofin-Rådet i 2003. Fortolkningen lægger vægt på bedre inddragelse af den aktuelle konjunktursituation, den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser samt vigtigheden af offentlige investeringer.

Fortolkningens fokus på den aktuelle konjunktursituation skyldes, at de automatiske stabilisatorer skal kunne virke frit for at sikre økonomisk stabilitet. Dette er kun foreneligt med holdbare offentlige finanser, såfremt landene konsoliderer de offentlige finanser i højvækstperioder. Storbritannien understreger derfor behovet for at fokusere på cyklisk korrigerede budgetter.

En lav offentlig gæld bidrager via lavere renteudgifter til et større råderum i finanspolitikken og giver dermed yderligere plads til, at de au-

tomatiske stabilisatorer kan virke frit, uden at de offentlige finanser bliver uholdbare. Endvidere øger lav gæld også resurserne til offentlige investeringer. Der henvises i diskussionsoplægget til udvalgte akademiske forslag om, at lande med lav gæld skal have mindre restriktive betingelser for størrelsen af deres underskud.

Ifølge det britiske finansministerium giver offentlige investeringer fremtidige afkast, hvorfor udgifterne i lighed med indtægterne burde fordeles over investeringshorisonten, hvilket ikke sker i dag. For at styrke incitamentet til offentlige investeringer henvises i det britiske oplæg til et forslag om at udelukke investeringsomkostninger fra den offentlige budgetbalance. Dette forslag relaterer til den såkaldte "golden rule", dvs. at det offentlige budgetunderskud ikke må være større end udgifterne til offentlige investeringer.

Akademiske forslag til ændring af pagten

Fra akademisk side er der fremsat flere forslag til ændring af traktaten og pagtens bestemmelser. Der er generelt enighed om behovet for en stabilitets- og vækstpagt, men samtidig er der et ønske om at gøre pagten mere fleksibel og troværdig. Forslagsstillere har peget på en række problemer med traktaten og pagten i dens nuværende form:

3-pct. reglen er for unuanceret, ufleksibel og mangler generelt troværdighed, idet den er opstået uden noget reelt økonomisk fundament.

Traktaten og pagten behandler alle budgetunderskud ens på trods af substantielle forskelle i landenes gældskvoter.

Reglen om "tæt på balance eller i overskud" er ensbetydende med langsigtede gældskvoter på nul. Dette strider mod det såkaldte "golden rule"-argument, hvor offentlige investeringer kan finansieres via offentlig gældsætning.

Traktaten er asymmetrisk, hvilket vil sige, at der ikke er tilstrækkelige krav til konsolidering i perioder med høj vækst.

Sanktionsmekanismen mangler troværdighed.

Udgangspunktet for store dele af kritikken er, at 3-pct. grænsen ikke har et reelt økonomisk fundament, og der derfor ikke er grund til at tro, at denne regel er velfærdsmæssigt optimal for alle deltagende lande. Flere økonomer betragter denne regel som mere eller mindre tilfældig (Eichengreen, 2004), hvilket har affødt en række reformforslag, der enten forsøger at forbedre den nuværende regel eller helt at ændre fokus i pagten fra budgetunderskud til offentlig gæld. Boks 3 behandler sammenhængen mellem budgetunderskud, vækst og konstant offentlig gæld på sigt.

Formålet med traktatens kriterier for underskud og gæld var bl.a. at forhindre uansvarligt høje underskud på de offentlige budgetter. De fastsatte grænser for et budgetunderskud på maksimalt 3 pct. af BNP og en gæld på 60 pct. af BNP havde baggrund i en gennemsnitlig gæld i EU i 1992 på 62 pct. af BNP, samt antagelse om en real vækst i BNP på 3 pct. om året og en årlig inflation i lighed med ECBs definition af prisstabilitet på 2 pct. svarende til en nominel vækst på 5 pct. For EU-15 og euroområdet var den gennemsnitlige reale vækst i perioden 1992-2003 henholdsvis 2,0 pct. og 1,9 pct.

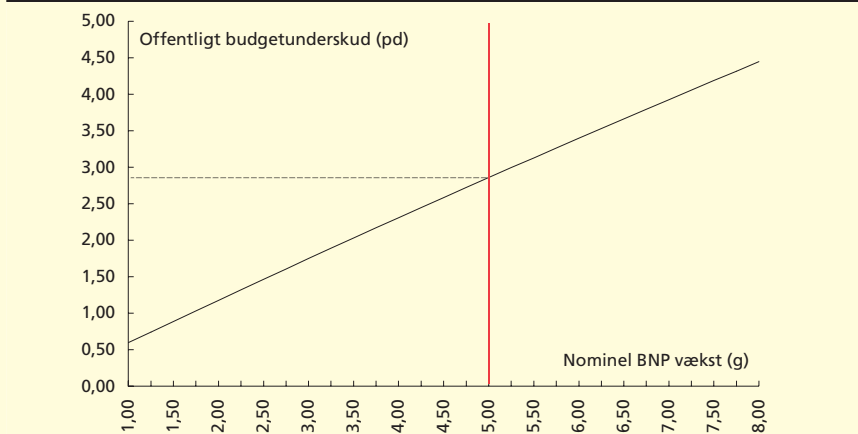
Hvorledes disse tal hænger sammen kan illustreres ved at betragte følgende udtryk for gælden i pct. af BNP:

$$d_t = d_{t-1} \cdot \frac{1}{1+g} + pd_t$$

hvor d er den offentlige gældskvote, g er den nominelle vækst i BNP og pd er det offentlige budgetunderskud inkl. renteomkostninger i pct. af BNP. Ved at fastsætte den langsigtede gældskvote til 60 pct. kan det offentlige budgetunderskud, der sikrer, at denne gældskvote er holdbar ved forskellige nominelle vækstrater udregnes. Dette er illustreret i nedenstående figur. Det fremgår, at ved en nominel vækst på 5 pct. (3 pct. realvækst og 2 pct. inflation) er grænsen for et budgetunderskud der sikrer en stabil gældskvote på 60 pct. knap 3 pct. Omvendt følger det, at en budgetgrænse på 3 pct. ikke sikrer en stabil gældskvote på 60 pct., hvis vækstraten er lavere, som det i øjeblikket er tilfældet i de fleste lande i EU. Hvis fx den nominelle vækst i BNP er 2,5 pct. om året (1 pct. real vækst og 1,5 pct. inflation) må budgetunderskuddet maksimalt være 1,5 pct. af BNP. På tilsvarende vis er en lavere real vækst ensbetydende med en højere langsigtet gældskvote for et givet budgetunderskud på 3 pct. af BNP. Hvis den reale vækst kun er 2 pct. om året i stedet for 3 pct., vil gældskvoten konvergere mod 78 pct.

Ovenstående ligning illustrerer også tydeligt, at hvis gælden på et givet tidspunkt er højere end 60 pct. af BNP, så skal budgetunderskuddet ved en given nominel vækst være lavere end 3 pct. af BNP i en transitionsperiode for at opnå en gæld på 60 pct.

VÆKST OG BUDGETUNDERSKUD VED GÆLDSKVOTE PÅ 60 PCT. AF BNP



Blandt de forslag, som fokuserer på det løbende budgetunderskud i håndhævelsen af traktaten og pagten, er modifikationer af det nuværende system især knyttet til offentlige investeringer og dermed ideen om en "golden rule" for vækstfremmende offentlige investeringer. Blanchard og Giavazzi (2004) foreslår bl.a., i lighed med det britiske papir ovenfor, at offentlige investeringer ikke skal inkluderes i det budgetunderskud der behandles i forbindelse med stabilitets- og vækstpagten, idet disse investeringer ofte medfører fremtidige indtægter. Dermed er det udelukkende de løbende renteomkostninger og afskrivninger i forbindelse med investeringen, som skal inkluderes. Dette aspekt er særligt relevant for de nye medlemslande, som står over for store offentlige investeringer i infrastruktur og lignende.

Flere foreslår, at der lægges mere vægt på de individuelle landes gæld i pct. af BNP end på det løbende budgetunderskud. Pisani-Ferry (2002) foreslår, at reglen om budgetunderskud på 3 pct. af BNP udvides til at tage højde for et lands aktuelle gældskvote. Således skal lande med en lav gældskvote kunne have et højere budgetunderskud end lande med en høj gældskvote. Dette kan ifølge Pisani-Ferry medvirke til at sikre konsolidering af de offentlige finanser i perioder med høj vækst, da landene med en lav gældskvote i fremtidige lavkonjunkturer vil kunne føre en mere ekspansiv finanspolitik uden at komme i konflikt med reglerne. Forslag, der fokuserer på gældskvoten frem for løbende budgetudgifter, tilgodeser de nye medlemslande, der generelt har en relativt lav gæld.

Et andet ofte diskuteret kritikpunkt af traktaten er dens asymmetriske konstruktion. De nuværende budgetproblemer i flere EU-lande, kan i vidt omfang henføres til manglende konsolidering i perioder med høj vækst. Traktaten anses af bl.a. Buiters og Grafe (2002) som værende asymmetrisk i det omfang, at reglerne kun begrænser underskud, men giver ikke landene tilstrækkelige incitamenter til at konsolidere de offentlige finanser i perioder med høj vækst. Barysch (2003) argumenterer for, at reglerne om "tidlige advarsler", jf. side 72, og sanktioner også skal gælde for lande, der undlader at leve op til deres finanspolitiske målsætninger i gode tider.

Blandt de mere vidtrækkende forslag til reform af stabilitets- og vækstpagten er Eichengreen (2003, 2004). Det primære budskab er, at der i EU fokuseres for meget på de numeriske budget- og gældsregler, idet Eichengreen vurderer, at disse regler ikke bygger på et sundt økonomisk fundament. I stedet bør der fokuseres på de finanspolitiske procedurer og institutioner. Ifølge Eichengreen kan kroniske offentlige budgetunderskud ofte forklares ved dårlige finanspolitiske procedurer og institutioner, fx relateret til fordelingen af beslutningskompetencen

mellem stat og kommuner. Derfor bør individuelle lande kunne fritages for at opfylde traktatens og pagtens regler, hvis de implementerer de "rigtige" institutionelle rammer for finanspolitikken. I praksis foreslår Eichengreen, at landene vurderes ud fra et indeks for kvaliteten af de finanspolitiske procedurer og institutioner. Eichengreen (2003, 2004) præsenterer konkrete eksempler på konstruktionen af sådan et indeks, hvor landene bliver tildelt point for opfyldelsen af udvalgte kriterier, der relaterer til gennemførelsen af dels finanspolitikken og dels strukturelle reformer. Kriterierne er indrettet, så et land tildeles point efter centraliseringsgraden af udgiftsbeslutninger og graden af gennemførte strukturelle reformer som fx privatisering, pensionsreformer og reformer af arbejdsmarkedet. Lande med en høj indeks-score vil ifølge Eichengreen bl.a. kunne træde ud af proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud, da der ikke er nogen grund til at tro, at sådanne lande vil have permanent høje budgetunderskud.

I perioden op til euroens start i 1999 var konsekvenserne af ikke at opfylde de såkaldte konvergenskriterier udelukkelse fra deltagelse. Dermed var konsekvenserne af brud på kriterierne temmelig håndgribelige og troværdige. Tilsvarende incitamenter eksisterer ikke i stabilitets- og vækstpagten, hvilket ofte fremhæves som et problem – navnlig hvis der ikke er politisk vilje til at anvende sanktionsmekanismen. Ifølge EEAG (European Economic Advisory Group) er Ecofin-Rådets manglende vilje til at overholde pagten et argument for at oprette en uafhængig institution til at administrere proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud. EEAG har helt konkret foreslået at overføre beslutninger om sanktioner i forbindelse med proceduren om uforholdsmæssigt store budgetunderskud fra Ecofin-Rådet til EF-Domstolen. Selv om landene med uforholdsmæssigt store underskud ikke har stemmeret, når henstillinger og evt. sanktioner vedrørende deres underskud behandles, anfører EEAG, at der er risiko for politiske aftaler, hvor lande med underskud hjælper hinanden.

VURDERING OG KONKLUSION

Tysklands og Frankrigs budgetoverskridelser i 2003 og beslutningen om at sætte stabilitets- og vækstpagtens videre procedure i bero for de to lande har fået mange til at anse pagten enten for uhensigtsmæssig eller sågar "død". Hertil kan det bemærkes, at hvis alle EU-landene havde fulgt stabilitets- og vækstpagtens krav om offentlige budgetter "tæt på balance eller i overskud" i perioden op til de seneste års lave vækst, så kunne de aktuelle budgetproblemer have været undgået. Bestemmelserne i traktaten og stabilitets- og vækstpagten er let gennemskuelige

og kontrollerbare. Gennemførelse af flere af de nævnte forslag vil betyde et øget element af vurdering og dermed råderum for at omgå reglerne. Således kan det i forbindelse med forslaget om at udelade visse offentlige investeringer fra det offentlige budgetunderskud, være svært at afgrænse, hvad der er offentlige investeringer, og hvad der er offentligt forbrug. Det bør også bemærkes, at der med det nuværende regelsæt i praksis er mulighed for at tage et vist hensyn til individuelle landeforhold såsom størrelsen af den offentlige gæld samt omfanget af offentlige investeringer. På denne baggrund forekommer det ikke oplagt, at der skulle være behov for større regelændringer. En række lande har da også nedtonet behovet for ændringer i reglerne.

Ecofin-Rådets beslutning i november 2003 har imidlertid skabt usikkerhed om den juridiske status af pagtens regelsæt, og truslen om sanktioner ved vedvarende store budgetunderskud har mistet noget af sin troværdighed. Regelsættet har sin budgetdisciplinerende virkning ikke alene gennem forebyggelse af problemer, men også ved håndhævelse af reglerne, når det er påkrævet.

LITTERATUR

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

Bartholdy, Niels, Stabilitets- og vækstpakten: Status efter første runde, foråret 1999, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

Bartholdy, Niels, og Lars Falkenberg, Stabilitets- og vækstpakten – status 2003, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2003.

Barysch, K., A pact for stability and growth, Center for European Reform, *Policy Brief*, oktober 2003.

Blanchard, O.J. og F. Giavazzi, Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment, Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper*, 2004.

Buiter, W.H. og C. Grafe, Reforming EMU'S Fiscal Policy Rules, i Marco Buti, Monetary and Fiscal Policies in EMU: Interactions and Coordination, *Cambridge University press*, 2003, 92-145.

Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, february 2004.

Ecofin-Rådet, Report on "Strengthening the co-ordination of budgetary policies", 7. marts 2003 (kan findes på Ecofin-Rådets hjemmeside: <http://ue.eu.int/index.htm>).

EEAG European Economic Advisory Group at CESifo, *Report on the European Economy 2004*.

Eichengreen, B., What To Do with the Stability Pact, *Discussion Forum*, Intereconomics, january/february 2003, 7-10.

Eichengreen, B., Institutions for Fiscal Stability, *CESifo Economic Studies*, Vol. 50, 1/2004, 1-25.

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

Europa-Kommissionen, Opinion on the content and format of stability and convergence programmes (2001 code of conduct). European Economy No. 3, 2002 (kan hentes på hjemmesiden:

http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/codeofconduct_en.pdf).

Europa-Kommissionen, Public Finances in EMU – 2001, European Economy, Reports and Studies, No. 3, 2001.

Europa-Kommissionen, Spring Economic Forecasts 2004-2005 for the euro area, the European Union and the Acceding and Candidate countries.

Fatás, A, et al., Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact, Centre for Economic Policy Research, *Monitoring European Integration* 13, 2003.

Frandsen, Tina Winter, Stabilitets- og vækstpacten – status 2001, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2001.

Frandsen, Tina Winter og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpacten – status 2002, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

HM Treasury, *The Stability and Growth Pact: A Discussion Paper*, 2004.

Pisani-Ferry, J., Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals, *Note for the GEA meeting of 16 april*, 2002.

Strauch, R., Hallerberg, M. og von Hagen, J., Budgetary Forecast in Europe – The Track Record of Stability and Convergence Programmes, *ECB Working Paper*, No. 307, februar 2004.

Thomsen, Jens, EUs udvidelse 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004.

Europa-Kommissionens vurderinger og Ecofin-Rådets udtalelser efter gennemgangen af stabilitets- og konvergensprogrammerne samt landenes programmer: http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/

Aktiviteten i det danske pengemarked

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling og Henrik Arnt, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det danske pengemarked er markedet mellem penge- og realkreditinstitutter for låneaftaler og rentederivater i kroner med en løbetid på op til et år. Et velfungerende pengemarked med en bred deltagerkreds, aktiv omsætning og en effektiv prisdannelse er bl.a. vigtigt for at sikre gennemslag fra Nationalbankens pengepolitiske renter til de korte renter på pengemarkedet.

Den samlede omsætning af usikrede dag-til-dag udlån på det danske pengemarked udgør 18,6 mia.kr. pr. bankdag. Heraf vedrører den ene halvdel omsætningen mellem danske og udenlandske markedsdeltagere, mens den anden halvdel omsættes indbyrdes mellem danske penge- og realkreditinstitutter, som er Nationalbankens pengepolitiske modparter.

I artiklen foretages en strukturel analyse af de pengepolitiske modparter indbyrdes omsætning af usikrede dag-til-dag pengemarkedslån i 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004. Analysen er udarbejdet på grundlag af betalinger foretaget via Nationalbankens betalingssystem, Kronos.¹ Herved bliver det muligt at belyse forskellige dele af markedsstrukturen, fx sammenhængen mellem penge- og realkreditinstitutternes størrelse og omfanget af deres markedsaktivitet, de indbyrdes handelsrelationer mellem institutter af forskellig størrelse, de hyppigst forekommende transaktionsstørrelser mv.

Det er primært de største institutter, som er aktive i det usikrede dag-til-dag marked. Gruppen af mellemstore institutter står dog for 7-13 pct. af omsætningen og har en ikke ubetydelig indbyrdes handel. Det bidrager til at sikre konkurrencen på pengemarkedet.

¹ Samme datagrundlag blev anvendt i en analyse af systemiske risici i den danske penge- og realkreditinstituttelsektor i Danmarks Nationalbank (2004).

DET DANSKE PENGEMARKED OG PENGEPOLITIKKEN I DANMARK¹

Det danske pengemarked er det indbyrdes marked mellem penge- og realkreditinstitutter for låneaftaler og rentederivater i kroner med en løbetid på op til et år. Pengemarkedet, der også går under betegnelsen "interbankmarkedet", anvendes især til udveksling af kronelikviditet² og til styring af kortfristede rentepositioner.

Afgrænsningen af pengemarkedet er i praksis ofte mindre skarp end anført ovenfor. Således indgår udenlandske banker og danske institutionelle investorer ligeledes forretninger i markedet.

Omkring 70 pct. af udvekslingerne af likviditet over pengemarkedet tager form af lån, som kun løber en enkelt dag.³ Omsætningen med dag-til-dag lån er fordelt mellem usikrede kronelån (deposits), kronelån mod sikkerhed i obligationer (repoer) og kronelån mod sikkerhed i valuta (valutaswaps), jf. figur 1. De enkelte typer af lån er nærmere beskrevet i boks 1.

Den samlede omsætning af usikrede dag-til-dag udlån på det danske pengemarked udgjorde i gennemsnit 18,6 mia.kr. pr. bankdag i perioden 4. kvartal 2003 til 1. kvartal 2004. Heraf vedrører den ene halvdel omsætningen mellem danske og udenlandske markedsdeltagere, mens den anden halvdel omsættes indbyrdes mellem danske penge- og realkreditinstitutter, dvs. Nationalbankens pengepolitiske modparter. Det er den sidstnævnte del af omsætningen, som vil blive nærmere belyst i den resterende del af artiklen.

Et velfungerende pengemarked er bl.a. vigtigt for at sikre gennemslag fra Nationalbankens pengepolitiske renter til de korte renter på pengemarkedet. Rentedannelsen på pengemarkedet danner basis for pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter over for kunder. Nationalbanken har derfor en interesse i at understøtte et aktivt pengemarked ved udformningen af de pengepolitiske instrumenter, så modparterne indbyrdes udveksler likviditet med hinanden på markedsvilkår frem for alene at handle med Nationalbanken.

Nationalbankens modparter i pengepolitikken består af penge- og realkreditinstitutter. Det forventes, at de større pengepolitiske modparter deltager aktivt i pengemarkedet og dermed tager et medansvar for at sikre en velfungerende markedsplads med effektiv prisdannelse.

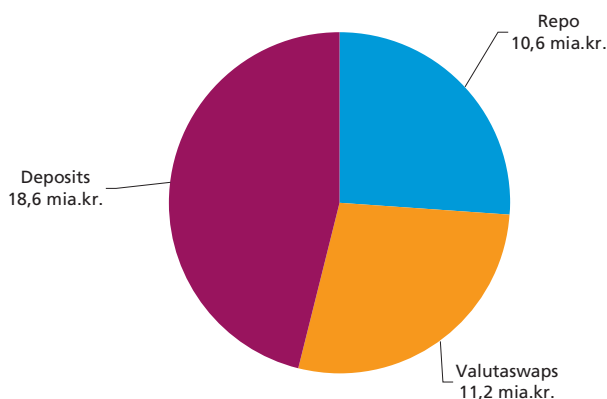
¹ Pengepolitikken i Danmark er indgående behandlet i Danmarks Nationalbank (2003). De senere års udvikling på det danske pengemarked er nærmere belyst i Pedersen og Sand (2002).

² Ved "kronelikviditet" forstås i denne artikel indskud på anfordringskonti (foliokonti) i Nationalbanken. Kronelikviditet kan i denne forbindelse også betegnes som "foliolikviditet" eller blot "likviditet".

³ Man skal dog være opmærksom på, at omsætningen af produkter i den korte ende af pengemarkedet alt andet lige er højere end omsætningen af produkter med længere løbetider, idet lån med korte løbetider hyppigere refinansieres end lån med længere løbetider.

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING AF DAG-TIL-DAG UDLÅN PÅ
PENGEMARKEDET I 4. KVARTAL 2003 OG 1. KVARTAL 2004

Figur 1



Anm.: Gennemsnitlig omsætning af dag-til-dag kroneudlån pr. bankdag.

Tallene for valutaswaps og repoer er baseret på daglige indberetninger fra 13 pengeinstitutter i Danmark. For deposits er tallene ud over indberetninger fra de 13 pengeinstitutter baseret på betalinger foretaget via Nationalbankens betalingssystem, Kronos.

Omsætningen omfatter over-night (o/n) og tomorrow-next (t/n) segmentet for deposits, omsætningen i t/n og spot-next (s/n) segmentet for repoer samt omsætningen i t/n segmentet for valutaswaps.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nationalbanken tilfører som udgangspunkt kun likviditet til de pengepolitiske modparter én gang om ugen. I løbet af ugen er modparterne normalt henvist til selv at udligne likviditeten mellem sig på markedsvilkår via pengemarkedet, hvilket understøtter aktiviteten i markedet.

LÅNETYPER PÅ DET DANSKE PENGEMARKED

Boks 1

Deposits er usikrede kronelån med standardiserede løbetider fra 1 dag og op til 12 måneder.

Repoforretninger (repoer) er sikrede kronelån med standardiserede løbetider fra 1 dag og op til 6 måneder. Sikkerhedsstillelsen består af værdipapirer, typisk obligationer. Disse forretninger betegnes også genkøbsforretninger, da sælger af obligationerne (modtager af likviditeten) ved aftalens indgåelse samtidig forpligter sig til at købe værdipapirerne tilbage på et fremtidigt tidspunkt til en kurs, som allerede aftales ved forretningens indgåelse. Reporenten er afspejlet i forskellen mellem de aftalte købs- og salgskurser (spot- og terminkurser).

Valutaswaps (FX-swaps) er sikrede kronelån med standardiserede løbetider fra 1 dag og op til 12 måneder. Sikkerheden foreligger her som valuta, typisk dollar. Valutaswaps kan betragtes som en samtidig indgåelse af en spot- og en terminsforretning i valuta: Ved afviklingen af spothandlen udveksles kroner mod valuta, mens modsatrettede betalinger finder sted ved afviklingen af terminsforretningen. Renten på kronelånet er afspejlet i de anvendte spot- og terminkurser.

Nationalbanken har fastsat en folioramme, som er et samlet loft for de pengepolitiske modparterers indskud på folio ved dagens slutning, dvs. ved udgangen af det pengepolitiske døgn kl. 15.30. Indskud på folio i Nationalbanken er anfordringsindskud, som de pengepolitiske modparter umiddelbart og på eget initiativ kan anvende som betalingsmiddel. Med foliorammen er der lagt et loft over den mængde af dag-til-dag kronelikviditet, som modparterne samlet set selv kan fremskaffe. Formålet med foliorammesystemet er at sikre, at der ikke opbygges store indskud på folio, som kan anvendes til spekulation i rente- eller valuta-kursændringer. Den samlede folioramme udgør ca. 20 mia.kr., der er fordelt på de enkelte modparter som individuelle foliorammer. Aktivitet på pengemarkedet er et af de forhold, der tillægges vægt ved fastlæggelsen af de individuelle foliorammer. Det er derfor naturligt at gruppere de pengepolitiske modparter efter størrelsen af de individuelle foliorammer i analyser af omsætningen på pengemarkedet, jf. nedenfor.

STATISTIK OVER OMSÆTNINGEN PÅ PENGEMARKEDET

Nationalbanken indsamler løbende statistik fra 13 pengeinstitutter om deres pengemarkedsomsætning af deposits, repoforretninger og valutaswaps, jf. Damm og Pedersen (1997). Statistikken er forholdsvis aggregeret, omfatter kun udlånssiden og giver ikke mulighed for en nærmere belysning af omsætningsstrukturen.

For de pengepolitiske modparterers indbyrdes omsætning med usikrede dag-til-dag lån er det imidlertid muligt at foretage en nærmere kortlægning af markedsstrukturen. Det skyldes, at Nationalbanken er penge- og realkreditinstitutternes bankforbindelse, og at den indbyrdes likviditetsudveksling mellem institutterne finder sted over konti i Nationalbanken via Nationalbankens betalingssystem, Kronos. Hvis fx bank A om mandagen aftaler et dag-til-dag udlån (over-night) på 100 mio.kr. til bank B, vil transaktionen isoleret set indebære en betaling på 100 mio.kr. fra bank A's til bank B's foliokonto samme dag. Når lånet tilbagebetales med rente dagen efter (tirsdag), vil der forekomme en modsatrettet betaling fra bank B's foliokonto til bank A's foliokonto på 100 mio.kr. plus rente. Ud fra betalinger foretaget via Kronos er det således muligt at få en detaljeret belysning af omsætningen på den usikrede del af dag-til-dag pengemarkedet, jf. appendiks for en nærmere beskrivelse af metoden.

Som det fremgår af appendiks er der visse usikkerhedsfaktorer knyttet til en beregning af omsætningen med usikrede dag-til-dag lån ud fra betalinger i Kronos. Den overordnede vurdering er dog, at opgørelsen giver et retvisende billede heraf.

DEN INDBYRDES OMSÆTNING MELLEM PENGEPOLITISKE MODPARTER AF
USIKREDE DAG-TIL-DAG LÅN I 4. KVARTAL 2003 OG 1. KVARTAL 2004

Tabel 1

Folioramme (mio.kr.)	Antal insti- tutter	Udlån pr. bankdag		Indlån pr. bankdag	
		Mio.kr.	Pct.	Mio.kr.	Pct.
700 og derover	6	6.085	65	6.240	67
300 - 699	7	1.569	17	2.080	22
101 - 299	20	1.222	13	619	7
50 - 100	60	429	5	308	3
1 - 49	24	0	0	59	1
I alt	117	9.305	100	9.305	100

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DE PENGEPOLITISKE MODPARTERS INDBYRDES OMSÆTNING MED USIKREDE DAG-TIL-DAG LÅN I 4. KVARTAL 2003 OG 1. KVARTAL 2004

Nationalbanken har 117 penge- og realkreditinstitutter som pengepolitiske modparter. I tabel 1 er vist institutternes indbyrdes omsætning af usikrede dag-til-dag lån i 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004 grupperet efter størrelsen af institutternes folioramme.

Den gennemsnitlige daglige omsætning er på 9,3 mia.kr. pr. bankdag. Omsætningen er nogenlunde ligelig fordelt på ugedage. Den mindste gennemsnitlige daglige omsætning forekommer på fredage (8,0 mia.kr.), hvor Nationalbanken normalt har åbent for salg af indskudsbeviser og pengepolitiske udlån mod sikkerhed. Den højeste gennemsnitlige daglige omsætning forekommer om torsdagen (11,0 mia.kr.).

De 6 største institutter (dvs. de 6 institutter, som har de 6 største individuelle foliorammer) tegner sig for omkring 65 pct. af omsætningen, mens de 13 største står for 80-90 pct. Tendensen til, at en stor del af omsætningen er koncentreret på forholdsvis få aktører, er kendt fra pengemarkederne i andre lande.¹ Der er i udpræget grad tale om et "engrosmarked", hvor primært de største institutter deltager. De penge- og realkreditinstitutter, som ikke er aktive deltagere i pengemarkedet, klarer i stedet likviditetshåndtering via korrespondentbanker og transaktioner direkte med Nationalbanken.

Som nævnt indgår aktiv deltagelse i pengemarkedet som et af de forhold, der lægges vægt på ved tildeling af individuelle foliorammer. Det afspejler sig i tabel 1 ved, at langt den største del af omsætningen er

¹ I USA, hvor banksektoren tæller omkring 10.000 institutter, er deltagelsen i pengemarkedet også forholdsvis koncentreret. Kun omkring 1.000 institutter havde dag-til-dag udlån over pengemarkedet i løbet af 1. kvartal 1998, og heraf stod de 100 største for mere end 85 pct. af udlånene, jf. Furfine (1999).

AKTIVITETEN I DET INDBYRDES MARKED FOR USIKREDE DAG-TIL-DAG LÅN
MELLEM PENGEPOLITISKE MODPARTER I 4. KVARTAL 2003 OG 1. KVARTAL
2004

Tabel 2

Folioramme (mio.kr.)	Antal institut- ter	Udlån		Indlån		Antal institutter, som mindst 1 gang i perio- den har gennemført	
		Gennemsnit- lig antal transak- tioner pr. institut pr. bankdag	Gennem- snitlig transak- tionsstør- relse (mio.kr.)	Gennemsnit- lig antal transak- tioner pr. institut pr. bankdag	Gennem- snitlig transak- tionsstør- relse (mio.kr.)	Udlåns- transak- tioner	Indlåns- transak- tioner
700 og derover	6	2,52	402	2,05	507	6	6
300 - 699	7	0,75	298	1,08	274	6	6
101 - 299	20	0,47	131	0,45	69	16	15
50 - 100	60	0,16	44	0,16	33	30	28
1 - 49	24	0,00	40	0,05	51	1	1
I alt	117	0,34	236	0,34	236	59	56

Kilde: Danmarks Nationalbank.

placeret hos de institutter, som har de store foliorammer. Samme forhold genfindes ligeledes i tabel 2. De 6 største institutter har i gennemsnit omkring 2,5 udlån og 2 indlån pr. bankdag. Derimod er de mindste institutter stort set ikke aktive i denne del af pengemarkedet.

Den gennemsnitlige størrelse af en transaktion i det usikrede dag-til-dag marked mellem de pengepolitiske modparter er omkring 400-500 mio.kr. for de største institutter og omkring 30-50 mio.kr. for de mindre institutter.

Et mere detaljeret belysning af den gennemsnitlige størrelse af udlåns-transaktionerne er givet i tabel 3. De største institutter med en folio-

ANTAL UDLÅNSTRANSAKTIONER I 4. KVARTAL 2003 OG 1. KVARTAL 2004,
GENNEMSNIT PR. INSTITUT FORDELT EFTER UDLÅNETS STØRRELSE OG
STØRRELSEN AF UDLÅNERS FOLIORAMME

Tabel 3

Udlån fra institutter med en folioramme (mio.kr.) på:	Antal udlånstransaktioner med en størrelse på:			
	Til og med 100 mio.kr.	Over 100 mio.kr. til og med 500 mio.kr.	Over 500 mio.kr.	I alt
700 og derover	182	79	57	318
300 - 699	42	36	17	95
101 - 299	43	13	3	59
50 - 100	19	1	0	20
1 - 49	0	0	0	0

Anm.: Vedrører indbyrdes usikrede dag-til-dag pengemarkedsudlån mellem pengepolitiske modparter i 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

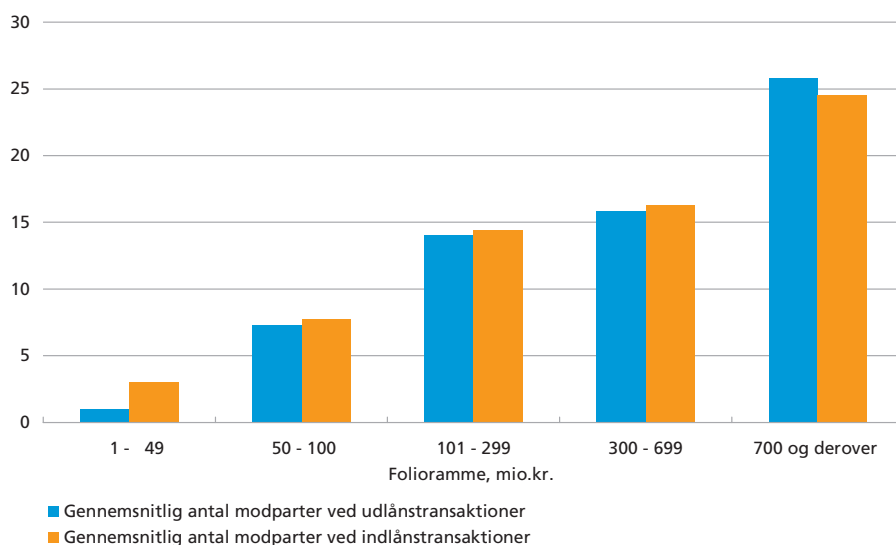
ramme på 700 mio.kr. og derover havde i gennemsnit 318 udlån i løbet af 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004. Heraf var i gennemsnit 57 af transaktionerne (svarende til 18 pct.) over 500 mio.kr., mens 182 af transaktionerne (svarende til 57 pct.) var på 100 mio.kr. eller derunder. De store udlån over 500 mio.kr. er primært til andre store institutter, mens hovedparten af de små udlån er til små og mellemstore institutter. Sidstnævnte skal ses i lyset af, at store institutter ofte fungerer som hovedbankforbindelse for mindre institutter. Institutter med en folioramme på 100 mio.kr. eller derunder gennemfører primært transaktioner, som har en størrelse under 100 mio.kr.

Den hyppigst forekommende handelsstørrelse er på 50 mio.kr. Denne transaktionsstørrelse tegner sig for omkring 8 pct. af det samlede antal transaktioner. Dernæst følger handelsposter på 100 mio.kr. og 25 mio.kr., som hver står for omkring 6 pct. af alle transaktioner, mens handelsposter på 10 mio.kr. og 20 mio.kr. hver tegner sig for 4 pct. af alle handler. Der findes dog også en stor andel af transaktioner på mere "skæve" beløb. Det afspejler, at det usikrede dag-til-dag pengemarked i høj grad anvendes til at udligne daglige likviditetsoverskud eller -underskud i de enkelte institutter.

Figur 2 viser det samlede antal forskellige handelsmodparter, som de aktive institutter i gennemsnit havde i løbet af 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004.

ANTALLET AF FORSKELLIGE HANDELSMODPARTER PR. INSTITUT I LØBET AF 4. KVARTAL 2003 OG 1. KVARTAL 2004

Figur 2



Anm.: For hver foliorammekategori er det gennemsnitlige antal modparter beregnet på basis af institutter, som har gennemført mindst én transaktion i det usikrede dag-til-dag marked mellem pengepolitiske modparter i 4. kvartal 2003 eller 1. kvartal 2004.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FORDELING AF VÆRDIEN AF DEN INDBYRDES OMSÆTNING MELLEM
PENGEPOLITISKE MODPARTER AF USIKREDE DAG-TIL-DAG LÅN I 4. KVARTAL
2003 SAMT 1. KVARTAL 2004, GENNEMSIT PR. BANKDAG (MIO.KR.)

Tabel 4

Fra institutter med en folioramme (mio.kr.) på:	Til institutter med en folioramme (mio.kr.) på:					
	700 og derover	300-699	101-299	50-100	1-49	I alt
700 og derover	4.340	1.125	360	201	59	6.085
300 - 699	1.243	228	71	28	-	1.569
101 - 299	421	661	103	38	-	1.222
50 - 100	236	66	86	41	-	429
1 - 49	0	-	-	-	-	0
I alt	6.240	2.080	619	308	59	9.305

Kilde: Danmarks Nationalbank.

kvartal 2004. De største institutter udfører forretninger med omkring 25 forskellige modparter, mens gruppen af mellemstore institutter i gennemsnit har omkring 15 forskellige modparter.

Fordelingen af værdien af institutternes indbyrdes usikrede dag-til-dag pengemarkedsudlån pr. bankdag i 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004 er vist i tabel 4. Institutter med en folioramme på 700 mio.kr. og derover havde et samlet udlån på 6,1 mia.kr. pr. bankdag. Heraf gik de 4,3 mia.kr. (svarende til 71 pct.) til de andre store institutter. De største institutter modtager på tilsvarende vis 70 pct. af deres indlån fra andre store institutter.

Tabel 4 illustrerer også, at de mellemstore banker i et ikke uvæsentligt omfang handler likviditet med hinanden. Fx gik 8 pct. af udlånene fra institutter med en folioramme på 100-299 mio.kr. til andre institutter af samme størrelse. På indlånssiden var det tilsvarende tal 17 pct. Der er således tale om et forholdsvis veldiversificeret handelsmønster, hvilket bidrager til at sikre den potentielle konkurrence og dermed en effektiv prisdannelse.

LITTERATUR

Damm, Birgitte og Anne Reinhold Pedersen (1997), Ny pengemarkedsstatistik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

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

Danmarks Nationalbank (2004), *Finansiel stabilitet*.

Furfine, Craig H. (1999), The Microstructure of the Federal Funds Market, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 8(5), December.

Furfine, Craig H. (2003), Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 35(1), February.

Millard, Stephen og Marco Polenghi (2004), The relationship between the overnight interbank unsecured loan market and the CHAPS Sterling system, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Spring.

Pedersen, Anders Mølgaard og Michael Sand (2002), Det danske penge-marked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

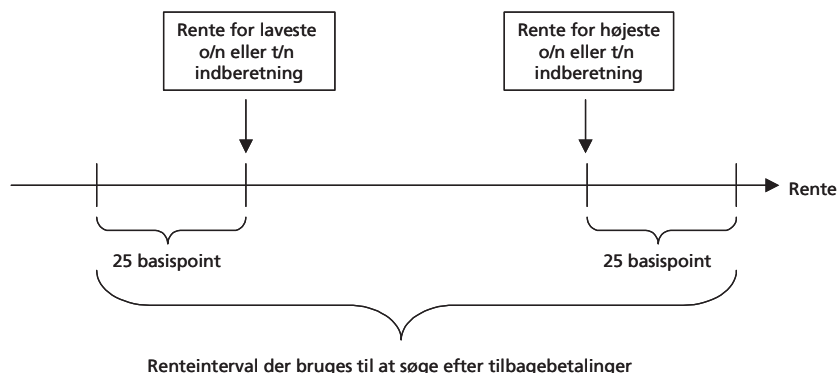
APPENDIKS: METODE TIL IDENTIFIKATION AF USIKREDE DAG-TIL-DAG PENGEMARKEDSLÅN

De pengepolitiske modparters indbyrdes betalinger i kroner finder sted via Nationalbankens betalingssystem, Kronos, og afvikles på konti i Nationalbanken. Det er derfor muligt at identificere den indbyrdes handel med usikrede dag-til-dag lån mellem de pengepolitiske modparter ved at benytte en algoritme, som gennem søger alle de enkelte betalinger i Kronos. En tilsvarende analysemetode har tidligere været anvendt af andre. Furfine (1999) har analyseret strukturerne på det amerikanske dag-til-dag pengemarked ("federal funds markedet") med udgangspunkt i data fra en søgealgoritme, der i forudsætninger minder om Nationalbankens algoritme, mens Millard og Polenghi (2004) har gennemført en lignende undersøgelse af pengemarkedet i England. Furfine (2003) har anvendt samme metode og datagrundlag til at estimere systemiske risici på det amerikanske interbank marked. En tilsvarende analyse findes i Danmarks Nationalbank (2004).

Ideen bag den anvendte søgealgoritme er simpel. Har bank A fx udlånt 100 mio.kr. til bank B "over-night" til en årlig rente på 2 pct., vil der på dagen for aftalens indgåelse være en debitering på 100 mio.kr. af bank A's foliokonto i Nationalbanken, mens der på bank B's foliokonto vil være en kreditering på 100 mio.kr. samme dag. Dagen efter vil der være en modsatrettet betaling fra bank B til bank A på 100 mio.kr. plus en rentetilskrivning på 5.555,56 kr. ($=0,02 \cdot 100.000.000/360$). Algoritmen gennem søger alle betalinger mellem penge- og realkreditinstitutternes foliokonti og søger efter modsatrettede betalinger den følgende bankdag, som "passer" med et sådan rentetillæg.

Aftalerenten, hvortil de enkelte lån er indgået, kendes ikke på forhånd og kan bl.a. afhænge af modpartens kreditværdighed, transaktions tidspunktet og likviditetsforholdene på pengemarkedet i almindelighed. Algoritmen søger derfor efter modsatrettede betalinger, hvor rentetilskrivningen tillades at variere inden for et vist interval. Intervallet fastlægges ud fra de dag-til-dag renter, som Nationalbanken på daglig basis får indberettet fra 13 banker. Den nedre grænse for intervallet bestemmes af den lavest indberettede rente for usikrede over-night eller tomorrow-next transaktioner fratrullet 0,25 pct. p.a. Tilsvarende er den øvre grænse for intervallet bestemt af den højeste indberettede rente tillagt 0,25 pct. p.a. Intervallet er ikke konstant, da forskellen mellem laveste indberetning og højeste indberetning varierer fra dag til dag. I figur 3 er renteintervallet illustreret.

Baggrunden for at anvende tillægget på +/- 0,25 pct. er, at de indberettede renter bygger på et vægtet gennemsnit af alle handler i det



pågældende segment, hvorfor renterne i de enkelte handler kan afvige fra det indberettede gennemsnit. Da algoritmen ikke kan skelne mellem over-night eller tomorrow-next transaktioner¹, tages udgangspunkt i den af de to indberettede renter, som er henholdsvis lavest og højest. For at undgå, at andre typer af dag-til-dag transaktioner, jf. boks 1, end usikrede dag-til-dag lån identificeres af algoritmen, medtages kun betalinger, som er på mindst 1 mio.kr., og som er i hele hundredetusind kroner (dvs. slutter på fem nuller). En betaling på 2,1 mio.kr. medtages således som et potentielt udlån, mens en betaling på 2,15 mio.kr. ikke gør det. Årsagen til dette kriterium er, at "runde beløb" er markedsstandard ved indgåelse af depositforretninger. Herved sikres desuden, at FX swaps ikke medtages, da disse typisk aftales i runde beløb i dollar, hvilket altovervejende giver skæve beløb i kroner. Sikrede forretninger i form af repoer afvikles i VPs handelsafvikling og dermed ikke via enkelttransaktioner mellem foliokonti. Der er set bort fra udlån mellem institutter, der begge er en del af samme koncern, og som begge har foliokonti i Nationalbanken.

I 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004 blev der foretaget ca. 323.000 betalinger i Kronos mellem foliokonti svarende til 2.561 betalinger pr. bankdag, jf. tabel 5. Algoritmen identificerede ca. 21 pct. af disse som kandidater til at være usikrede dag-til-dag pengemarkedsudlån, og af disse blev der fundet matchende tilbagebetalinger for omkring 7 pct.

De lån, som identificeres af algoritmen, er udelukkende usikrede dag-til-dag lån mellem de pengepolitiske modparter, dvs. penge- eller realkreditinstitutter med en forrentet foliokonto i Nationalbanken. Det er derfor ikke hele markedet for usikrede dag-til-dag pengemarkedsudlån i

¹ Kun dag og tidspunkt for afviklingen kendes. Selve aftaletidspunktet er ukendt.

IDENTIFICERING AF USIKREDE DAG-TIL-DAG UDLÅN

Tabel 5

	Antal	Værdi (mio.kr.)
Betalinger pr. dag i Kronos.....	2.561	209.331
Heraf potentielle dag-til-dag udlån	544	100.255
Heraf identificerede dag-til-dag udlån	39	9.305

Anm.: Betalinger defineres her som en debitering af én foliokonto til fordel for en kreditering af en anden foliokonto.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

kroner, der medtages. Forretninger med udenlandske institutter samt med mindre institutter, der ikke er pengepolitiske modparter, er således ikke omfattet af analysen.

Der er visse usikkerhedsfaktorer knyttet til en opgørelse af pengemarkedsomsætningen ud fra betalinger foretaget via Kronos. Fx vil algoritmen ikke identificere tilfælde, hvor flere udlån til den samme modpart på den samme dag bundtes sammen til én tilbagebetaling den følgende bankdag. På tilsvarende vis kan algoritmen i princippet heller ikke identificere lån mellem pengepolitiske modparter, der gennemføres via en fælles korrespondentbank. Det kan også tænkes, at der findes dag-til-dag pengemarkedsudlån til renter, der er højere eller lavere end de rentesatser, som afgrænses af algoritmen. Endelig kan det ikke helt afvises, at der medtages "tilfældige" posterings, som ikke er knyttet til dag-til-dag pengemarkedslån.

Alt i alt er der således en vis usikkerhed forbundet med tallene. Det er dog det overordnede indtryk, at opgørelsen giver et retvisende billede af de pengepolitiske modparterers indbyrdes omsætning med usikrede dag-til-dag lån i 4. kvartal 2003 og 1. kvartal 2004. Som en kontrol er den beregnede omsætning for en enkelt dag blevet sammenlignet med indberetninger fra en spørgeskemaundersøgelse blandt udvalgte banker. Denne stikprøvekontrol bekræfter, at det er muligt at identificere usikrede dag-til-dag pengemarkedslån ved hjælp af den beskrevne metode.

Likviditet og gennemsigtighed i det danske statsobligationsmarked

Jens Verner Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen, og Per Plougmand Bærtelsen, Handelsafdelingen

SAMMENFATNING

I efteråret 2003 blev der foretaget en række initiativer på det danske statsobligationsmarked i form af indførelse af elektronisk handel og market making. I samarbejde med markedsdeltagerne etablerede Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken engrosmarkedet MTS Denmark. I forbindelse med overgangen til elektronisk handel blev der samtidig oprettet en primary dealer-ordning, som bl.a. indeholder en forpligtelse om market making i engrosmarkedet. På Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer blev der endvidere introduceret en pristillerordning, hvor en række banker har indgået en aftale med Statsgældsforvaltningen om løbende at stille bud- og udbudspriser i danske statspapirer.

Initiativerne har samtidig muliggjort, at danske statspapirer er optaget på internationale elektroniske handelsplatforme som BondVision og TradeWeb, hvor værdipapirhandlere elektronisk kan foretage videredistribution af statsobligationer til større investorer, der er tilknyttet de elektroniske handelsplatforme.

I det følgende beskrives markedsimplikationerne af initiativerne på baggrund af de første erfaringer. De nye tiltag har moderniseret det danske statspapirmarked. Før en handel gennemføres, er der nu mulighed for at se priser og mængder, der kan handles til. Markedet er dermed blevet mere gennemsigtigt. Endvidere er markedet blevet mere likvidt, og en større del af handlen udføres i dag elektronisk.

Erfaringerne indtil nu er, at på engrosmarkedet MTS Denmark er der løbende handlebare priser i omkring 95 pct. af tidsrummet fra 8.30-17.00. Markedsdeltagerne har i benchmarkpapirerne normalt mulighed for løbende at handle mere end 100 mio.kr. på bedste bud-/udbudspris.

Introduktionen af prisstillesesordningen på København Fondsbørs marked for statsobligationer har ligeledes medført, at der i hele åbningstiden er handlebare priser i ca. 95 pct. af handelsdagen i modsætning til tidligere, hvor der kun sjældent var adgang til førhandelsinformation. Interesserede investorer har siden introduktionen af prisstillerordningen løbende kunnet handle 4-6 mio.kr. på den bedste bud-/udbudspris. Desuden er der indført nye handelsfaciliteter, som har gjort det lettere for mindre investorer på Københavns Fondsbørs at få gennemført handler direkte på obligationsmarkedet.

NYE INITIATIVER PÅ DET DANSKE STATSPAPIRMARKED

Markedet for danske statsobligationer har i løbet af de seneste måneder ændret karakter. Fra at være et marked, hvor den langt overvejende del af handlen foregik via telefon, foregår en afgørende del af omsætningen nu på elektroniske handelsplatforme¹. I det følgende beskrives nogle af de væsentligste tiltag, som har været med til at ændre infrastrukturen på statspapirmarkedet. Beskrivelsen indeholder ikke en fuldstændig beskrivelse af markedsstrukturen og alle de tilgængelige markedsplatforme på det danske statspapirmarked.

Introduktion af MTS på engrosmarkedet

Den 4. november 2003 blev engrosmarkedet for danske statsobligationer åbnet på handelsplatformen MTS². I sammenhæng med introduktionen af elektronisk handel blev der etableret en primary dealer-ordning. Den centrale forpligtelse består i løbende at stille priser i mindst fem timer pr. dag i alle statspapirer af typen stående lån med mere end 13 måneders restløbetid. For at opfylde betingelserne i primary dealer-aftalen skal deltagerens prisstillelse foregå ved, at der stilles samtidige bud- og udbudspriser inden for nogle maksimale kursspænd. Samtidig skal deltagerne på de stillede priser være villige til at handle for minimumsbeløb, der afspejler et engrosmarked. 13 banker, heraf flere udenlandske banker, er p.t. primary dealere i danske statspapirer. Introduktionen af elektronisk handel og market making på engrosmarkedet har givet mulighed for, at markedsdeltagerne løbende kan købe og sælge statspapirer for betydelige beløb uden væsentlig indflydelse på prisdannelsen.

¹ For mere om elektronisk handel og market making, se Statens Låntagning og Gæld 2002, Kapitel 9: Elektronisk handel og market making i danske statsobligationer.

² For mere om introduktion af danske statspapirer på MTS, se Statens Låntagning og Gæld 2003, Kapitel 9: MTS Denmark og Primary Dealer-ordningen for danske statspapirer.

Introduktion af elektroniske handelsplatforme for større investorer

I løbet af efteråret 2003 er danske statsobligationer blevet introduceret på internationale dealer-to-customer handelsplatforme som TradeWeb og BondVision. Dealer-to-customer markederne giver mulighed for, at eksempelvis institutionelle investorer kan handle værdipapirer med banker og værdipapirhandlere. Udbyderne af de elektroniske handelsplatforme har typisk indgået aftaler dels med værdipapirhandlere og banker og dels større investorer om at være tilknyttet handelssystemerne. Banker og værdipapirhandlere har dermed mulighed for at videredistribuerer statsobligationer fra engrosmarkedet og samtidig har de større investorer elektronisk adgang til at handle danske statspapirer.

Markedsindretningen adskiller sig fra MTS Denmark og Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer, idet der er tale om quote-on-request ordninger. På baggrund af en konkret henvendelse fra en institutionel kunde, der ønsker at undersøge muligheden for køb eller salg, vil de modparter, som den institutionelle kunde har indbudt til at deltage, stille en pris¹.

På begge platforme er der tilknyttet en række værdipapirhandlere og konkurrence mellem disse deltagere medfører, at der normalt stilles priser med snævre spænd mellem bud- og udbudsprisen.

Prisstillerordning på Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer

Den 1. december 2003 blev der etableret et særligt delsegment for danske statsobligationer på Københavns Fondsbørs. Samtidig blev der etableret en prisstillerordning, hvor seks banker har indgået en aftale med Statsgældsforvaltningen om løbende at stille priser i mindst 95 pct. af tidsrummet 9.00-16.30 i de samme statspapirer, som er omfattet af primary dealer-ordningen. Deltagernes prisstillelse skal for at opfylde kravet i prisstillerordningen foregå ved, at der stilles samtidige bud- og udbudspriser inden for nogle maksimale kursspænd. Samtidig skal deltagerne på de stillede priser være villige til at handle for et minimumsbeløb. De seks banker, øvrige medlemmer af Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer samt investorer² vil, ved at indlægge ordrer på 1.000 kr. eller derover, alle kunne være med til at påvirke den bedste bud- og udbudspris.

Endvidere er der introduceret nye handelsfaciliteter, bl.a. automatch, hvorved matchende købs- og salgsordrer automatisk sammenføres uden,

¹ I en budrunde kan der på TradeWeb spørges maksimalt fem modparter, mens der på BondVision kan spørges op til fire modparter.

² For detailinvestorer skal indlæggelsen af ordrer ske via deres bank eller værdipapirhandler og kan eksempelvis foregå direkte via deres webbank.

at en af parterne først skal bekræfte handlen. Derved er det eksempelvis blevet muligt for detailinvestorer at få foretaget handel elektronisk og direkte på Københavns Fondsbørs, uden investors bankforbindelse først skal bekræfte handlen.

KONSEKVENSEN AF DE NYE INITIATIVER FOR LIKVIDITETEN OG GENNEMSIGTIGHEDEN PÅ STATSPAPIRMARKEDET

Den nye markedsindretning har eksisteret i knap et halvt år, og markedsimplikationerne kan analyseres på baggrund af de første erfaringer. Overordnet set er handlen i statspapirmarkedet i højere grad end tidligere samlet på nogle få markeder, hvor flere deltagere på samme tid er med til at fastsætte priserne. Som udgangspunkt vil handel på et marked, hvor der er flere samtidige købere og sælgere give anledning til et mere effektivt marked.

Samtidig har udbredelsen af elektronisk handel betydet, at investorerne i danske statspapirer løbende har adgang til information om de priser, hvortil der kan handles på markedet. Adgang til mere og bedre forhandelsinformation øger gennemsigtigheden i markedet og mindsker barriererne for at handle.

For at få et mere indgående indtryk af konsekvenserne for statspapirmarkedet ses i det efterfølgende på en række forskellige aspekter af likviditet og gennemsigtighed i markedet.

Ofte er omsætningen anvendt som eneste indikator for likviditet i markedet. Eksempelvis Fleming (2003) tillægger imidlertid andre indikatorer større vægt for vurdering af et markeds likviditet.¹ Omsætningen udtrykker således alene omfanget af de gennemførte handler, mens likviditet mere generelt udtrykker muligheden for at handle, hvis behovet på et givet tidspunkt opstår. Et marked kan således godt være likvidt, selv om omsætningen er relativt beskeden. For at vurdere likviditeten og gennemsigtigheden i markedet anvendes derfor flere dimensioner. De anvendte likviditetsnøgletal er beskrevet i boks 1.

Ordredækning

I et likvidt marked registreres der løbende handelspriser. Jo længere tid, der er handlebare priser i systemet, desto bedre mulighed har investor for at købe eller sælge statspapirer. Som indikator anvendes nøgletallet ordredækning.

¹ Fleming, Michael J. (2003), *Measuring Treasury Market Liquidity*, FRBNY Economic Policy Review.

Vurderingen af gennemsnitligheden og likviditeten i statsobligationsmarkedet tager i denne artikel udgangspunkt i fire forskellige nøgletal: Ordredækning, kursforskel, dybde og omsætning. De fire nøgletal har begrænset informationsværdi hver for sig, men betragtes nøgletallene i sammenhæng, vil de bidrage til at skabe et samlet billede af udvikling i likviditeten og gennemsnitligheden i handlen med statsobligationer.

Ordredækningen angiver den andel af handelsdagen, der er samtidige bud- og udbudspriser i handelssystemet. Det giver investor information om, i hvor stor en andel af handelsdagen investoren kan få opfyldt sit behov for at handle (købe eller sælge) et værdipapir.

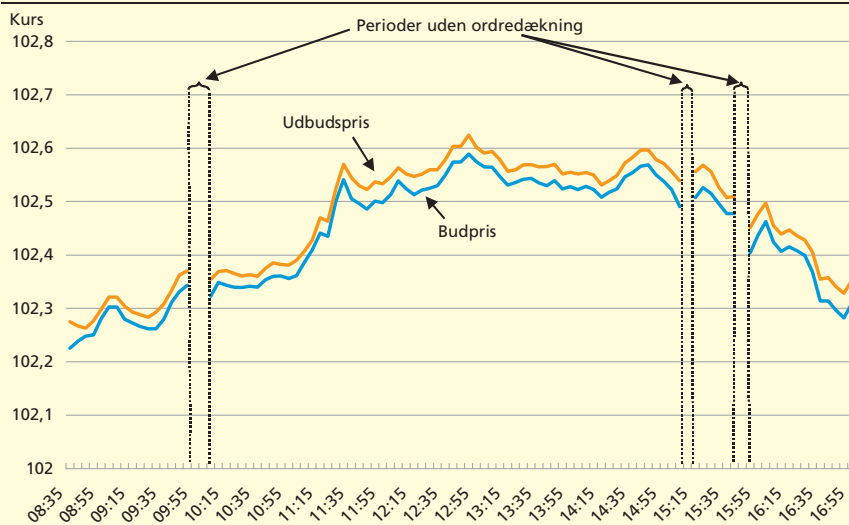
Kursforskellen beregnes som det tidsvægtede gennemsnit af forskellen mellem bud- og udbudskursen i den del af handelsdagen, hvor der er ordredækning, dvs. samtidige bud- og udbudspriser. Kursforskellen angiver omkostningen ved at købe et værdipapir og umiddelbart herefter sælge det. Enheden opgøres i 0,01 kurspoint (ticks).

Dybden angiver, hvor store mængder der kan omsættes til de bedste bud- og udbudspriser. Dybden har – som kursforskellen – kun informationsværdi, når der er samtidige bud- og udbudspriser i systemet. Dybden giver investor en indikation af, hvor store mængder, der umiddelbart kan handles til de bedste priser.

Sammenhængen mellem ordredækningen og kursforskellen er illustreret i nedenstående figur. Førsteaksen viser tiden i løbet af en handelsdag, mens andenaksen viser de kurser, det har været muligt at handle til i løbet af handelsdagen.

Mens de tre nævnte nøgletal viser noget om mulighederne for at handle statsobligationer, viser omsætningen, hvad der rent faktisk er handlet for i statsobligationerne.

ORDREDÆKNINGEN PÅ MTS DENMARK I 4 PCT. 2008 DEN 16. JANUAR 2004

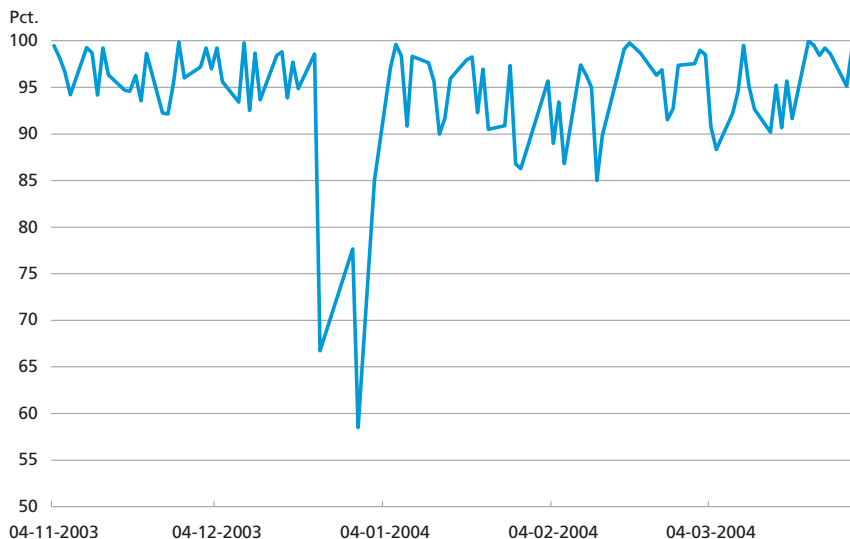


Anm.: I denne figur er de rapporterede priser bestemt som fremadrettede gennemsnit af 5 minutters længde. Såfremt der i en observationsperiode på 5 minutter ikke er ordredækning, vil dette fremgå af figuren ved, at der i hele observationsperioden på 5 minutter ikke er ordredækning. Figuren viser derfor, at der i "perioder uden ordredækning" har været tidspunkter, hvor der i kortere eller længere tid ikke har været samtidige bud- og udbudspriser.

Kilde: MTS Denmark.

ORDREDÆKNING I DANSKE STATSPAPIRER PÅ MTS DENMARK I PERIODEN
4/11-2003 TIL 31/3-2004.

Figur 1



Anm.: Danske statspapirer på MTS Denmark omfatter alle stående lån med mere end 13-måneders restløbetid. Den samlede ordredækning er beregnet som et simpelt gennemsnit af de omfattede papirer i tidsrummet fra 8.30-17.00.

Kilde: MTS Denmark.

MTS Denmark

Udviklingen i ordredækning på MTS Denmark viser, at markedsdeltagerne har mulighed for at se handlebare priser i de omfattede statspapirer i omkring 95 pct. af tidsrummet 8.30-17.00, jf. figur 1. Faldet i ordredækning mellem jul og nytår kan forklares ved, at primary dealernes market making-forpligtelse var suspenderet i denne periode.

Niveauet for ordredækningen afspejler indholdet i primary dealer-ordningen. Som tidligere nævnt er primary dealerne forpligtet til at stille priser i fem timer hver dag inden for tidsrummet 9.00-16.30. Dette kan forklare, at ordredækningen på MTS Denmark ikke er 100 pct. I tidsrummet 9.00-16.30 er ordredækningen imidlertid næsten 100 pct., hvilket viser, at primary dealerne typisk stiller priser i længere tid, end det kræves i ordningen, jf. boks 2.¹

Det er muligt at se handlebare priser fra engrosmarkedet for deltagerne på MTS Denmark via deres direkte opkoblinger. Informationen i realtid er endvidere offentligt tilgængelig, mod betaling, via internationale formidlere af markedsinformation. På webstedet for MTS Denmark er der desuden adgang til informationen med 15 minutters forsinkelse².

¹ Indholdet i primary dealer-ordningen for danske statspapirer er på linje med kravene i andre landes statspapirmarkeder.

² www.mtsdenmark.com.

ANVENDELSE AF PRISMASKINER TIL LØBENDE KVOTERING AF BUD- OG UDBUDSPRISER

Boks 2

Elektronisk handel er primært introduceret på markeder, hvor der handles standardvarer. Statsobligationer er netop et standardiseret produkt, der handles på tværs af landegrænser og prisfastsættes i forhold til andre landes statslige udstedelser. I Europa sker prisfastsættelsen typisk med udgangspunkt i tyske statsobligationer.

Introduktion af elektronisk handel har muliggjort introduktion af automatiske prismaskiner, der i løbet af dagen stiller bud- og udbudskurser i danske statspapirer. Prisstillelsen foretages typisk med udgangspunkt i lignende euro statsobligationer og futures for statsobligationer, hvortil der tillægges et spænd.

Anvendelsen af prismaskiner sker primært for at spare resurser. Således vil én dealer kunne passe flere markeder, idet prismaskinen hele tiden vil kvotere priser på tværs af markeder og løbende foretage opdateringer. Kun i korte tidsrum, fx omkring offentliggørelse af nøgletal, publikationer, m.m., vil man ofte vælge at suspendere priskvotering på grund af usikkerheden forbundet med prisfastsættelsen.

Københavns Fondsbørs

Udviklingen i ordredækning på Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer fremgår af figur 2. I forbindelse med introduktionen af prisstillelsesordningen ses et markant skift, hvor ordredækningen vokser fra under 10 pct. til mere end 90 pct. af handelsdagen.

Skiftet afspejler den ændrede markedsstruktur. Tidligere var det fx i forbindelse med de korte perioder, hvor Statsgældsforvaltningen foretog udstedelser og opkøb, at der var priser i systemet. Efter introduktionen af prisstillelsesordningen er 6 banker nu forpligtet til løbende at stille handlebare priser.

Niveauet for ordredækningen er ligesom på MTS Denmark en afspejling af indholdet i aftalen om prisstillelse. Som tidligere nævnt skal hver af deltagerne i ordningen på Københavns Fondsbørs stille priser i 95 pct. af tidsrummet 9.00-16.30. Det ses af figur 2, at der i tidsrummet 8.30-17.00 er handlebare priser i ca. 95 pct. af tiden.

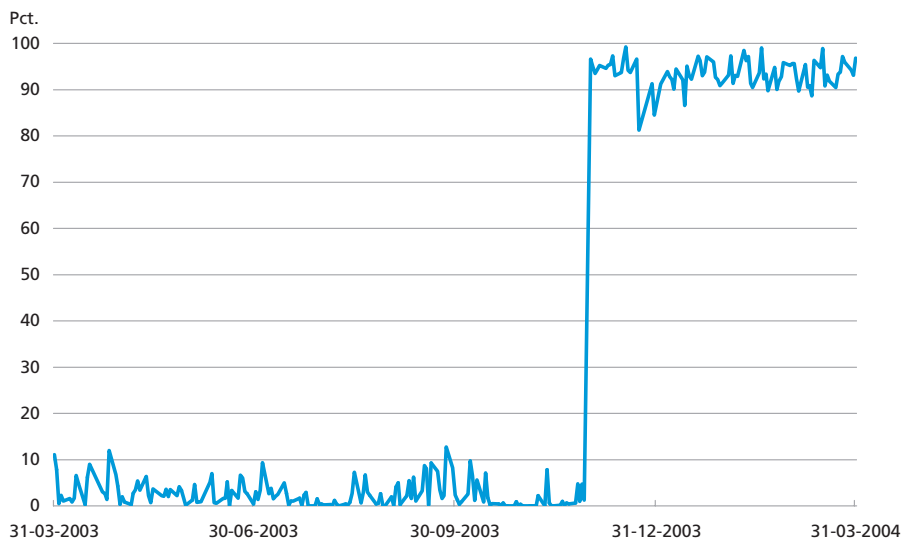
Medlemmer af Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer har via deres opkobling løbende adgang til at se de handlebare priser. Endvidere tilbyder nogle banker deres kunder adgang til at se handlebare priser i realtid via deres webbank, eventuelt mod betaling. Desuden er priserne tilgængelige med 15 minutters forsinkelse på Københavns Fondsbørs websted.¹

Den højere ordredækning på statspapirmarkedet betyder, at investorerne har bedre adgang til førhandelsinformation, hvilket gør markedet mere gennemsigtigt.

¹ www.cse.dk.

ORDREDÆKNINGEN I DANSKE STATSPAPIRER PÅ KØBENHAVNS
FONDSBØRS I PERIODEN FRA 31/3-2003 TIL 31/3-2004

Figur 2



Anm.: Danske statspapirer omfatter stående lån med mere end 13-måneders restløbetid. Den samlede ordredækning er beregnet som et simpelt gennemsnit af de omfattede papirer i tidsrummet 8.30-17.00.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

Kursforskel mellem bedste bud- og udbudspris

Kursforskellen mellem bedste bud- og udbudspris er omkostningen ved at købe et værdipapir og umiddelbart herefter sælge det. Forskellen kan derfor fortolkes som et udtryk for effektiviteten i prisdannelsen. Jo mindre forskel, jo mere effektiv prisdannelse. Kursforskellen vil bl.a. være bestemt af handelsomkostninger, antallet af markedsdeltagere og løbetidsforskelle.

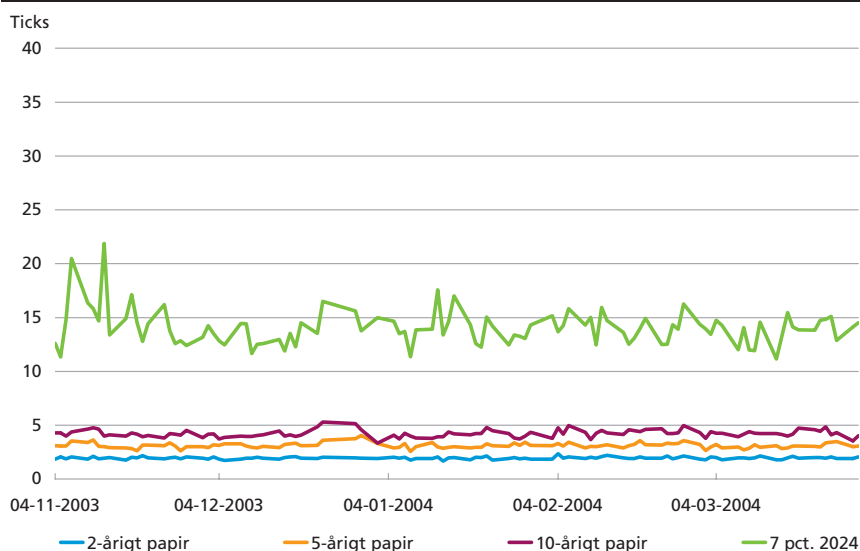
MTS Denmark

Udviklingen i kursforskel i de forskellige løbetidssegmenter på engrosmarkedet MTS Denmark har været relativt stabil siden introduktionen, jf. figur 3. For papirer i løbetidssegmenterne op til og med 10 år er forskellen mindre end fem ticks, svarende til 0,05 kurspoint.

Forskellen i bud- og udbudsprisen er den samme som på andre engrosmarkeder for statsobligationer. Udviklingen af et mere effektivt dansk engrosmarked for statspapirer skyldes primært introduktionen af elektronisk handel og tilhørende market making. Derved har det været muligt for markedsdeltagerne at effektivisere håndteringen af handlen. Samtidig har introduktionen af handelsplatformen MTS været medvirkende til at skabe større international interesse for danske statspapirer.

KURSFORSKEL MELLEM BUD- OG UDBUDSPRISER PÅ MTS DENMARK I
BENCHMARK PAPIRER OG 7 PCT. 2024 I PERIODEN FRA 4/11-2003 TIL 31/3-
2004.

Figur 3



Anm.: Kursforskellen er beregnet som et tidsvægtet gennemsnit mellem bedste bud- og udbudspris.
Kilde: MTS Denmark.

Det fremgår desuden af figur 3, at kursforskellen er voksende med løbetiden. Dette er et udtryk for, at der er større markedsrisiko forbundet med papirer, der har længere løbetider. Det ses, at 7 pct. 2024 adskiller sig fra de øvrige benchmarkpapirer, hvilket afspejler denne obligations særlige karakteristika bl.a. med hensyn til løbetiden. Disse forhold har betydet, at obligationen stiller krav om prisstillelse for mindre beløb med bredere kursspænd til følge.

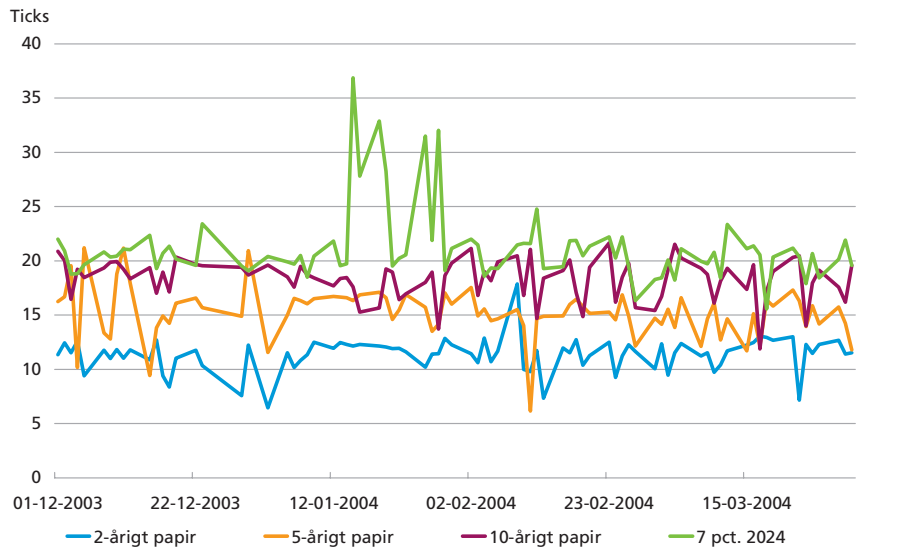
Københavns Fondsbørs

På Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer er udviklingen i kursspænd mellem bud- og udbudskurser vist i figur 4. Generelt ligger kursspændet mellem bud- og udbudskursen på mellem ti og tyve ticks for de forskellige løbetidssegmenter.

De observerede kursforskelle er et udtryk for den konkurrence, der eksisterer mellem alle deltagerne på markedet. Blandt deltagerne er de 6 banker, som har forpligtet sig til løbende at stille priser. Desuden har andre medlemmer af Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer mulighed for at indlægge bud- og udbudspriser, hvilket er medvirkende til at indsnævre kursforskellen. Endvidere har introduktionen af nye handelsfaciliteter givet mulighed for, at investorer kan få indlagt egne ordrer direkte på systemet. Dermed vil ordrer fra investorer påvir-

KURSFORSKEL I BENCHMARKPAPIRER OG 7 PCT. 2024 PÅ KØBENHAVNS
FONDSBØRS I PERIODEN FRA 1/12-2003 TIL 31/3-2004

Figur 4



Anm.: Kursforskellen er beregnet som et tidsvægtet gennemsnit mellem bedste bud- og udbudspris.
Kilde: Københavns Fondsbørs.

ke kursforskellen, hvis de indlagte bud er på 1.000 kr. eller derover, og hvis bud- og udbudspriser indsnævrer spændet mellem den bedste bud- og udbudspris.

Dybden i markedet

En tredje indikator for likviditeten er dybden. Dybden beregnes her som det tidsvægtede gennemsnit af den mængde obligationer, der er indlagt på den bedste bud- og udbudspris.

MTS Denmark

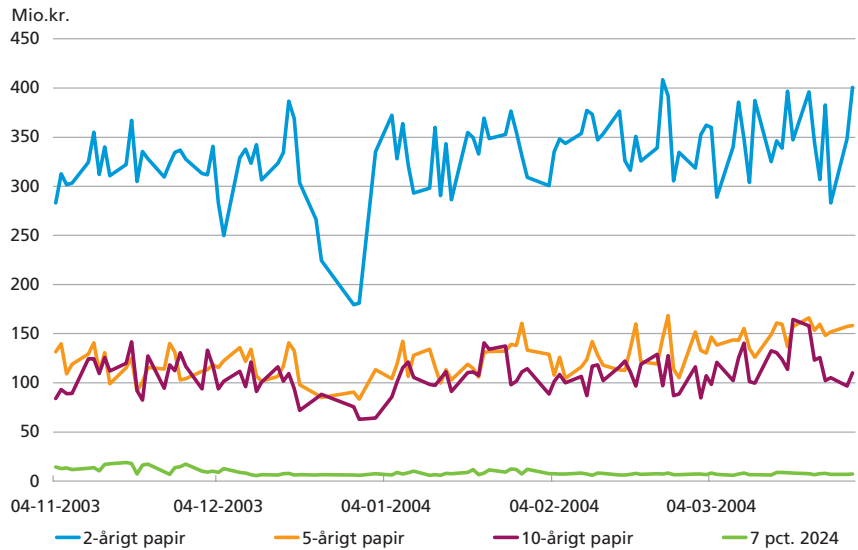
Dybden i engrosmarkedet på MTS Denmark er vist i figur 5. Det fremgår, at der på de bedste bud- og udbudspriser vil være mulighed for løbende at købe eller sælge for omkring 100-150 mio.kr. i de 5- og 10-årige benchmarkpapirer i gennemsnit over hele handelsdagen. Dybden i det 2-årige benchmarkpapir er noget større omkring 300-350 mio.kr., hvilket, som nævnt tidligere, afspejler en mindre risiko i de kortere løbetids-segmenter.

Københavns Fondsbørs

Figur 6 viser udviklingen i dybden i Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer. Det fremgår, at der kan købes eller sælges statspapirer

DYBDE PÅ BEDSTE PRISER I BENCHMARKPAPIRER OG 7 PCT. 2024 PÅ MTS
DENMARK I PERIODEN 4/11-2003 TIL 31/3-2004

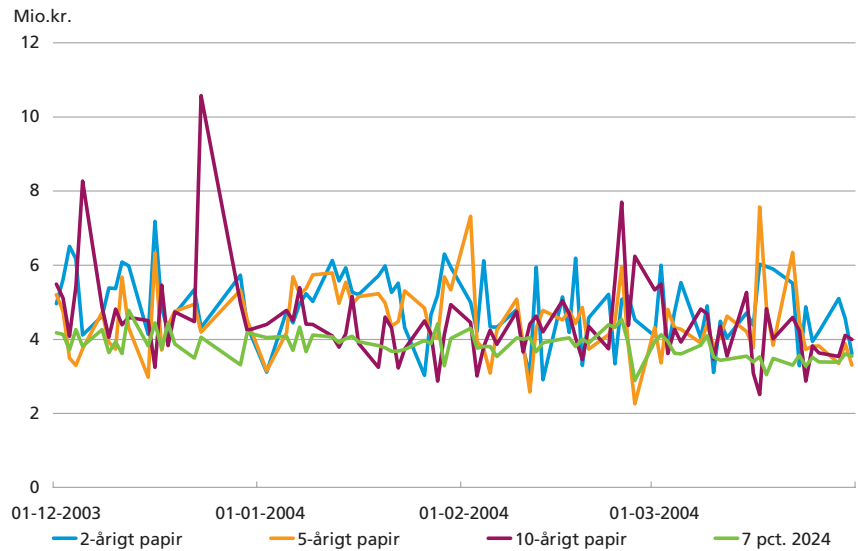
Figur 5



Anm.: Dybden er udregnet som et tidsvægtet gennemsnit af handlebare mængder på bedste bud-/udbudspris.
Kilde: MTS Denmark.

DYBDE PÅ BEDSTE PRISER I BENCHMARKPAPIRER OG 7 PCT. 2024 PÅ
KØBENHAVNS FONDSBØRS I PERIODEN 1/12-2003 TIL 31/3-2004.

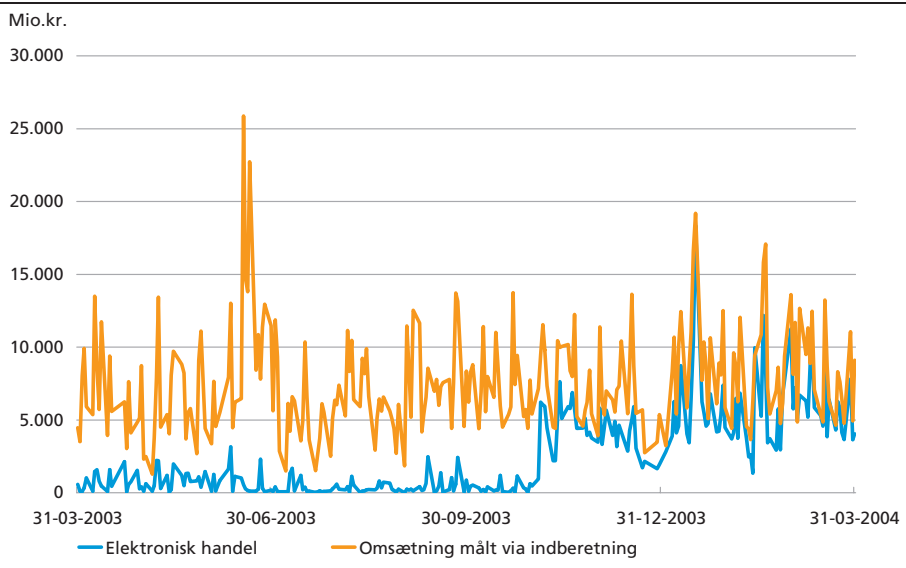
Figur 6



Anm.: Dybden er udregnet som et tidsvægtet gennemsnit af handlebare mængder på bedste bud-/udbudspris.
Kilde: Københavns Fondsbørs.

SAMLET ELEKTRONISK HANDEL I DANSKE STATSPAPIRER PÅ MTS
DENMARK, KØBENHAVNS FONDSBØRS, TRADEWEB OG BONDVISION OG
OMSÆTNING INDBERETTET TIL KØBENHAVNS FONDSBØRS I PERIODEN
31/3-2003 TIL 31/3-2004

Figur 7



Anm.: Danske statspapirer omfatter alle stående lån med mere end 13-måneders restløbetid. Alle medlemmer af Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer har pligt til at indberette alle deres handler til Københavns Fondsbørs. Denne omsætning fremgår af den indberettede omsætning. Ikke alle deltagere på MTS Denmark er medlemmer af Københavns Fondsbørs obligationsdelmarked.
For TradeWeb og BondVision er der tale om gennemsnitlig daglige omsætningstal beregnet på baggrund af månedlige observationer.

Kilde: MTS Denmark, Københavns Fondsbørs, TradeWeb og BondVision.

i benchmarksegmenterne og 7 pct. 2024 for omkring 4-6 mio.kr. på de bedste bud- og udbudspriser. Tilsvarende dybde gælder for de øvrige statspapirer, der er omfattet af pristillerordningen.

Samlet omsætning på de elektroniske handelsplatforme

Siden introduktionen af de nye tiltag er omsætningen på de elektroniske platforme (MTS Denmark, Københavns Fondsbørs marked for statsobligationer, TradeWeb og BondVision) vokset, jf. figur 7. Den øgede omsætning på elektroniske platforme skyldes dels introduktionen af nye elektroniske handelsplatforme og dels nye deltagere, som har bidraget med øget handel.

Af figur 7 ses endvidere, at omsætningen opgjort på baggrund af indberetninger til Københavns Fondsbørs er nogenlunde konstant. Mens gruppen af indberetningspligtige til Københavns Fondsbørs er uændret som følge af de nye initiativer, har de nye handelsplatforme tiltrukket flere internationale banker, som er aktive i det danske statspapirmarked. Eksempelvis har de nye markedsdeltagere, der er kommet til i for-

bindelse med introduktionen af MTS Denmark, bidraget med til sammen mere end en tredjedel af den samlede omsætning på MTS Denmark.

På den baggrund indikerer figuren to generelle tendenser. For det første er en stor del af telefonhandlen blandt de tidligere og nuværende markedsdeltagere flyttet til elektroniske handelsplatforme. For det andet har der været en positiv effekt på den samlede omsætning af de nye initiativer, idet nye markedsdeltagere, der når de handler med hinanden ikke er indberetningspligtige til Københavns Fondsbørs, har bidraget med en stor del af omsætningen i engrosmarkedet.

Realkredit i USA og Danmark

Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen

Det amerikanske realkreditsystem har en række ligheder med det danske, men der er også store forskelle på systemernes opbygning og funktion. Betydningen af dette ses bl.a. i perioder med stor konverteringsaktivitet, som de seneste års lave renter har givet anledning til. Volatiliteten på det amerikanske obligationsmarked, både for realkredit- og for statsobligationer, blev kraftigt påvirket i forbindelse med konverteringsbølgen i 2002, mens der ikke var tilsvarende effekter i Danmark. Problemerne i 2002 i det amerikanske realkreditsystem har medført stor interesse omkring fordele og ulemper ved forskellige typer markedsbaserede realkreditsystemer. I denne artikel beskrives det amerikanske system set i lyset af det danske system.

DET AMERIKANSKE OG DET DANSKE REALKREDITSYSTEM

Det amerikanske og det danske realkreditsystem tilbyder låntagerne relativ billig og mere fleksibel finansiering af ejendomme end de fleste andre landes realkreditsystemer. Det amerikanske realkreditmarked er absolut set langt større end det danske, men som det fremgår af tabel 1, er begge markeder relativt set meget store i begge lande.

Optagelse af realkreditlån

Realkreditlån udbydes af mange tusind banker og sparekasser ("Thrifts") i USA, kaldet "originators". Som det fremgår af boks 1, skal en låntager i

DET AMERIKANSKE OG DET DANSKE REALKREDITMARKED

Tabel 1

Ultimo 2003	USA	Danmark
Udstedte realkreditobligationer	30.774 mia. kr. ¹	1.392 mia. kr.
Daglig omsætning af realkreditobligationer	1.314 mia. kr. ¹	12 mia. kr.
Realkreditlån i alt i forhold til BNP	81 pct.	101 pct.
Husholdningernes gæld i forhold til disponibel indkomst	112 pct.	192 pct.
Antal institutter, der udbyder realkreditlån til ejerboliger	7.771	4
Ejerboligandel	68 pct.	59 pct.

Anm.: Der er regnet med en dollarkurs på 6 kr. pr. dollar.

Kilde: Frankel et al. (2004).

¹ 3. kvartal 2003.

Ud over sædvanlige låneomkostninger skal en låntager afholde omkostninger til følgende:

Vurdering: Et uafhængigt vurderingsbureau skal vurdere værdien af ejendommen.

Kreditvurdering: Låntageren skal fremvise en personlig kreditvurderingsattest.

Tilstandsattest: Låntageren skal have udarbejdet en tilstandsattest på ejendommen.

Realkreditforsikring: Hvis udbetalingen er mindre end 20 pct. af ejendomsprisen, kan banken kræve, at der tegnes en forsikring for betaling af ydelserne. Forsikringen vil typisk bortfalde, når der er tilbagebetalt så meget, at friværdien overstiger 20-25 pct.

Fastlæggelse af ejendomsret: Som følge af fraværet af et centralt tinglysningssystem er det nødvendigt at få fastslået, hvem der er lovmæssig ejer af ejendommen, og om ejendommen anvendes som sikkerhed mod anden långivning.

Ejendomsretsforsikring: Låntager skal tegne forsikring mod, at der ikke er sket fejl i fastlæggelse af ejendomsretten.

Kilde: How Mortgages Work, <http://money.howstuffworks.com>.

USA kontakte en række institutioner, før et lån kan bevilges. I Danmark kan det derimod foregå direkte gennem realkreditinstituttet ved betaling af tinglysningsomkostninger, et gebyr ved låneoptagelsen samt et løbende gebyr gennem hele lånets levetid. Endvidere betyder det danske tinglysningsystem, at der er et centralt register over, hvilke pant der er taget i de enkelte boliger. Dette er ikke tilfældet i USA, hvor huskøberen derfor skal sikre sig, at der ikke er taget pant til anden side i boligen. Den personlige kreditvurdering er nødvendig for at kunne få bevilget et lån i det amerikanske system. Dette skyldes bl.a., at personlig konkurs i USA er et anliggende i den enkelte stat og ikke på føderalt niveau. Et udbredt nøgletal ved kreditvurderingen er "28/36", som de fleste udlånere kræver opfyldt. Maksimalt 28 pct. af den månedlige indkomst før skat må gå til ydelser på realkreditlånet, og maksimalt 36 pct. må gå til betaling af ydelser på en låners samlede gæld (realkredit og anden gæld). Overstiges disse grænser, vil udlåneren kræve større udbetaling, fx ved betaling af såkaldte discount points, jf. boks 2.

I det danske realkreditsystem er renten ikke afhængig af, hvem der er låntager. Låntager vurderes enten at være kreditværdig eller ikke, og graden af kreditværdighed påvirker ikke renten på lånet. Som det fremgår af boks 2, er det ikke tilfældet i det amerikanske system. Her er det fx muligt for låntageren at få reduceret rentesatsen på lånet ved at betale en højere udbetaling. Endvidere betyder kreditvurderingen meget for den effektive rente. Der kan være betydelig forskel på lånerenten på et 30-årigt lån mellem en person, der vurderes til at have en god kreditværdighed, og en person med en mindre god kreditværdighed.

DISCOUNT POINTS		Boks 2
Ud over en almindelig udbetaling opererer det amerikanske system med såkaldte discount points. Et point er 1 pct. af lånets hovedstol. Ved betaling af points er det muligt for låntageren at reducere renten på lånet. Sammenhængen mellem antal discount points og renten på lånet ændres efter udbuds- og efterspørgselsforholdene. Nedenfor vises et eksempel på sammenhængen mellem antal points og renten for et 30-årigt lån. "Conforming loans" refererer til lån, der opfylder de amerikanske Government Sponsored Entreprises maksimale lånestørrelse, mens "Jumbo loans" refererer til lån over denne maksimale lånestørrelse, se afsnittet om udstedelse af obligationer.¹		
SAMMENHÆNG MELLEM DISCOUNT POINTS OG LÅNERENTE		
Discount points i pct.	Pct.	Lånerente i pct.
"Conforming loans"	"Jumbo loans"	
1,470	-	6,750
1,360	-	6,875
0,870	-	7,000
0,380	-	7,125
-0,110	1,920	7,250
-0,600	0,013	7,375
-1,090	0,795	7,500
-1,500	0,325	7,625
-1,920	-0,145	7,750
-2,330	-0,520	7,875
-	-0,830	8,000
-	-1,150	8,125
-	-1,365	8,250

¹ Stanton og Wallace (1997).

Samlet set er låneoptagelse i det amerikanske system formodentligt dyrere end i det danske, men prisfastsættelsen af de enkelte elementer i et realkreditlån er mere gennemsigtig. Endvidere er der konkurrence på gebyrerne mellem de enkelte institutter, der varetager de ydelser, der er beskrevet i boks 1. I det danske system har hver låneomlægning hidtil krævet fornyet tinglysning med tilhørende gebyr. I det amerikanske system foregår dette kun én gang, nemlig ved køb af huset. Dermed udløser fx konverteringer ikke fornyet tinglysningsgebyr. Låntageren skal dog kunne godtgøre, at der ikke er taget anden pant i huset fx i forbindelse med manglende skattebetalinger. I Danmark betyder balanceprincippet, som realkreditinstitutterne er underlagt, at der er en nøje sammenhæng mellem de lån, der ydes, og de obligationer, der udstedes. De amerikanske institutter er ikke underlagt et balanceprincip, hvilket giver mulighed for mere fleksible lån. Balanceprincippets sammenkædning af lånet med de underliggende obligationer betyder til gengæld,

at danske låntagere kan opkøbe de underliggende obligationer og anvende dem til indfrielse af lånet og dermed drive mere aktiv gældspleje, ligesom ejerskifter lettes.

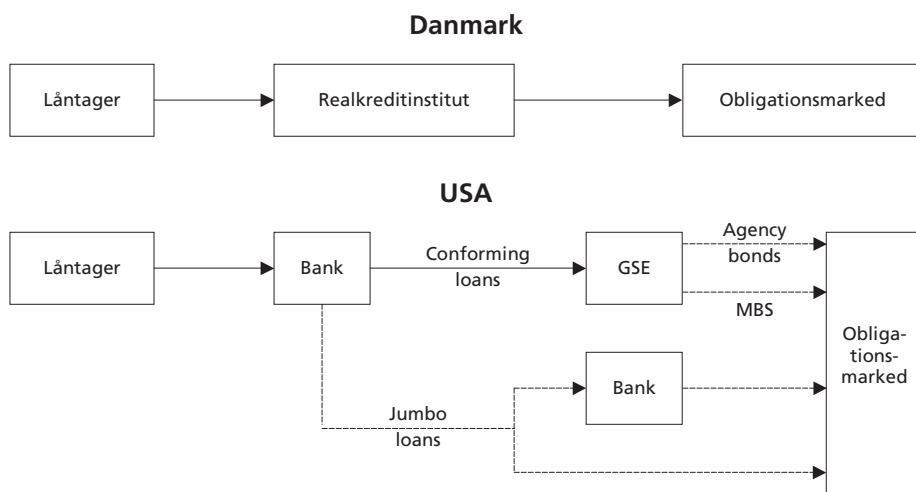
De fastforrentede lån er konverterbare, men da der ikke er direkte forbindelse mellem lånene og de udstedte obligationer, jf. se nedenfor, kan lånene ikke førtidsindfris ved opkøb i markedet som i Danmark. Det betyder, at hver gang en låntager ønsker at komme ud af sit lån, skal det indfris til pari. I det danske system har låntagerne mulighed for at udøve mere aktiv gældspleje, idet danske boligejere med fastforrentede lån til enhver tid kan opkøbe de obligationer, der har finansieret lånet, til markedskursen. Det betyder, at danske boligejere får glæde af, at værdien af gælden falder ved rentestigninger svarende til faldet i obligationskursen. Låntagerne i det danske system har i tilfælde af en rentestigning mulighed for at reducere restgælden på lånet ved at indfri gælden og samtidig genfinansiere den ved udstedelse af obligationer med en højere rente, såkaldt opkonvertering. Derved kan et eventuelt fremtidigt rentefald udnyttes til at få reduceret ydelsen på lånet, mens restgælden er blevet reduceret ved opkonverteringen. Som det fremgår af Frankel et al. (2004) udnytter danske låntagere denne mulighed i tilfælde af rentestigninger. Muligheden for at indfri gælden til markedskursen på de bagvedliggende obligationer betyder også, at hvis en rentestigning udløser husprisfald, vil friværdien i ejerboligen være beskyttet, da markedsværdien af gælden vil falde tilsvarende.¹

Amerikanske låntagere kan kun indfri deres lån til pari og kan derfor ikke reducere deres gæld ved opkonvertering. Endvidere skal lånene indfris til pari ved salg af huset. Husejernes friværdi er derfor ikke beskyttet i tilfælde af rentestigninger med samtidigt fald i ejendomspriserne.

Udstedelse af obligationer

I det danske system udsteder realkreditinstitutterne obligationer på baggrund af de lån, der er givet. I det amerikanske system kan bankerne vælge at håndtere realkreditlån som andre udlån eller videresælge dem. Banken, der har ydet realkreditlånet, kan også vælge at pakke flere lån og udstede et værdipapir, de såkaldte Mortgage Backed Securities, MBS, hvor afkastet består af de betalingsstrømme, der kommer fra låntagerne. Disse værdipapirer sælges på obligationsmarkedet. I det amerikanske system skelnes skarpt mellem "Conforming loans" og "Jumbo loans". Lån op til en vis grænse, der i 2004 var på 333.700 dollar, kaldes

¹ Det gælder kun for fastforrentede lån, se Christensen og Kjeldsen (2002).



Anm.: De stiplede pile angiver, at her er tale om et valg for instituttet. Fx kan den bank, der yder et realkreditlån, vælge at beholde et Jumbo loan på balancen, sælge det videre til en anden bank, eller selv udstede en MBS.

conforming, da de kan videresælges til de såkaldte Government Sponsored Enterprises, GSE, som beskrevet nedenfor. GSEerne nyder en række fordele, og langt de fleste lån under lånegrænsen sælges derfor til GSEerne. Lån over lånegrænsen, Jumbo loans, enten beholdes på balancen, videresælges eller pakkes i en obligation. Udstedelse af obligationer er illustreret i figur 1. Kreditrisikoen på de bagvedliggende lån opdeles typisk i trancher, hvor banken som regel bærer risikoen på den yderste del af lånet. Endvidere er der en række uafhængige institutioner, der sælger kredittabsforsikringer på realkreditlån. Da Jumbo loans ikke kan videresælges til en GSE, er den rente, låntageren betaler på disse lån, højere end på Conforming loans.

Government Sponsored Enterprises, Fannie Mae og Freddie Mac

Under krisen i 1930'erne var det meget vanskeligt for middelindkomst og fattige familier at få realkreditlån i bankerne i USA. Den amerikanske regering besluttede derfor at oprette et institut, der skulle købe realkreditlån op til en vis lånegrænse fra bankerne, så disse ville være villige til at yde lånene. Fannie Mae¹ blev oprettet i 1938. Den anden store GSE, Freddie Mac², blev udskilt fra Fannie Mae i 1970. Begge selskaber, også kaldet agencies, blev samtidig børsnoterede selskaber. Der findes også nogle mindre GSEer i USA, som fx Ginnie Mac, der primært opkøber lån

¹ The Federal National Mortgage Association.

² The Federal Home Loan Mortgage Corporation.

fra mindre virksomheder. GSEernes hovedformål er at sikre et velfungerende marked for realkreditobligationer, og derved give de amerikanske husejere adgang til så billig finansiering som mulig. Institutterne må ikke direkte yde realkreditlån, men kan kun købe realkreditlån fra de private banker og udstede obligationer.¹ Institutterne er underlagt en række bestemmelser, der bl.a. sikrer, at også låntagere i mindre udviklede områder i USA har adgang til realkreditlån.

Fannie Mae og Freddie Mac opkøber realkreditlån op til lånegrænsen for "Conforming loans". Disse lån enten beholdes på balancen eller videresælges i form af MBSer på obligationsmarkedet. Fannie Mae og Freddie Mac bærer kreditrisikoen på alle lånene. MBSerne modtager cash flowet fra de underliggende realkreditlån, og investorerne bærer derfor markedsrisikoen, primært konverteringsrisikoen. MBSerne er ikke standardiserede som de danske realkreditobligationer, men har vidt forskellig størrelse og sammensætning. De lån, der ikke videresælges som MBSer, finansieres ved udstedelse af såkaldte agency bonds. Disse obligationer er almindelige virksomhedsobligationer, og har helt andre kendetegn end realkreditlånene, fx er obligationerne ofte inkonverterbare. Hensigten er at lave opportunistiske obligationsudstedelser skræddersyet til investorernes behov på udstedelsestidspunktet for at minimere finansieringsomkostningerne. Institutterne bærer derfor, ud over kreditrisikoen, en betydelig markedsrisiko på aktiverne i form af konverteringsrisiko på de realkreditlån, der ikke videresælges som MBSer.

Fælles for GSEerne er, at de nyder en række fordele i forhold til de private banker. Kapitalkravet er kun 2,5 pct. for Fannie Mae og Freddie Mac, mens de private banker har et kapitalkrav på 4 pct. for realkreditlån. GSEerne er fritaget for visse skatter og en række gebyrer til fx tilsynsmyndigheder. De offentlige myndigheder har bemyndigelse til at låne op til 2,25 mia.dollar til dem i tilfælde af problemer. Derudover nyder de en række yderligere fordele i forhold til de private banker. Selv om de er private aktieselskaber, er opfattelsen blandt investorerne, at selskaberne har en implicit statsgaranti bl.a. som følge af, at de har adgang til offentlige lån, og at de anses for at være "to-big-to-fail". Investorerne regner med, at institutterne er så store og så betydningsfulde for finansieringen af de amerikanske ejerboliger, at det offentlige vil redde selskaberne i tilfælde af problemer. Investorerne tolker bl.a. de lempeligere kapitalkrav som udtryk for denne implicitte statsgaranti, jf. White (2001).

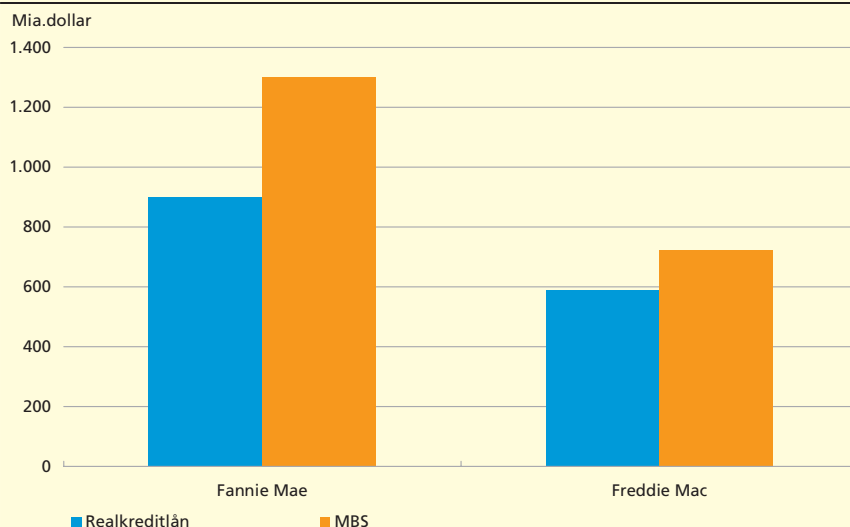
¹ "The Congress declares that the purposes of this title are to establish secondary market facilities for residential mortgages ...", uddrag fra det charter, den amerikanske Kongres vedtog ved oprettelsen af Fannie Mae i 1938, www.fanniemae.com.

FINANSIERING OG AFDÆKNING AF REALKREDITLÅN I USA

Boks 3

Som det fremgår af figuren, har Fannie Mae finansieret ca. 2.200 mia.dollar realkreditlån og Freddie Mac ca. 1.300 mia.dollar. Over 40 pct. holdes på balancen, og konverteringsrisikoen bæres derfor af selskaberne. Selskaberne bærer kreditrisikoen både på de lån, der holdes på balancen, og på de lån, der ligger bag MBS'erne, dvs. kreditrisikoen på lån for i alt over 3.500 mia.dollar. Begge selskaber har en kernekapital på lidt over 3 pct.

REALKREDITLÅN OG Udstedte MORTGAGE BACKED SECURITIES 2003



Anm.: Da Freddie Mac's regnskaber er under fortsat revision, vises ultimo 2002 regnskabstallene for Freddie Mac.
Kilde: www.fanniemae.com, www.freddie.mac.com.

Institutterne bærer renterisikoen, dvs. konverteringsrisikoen, på de lån, der holdes på balancen. Det betyder, at perioder med rentefald og dermed stor konverteringsaktivitet som i efteråret 2001 og frem til sommeren 2003 samt perioder med store rentestigninger medfører betydelig uro på de amerikanske obligationsmarkeder. Fannie Mae og Freddie Mac afdækker konverteringsrisikoen på realkreditlånene ved brug af derivater og køb og salg af amerikanske statsobligationer. De inkonverterbare statsobligationer købes i perioder med rentefald, da kursstigningerne på disse obligationer begrænser institutternes tab på konverteringerne af realkreditlån. Statsobligationerne sælges i perioder med rentestigninger. Derved forstærkes generelle rentefald og -stigninger af Fannie Mae og Freddie Mac's operationer som følge af institutternes størrelse.¹

¹ Se fx Louise Mogensen, Markedsdynamik ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002, Seneste økonomiske og monetære udvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2002, Internationally Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, September 2003, m.fl.

De lempeligere krav og den implicitte statsgaranti vurderes at betyde, at GSE'erne kan udstede obligationer med en rente, der er omkring 40 basispunkter lavere end, hvad de private banker kan, jf. Passmore,

Sparks og Ingpen (2001). Hvorvidt disse lavere finansieringsomkostninger kommer låntagerne eller aktionærene i Fannie Mae og Freddie Mac til gode, er vanskeligt at beregne. Resultaterne i Passmore (2003) viser, at det ikke er låntagerne, der får fuldt glæde af de lavere finansieringsomkostninger, idet en del af finansieringsfordelene tilfalder aktionærene.

Disse forhold samt de problemer, der opstod i sommeren 2002, jf. boks 3, kombineret med, at Freddie Mac har revideret de seneste års regnskaber¹, betød, at der er opstået betydelig offentlig interesse omkring selskabernes virke i USA. Den amerikanske centralbankschef Greenspan udtrykte i en tale til kongressen² bekymring over betydningen af Fannie Mae og Freddie Mac's høje gælds niveau for finansiell stabilitet. Her udtrykkes endvidere bekymring over den beskedne egenkapital, institutterne råder over til at dække såvel kredit- som konverteringsrisiko.³

REALKREDITSYSTEMER OG FINANSIEL STABILITET

Som de eneste realkreditsystemer i verden tilbyder det amerikanske og det danske system langfristede fastforrentede konverterbare realkreditlån til ejendomsfinansiering. Derved har disse to systemer en bred vifte af muligheder for låntagerne til at nedbringe risikoen på huslån. Manglen på mulighed for langfristet fastforrentet låntagning ses som en væsentlig forklaring på den ustabilitet, der råder på det private ejendomsmarked i Storbritannien, jf. Miles (2004).

Problemerne i det amerikanske realkreditsystem har rejst spørgsmålet om, hvilket system der er mest hensigtsmæssigt ud fra et finansielt stabilitetssynspunkt. I det amerikanske system koncentrerer konverteringsrisikoen i nogle få, systemisk vigtige institutter, mens det danske balanceprincip betyder, at konverteringsrisikoen bliver spredt på en bred kreds af investorer. Som følge af fastkurspolitikken anvender danske investorer endvidere i høj grad det langt større euromarked til at afdække markedsrisikoen på danske realkreditobligationer.⁴ Investorernes afdækning af konverteringsrisikoen på danske realkreditobligationer påvirker derfor ikke det danske obligationsmarked i nævneværdig grad. Som følge af klausulen om, at amerikanske låntagere skal indfri deres

¹ Freddie Mac havde foretaget regnskabsmæssig indkomstudjævning for at det regnskabsmæssige resultat ikke skulle variere for meget fra år til år. Denne regnskabspraksis har Freddie Mac efterfølgende været nød til at ændre, se www.freddiemac.com.

² The Federal Reserve Board, Testimony of Chairman Alan Greenspan, 24. februar 2004.

³ Fannie Mae har annonceret, at forskellen i varighed mellem aktiverne og gælden nu holdes under 6 måneder, www.fanniemae.com. Med en egenkapital på blot 3,2 pct. vil dette dog fortsat medføre en betydelig renterisiko på egenkapitalen.

⁴ Se Frankel et al. (2004).

lån til pari i tilfælde af salg af huset, betyder demografiske faktorer langt mere for beregning af konverteringsomfang mv. i de amerikanske realkreditobligationer. Det er derfor nødvendigt at have væsentligt mere information som input i modeller til at forudsige betalingerne på amerikanske realkreditobligationer end i tilsvarende modeller for danske realkreditobligationer. Realkreditinstitutternes kreditrisiko er både i USA og Danmark begrænset via lånelofter på maksimum 80 pct. af værdien af ejerboligen.

På trods af, at det er investorerne opfattelse, at GSEerne har en implicit statsgaranti, er rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer som i Danmark. Dette forhold tilskrives, at det som nævnt er mere kompliceret at forudsige betalingerne på de amerikanske obligationer, og at danske realkreditobligationer er langt mere standardiserede, hvad angår størrelse mv. end de amerikanske, jf. Frankel et al. (2004).

Der har for nylig været tiltag til at etablere et fælles europæisk realkreditsystem for at integrere og udbygge realkreditlån i EU. Interesseorganisationen The European Mortgage Finance Agency har foreslået at etablere et system som det amerikanske med oprettelsen af et privat "agency", der skal optræde som en slags fælleseuropæisk "Fannie Mae" og opkøbe realkreditlån og udstede obligationer.¹ Den danske model er fravalgt, da de banker, der står bag initiativet, finder, at det at løbe renterisiko bør være en væsentlig indtægtskilde for en sådan institution. Mexico er ved at opbygge et realkreditsystem med udgangspunkt i det danske system ud fra ønsket om at afskære realkreditinstitutterne fra markedsrisiko.

Afslutning

Både det amerikanske og det danske realkreditsystem giver boligejere adgang til langfristet, fleksibel og relativ billig finansiering af boligen. Forskellene mellem det amerikanske og det danske system afspejler, at de to systemer blev etableret under vidt forskellige forhold. Det danske system har rødder i foreningstankegangen og blev etableret på privat initiativ. Det amerikanske system blev etableret under krisen i 1930'erne, hvor det offentlige måtte træde til for at sikre middel- og lavindkomstfamilier adgang til boligfinansiering. Det danske balanceprincip betyder, at de danske realkreditinstitutter ikke bærer risikoen i forbindelse med låntagernes konverteringsmuligheder. De danske realkreditlåntagere opnår relativ billig og fleksibel finansiering af boligen, fordi de danske realkreditlån er standardiserede. De standardiserede lån betyder, at der opnås tilstrækkelig likviditet i de obligationer, realkreditinstitutterne

¹ Se fx The Banker, januar 2004.

udsteder for at finansiere lånene, til at investorerne finder danske realkreditobligationer attraktive. I forhold til det amerikanske system er det danske system mere robust over for konverteringsbølger i forbindelse med rentefald. Det kan tilskrives balanceprincippet samt det forhold, at investorer i danske realkreditobligationer kan afdække renterisikoen på det langt større euromarked. Den danske fastkurspolitik over for euroen betyder, at denne afdækning er forholdsvis billig.

LITTERATUR

Baun, Henrik, Louise Wagner og Jacob Gyntelberg, 2000, Amerikansk realkredit – nye produkter og muligheder, *Finans/Invest* 8/00.

Christensen, Anders Møller og Kristian Kjeldsen, Rentetilpasningslån, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2002.

Frame W. Scott og Lawrence J. White, 2004, Emerging Competition and Risk-Taking Incentives at Fannie Mae and Freddie Mac, *Working Paper* 2004-4, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Frankel, Allen, Jacob Gyntelberg, Kristian Kjeldsen og Mattias Persson, 2004, The Danish mortgage market, *BIS Quarterly Review*, March 2004.

Greene, William, 2003, Commentary on The GSE Implicit Subsidy and Value of Government Ambiguity, www.fanniemae.com.

Mercer Olivier Wyman, 2003, Study on the financial integration of European mortgage markets, rapport fra the European Mortgage Federation.

Miles, David, 2004, The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View. *Final Report and Recommendations*, UK Treasury.

Passmore, Wayne, 2003, The GSE Implicit Subsidy and Value of Government Ambiguity, *preliminary draft*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Passmore, Wayne, Roger Sparks og Jamie Ingpen, 2001, GSEs, Mortgage Rates, and the Long-Run Effects of Mortgage Securitization, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Stanton, Richard og Nancy Wallace, 1997, Mortgage Choice: What's the Point?, *Real Estate Economics*.

White, Lawrence, 2003, Focusing on Fannie and Freddie: The Dilemmas of Reforming Housing Finance, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 23, No 1.

Indeksobligationer i porteføljebeslutninger

Bo William Hansen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Ved indeksobligationer forstås obligationer, hvor hovedstol, restgæld, afdrag og/eller ydelse reguleres ved brug af et indekstal. I artiklen overvejes indeksobligationer fra en investeringssynsvinkel, dvs. hvordan kan afkast/risiko ses, og hvordan styres indeksobligationer. Udgangspunktet for gennemgangen er en investor, der aflægger et nominelt regnskab. Det er i den forbindelse interessant, at indeksobligationer på visse måder minder om obligationer i fremmed valuta. Så er det blot valutaen, der er indekstallet.

Ideen bag indeksobligationer er at kompensere investor for inflationsudhuling af de fremtidige nominelle betalinger. Betalingerne opskrives derfor med en faktor svarende til prisudviklingen, så betalingerne sker i reale størrelser. I princippet kan betalingerne på indeksobligationer knyttes til et hvilket som helst indeks – fx guld, dollar eller aktier. I praksis er indeksobligationer knyttet til et forbrugerprisindeks.

Indeksobligationer skal betragtes som en selvstændig aktivklasse på linje med nominelle obligationer og aktier. Den pålydende rente på indeksobligationer er en realrente (rente uden indbygget kompensation for den forventede inflation).¹ Herudover kompenseres investor for udhulingen af købekraften. De *reale ydelser* er således kendt på forhånd, mens de *nominelle ydelser* først kendes efterfølgende. Det omvendte er gældende for nominelle obligationer.

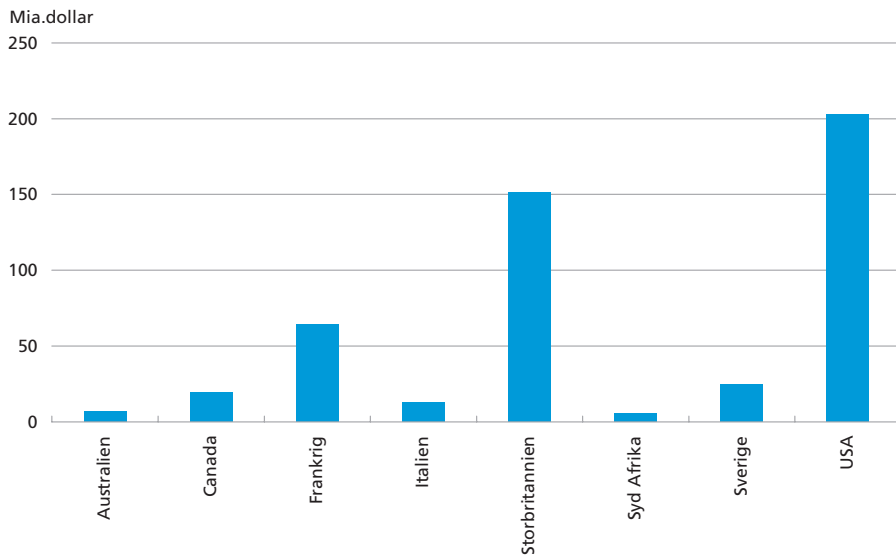
Når der investeres i indeksobligationer, skal der beregnes nye mål til vurdering og styring af porteføljen. Beregningsmæssigt er der ikke noget kompliceret ved disse mål. Det drejer sig om break-even inflation, inflationsfølsomhed og realrentefølsomhed.² Break-even inflation anvendes til at vurdere den relative prisfastsættelse mellem indekserede

¹ Det skal bemærkes, at der er tale om reale renter set i forhold til det anvendte indeks, og at der således alene er tale om "rene" realrenter i den udstrækning, det pågældende indeks afspejler den faktiske prisudvikling i samfundet.

² Inflationsfølsomhed er relevant ud fra en regnskabsmæssig betragtning, hvor investor forholder sig til det nominelle afkast.

MARKEDSVÆRDI AF UDSTEDTE INDEKSobligATIONER, 31. DECEMBER 2003.

Figur 1



Kilde: Barclays Capital.

og nominelle obligationer, mens de to andre mål angiver eksponeringen over for udviklingen i henholdsvis inflationen og realrenterne.

Indeksobligationer har længe været et tema i den akademiske litteratur, og en række fremtrædende økonomer (heriblandt Keynes, Musgrave, Friedman og Barro) har gennem tiden argumenteret for fordelene – både for låntager og investor – ved disse.¹ I Danmark blev emnet intenst analyseret og debatteret i 1970'erne.² Tidligere blev indeksobligationer især introduceret i lande med høj inflation. I dag udstedes indeksobligationer af andre grunde, primært diversifikation, og flere lande er begyndt at anvende indeksobligationer som en del af statsgældsprogrammet. De mest likvide markeder for indeksobligationer findes i Australien, Canada, Frankrig, Italien, Storbritannien, Syd Afrika, Sverige og USA.³ Figur 1 viser markedsværdien på de enkelte markeder.

Et dansk marked for indeksobligationer blev indført i 1982, men er i dag hensygnende, hvilket bl.a. har baggrund i de danske regler for udstedelse og beskatning af indeksobligationer.⁴ Markedet for danske indeksobligationer har desuden været præget af forskellige låntagerhen-

¹ For en gennemgang af litteraturen og de forskellige rationaler bag indeksobligationer se Price (1997).

² Jf. fx Betænkning nr. 732 (1975) og Ølgaard (1975).

³ Ud over ovenstående lande er der udstedt indeksobligationer i bl.a. Grækenland, Island, Israel, Mexico og New Zealand. Det japanske statsgældskontor åbnede i marts 2004 en ny 10-årig indeksobligation. For en nærmere beskrivelse af de enkelte markeder se Barclays Capital (2004).

⁴ For en nærmere beskrivelse henvises til Andersen og Gyntelberg (1999).

syn. Dette har resulteret i udstedelsen af mange obligationer med forskellige strukturer og bidraget til lav likviditet.

De senere år er interessen for indeksobligationer blevet fornyet. Det skyldes dels, at investor og låntager ofte er interesseret i ydelser knyttet til inflationen, så de kan opnå en diversifikationsgevinst ved at holde indeksobligationer i porteføljen, dels, og måske nok så meget, at investor og låntager er begyndt at forstå indeksobligationernes specielle egenskaber. Den stigende interesse for indeksobligationer har ført til dannelsen af et hastigt voksende marked for afledte finansielle produkter knyttet til inflationen – fx inflations-swaps.

NOMINELLE VERSUS REALE RENTER – FISHERS LIGNING

Figur 2 viser den effektive (nominelle) rente for en fransk nominal statsobligation og den effektive (real) rente for en fransk indekseret statsobligation. Begge obligationer udløber i 2009.¹

Til at illustrere forskellen mellem indekserede og nominelle obligationer kan man med fordel tage udgangspunkt i den klassiske Fisher identitet. Fisher opfatter den nominelle rente (i) som summen af realrenten (r) og den forventede inflation (π^e):

$$i = r + \pi^e . \quad (1)$$

Fishers ligning udvides ofte med en såkaldt "inflationsrisikopræmie" (n):

$$i = r + \pi^e + n \quad (2)$$

hvor n bl.a. er en funktion af variabiliteten i inflationen og obligationens løbetid, jf. senere.²

Inflationsrisikopræmien afspejler, at investorerne ønsker yderligere kompensation på grund af inflationsrisikoen ved at købe nominelle obligationer, dvs. for at påtage sig risikoen for, at den faktiske inflation overstiger den forventede.³ Eksistensen af inflationsrisikopræmien er et empirisk spørgsmål. Estimation af de enkelte elementer kompliceres af, at hverken π^e eller n kan observeres i praksis. Samtidig må det forventes, at værdien af risikopræmien varierer dels over tid og dels mellem markederne.⁴ De fleste studier er lavet på data fra USA og UK og estimerer

¹ Her ses der på valget mellem to lige lange placeringer. I praksis indgår der et horisontvalg mellem henholdsvis korte og lange placeringer.

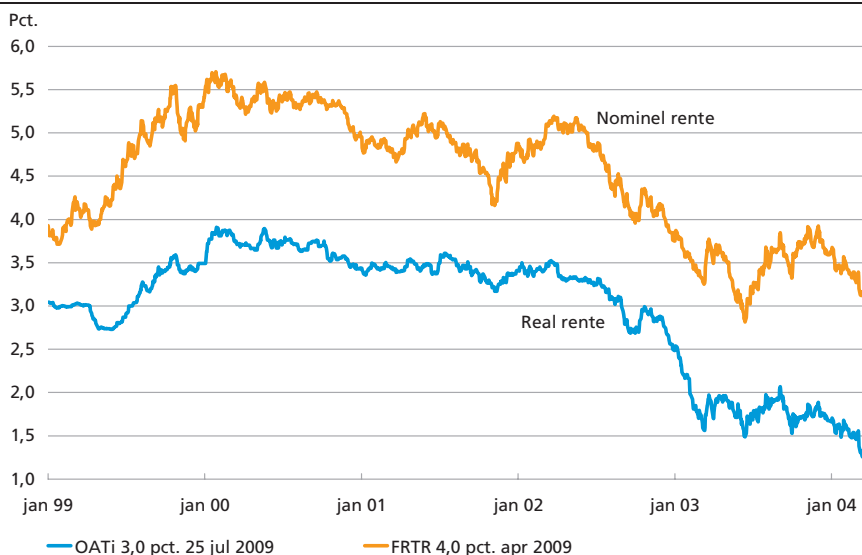
² I princippet kan likviditetspræmier og eventuelle andre præmier føjes til Fishers ligning.

³ En høj inflationsrisikopræmie har været brugt som et argument for at udstede indeksobligationer og derved reducere udstedelsesomkostningerne.

⁴ Således må inflationsrisikopræmien forventes at have været større i 1970-80'erne, hvor inflationen var langt højere og mere volatil end i dag.

EFFEKTIV RENTE FOR FRANSKE NOMINELLE OG INDEKSEREDE OBLIGATIONER

Figur 2



Kilde: Barclays Capital.

en signifikant positiv inflationsrisikopræmie, dvs. et højere forventet afkast på nominelle obligationer.

For nærmere at forstå de underliggende risici ved investering i indeksobligationer er det nyttigt at sammenligne med investering i fx amerikanske nominelle dollarobligationer. Den amerikanske investor, som udelukkende bekymrer sig om afkastet i dollar, har naturligvis ingen valutakursrisiko ved investering i dollarobligationer, men er alene eksponeret over for udviklingen i de amerikanske renter. En udenlandsk investor i dollarobligationer er derimod typisk interesseret i afkastet målt i hjemlandets valuta og har derfor påtaget sig en valutakursrisiko.

For den udenlandske investor kan dollarkursen i princippet fortolkes som obligationens "indeks", og udviklingen i "indekset" udgør en risiko for afkastet. Med udgangspunkt i ligning (2) består den udenlandske investors samlede forventede afkast af dels et forventet afkast i dollar, dels et afkast i form af den forventede udvikling i dollarkursen og endelig en valutakursrisikopræmie.

På samme måde har en investor i indeksobligationer, som udelukkende er interesseret i det reale afkast, naturligvis ingen inflationsrisiko. Han har imidlertid stadig en risiko over for udviklingen i realrenterne. Det svarer til, at en dollarbaseret investor alene har en risiko over for dollarrenten.

En investor i indeksobligationer, der er interesseret i det nominelle afkast, har derimod påtaget sig en inflationsrisiko, dvs. en risiko over for udviklingen i det benyttede prisindeks på samme måde, som en uden-

landsk investor har en risiko over for valutakursen. Det skal holdes for øje, at selv om en investor har et nominelt regnskab, kan han godt have reale passiver, hvilket naturligvis indebærer, at investeringer i indeksobligationer vil reducere følsomheden over for inflationsændringer.

BREAK-EVEN INFLATION

Ved vurdering af indeksobligationer i forhold til nominelle obligationer er break-even inflation det helt grundlæggende nøgletal. Det er den inflationsrate, som hvis den realiseres, ligestiller afkastet på en indeksobligation og en tilsvarende nominel obligation.

Break-even inflation kan sammenholdes med fx forwardkurser på valutamarkedet, der ligestiller afkastet på obligationer udstedt i forskellig valuta.

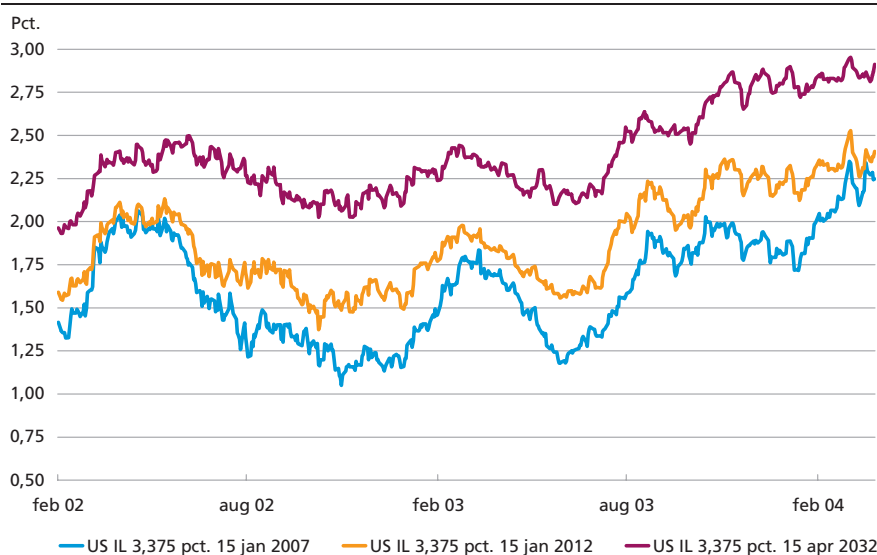
I praksis approksimeres break-even inflationen ofte ved at trække den effektive rente for en indekseret obligation fra den effektive rente for (en komparativ) nominel obligation. Hermed bliver break-even inflationen (*bei*) lig

$$bei = i - r . \quad (3)$$

En mere avanceret metode består i at udlede break-even inflationen ved hjælp af indeksobligationens markedspris. Break-even inflation kan an-

BREAK-EVEN INFLATION FOR UDVALGTE AMERIKANSKE INDEKSobligationer

Figur 3



Kilde: Barclays Capital.

vendes som et mål for den relative prisfastsættelse mellem indeksobligationer og nominelle obligationer. Hvis break-even inflationen er større end investors egne inflationsforventninger, er det forventede afkast ved indeksobligationer mindre end for nominelle obligationer.

Break-even inflation er typisk volatil, fordi forholdet mellem nominelle og reale renter ikke er konstant. I perioder med relativ høj efterspørgsel efter indeksobligationer stiger break-even inflationen. Samtidig vokser break-even inflationen typisk med udløbsdatoen på obligationer. Det skyldes, at inflationsrisikopræmien stiger med løbetiden, jf. figur 3.

PRISFASTSÆTTELSE

For indeksobligationer skal der sondres mellem den reale pris, dvs. prisen før indeksering, og den indekserede værdi, markedsværdien. Følgende sammenhæng gælder

$$V = I_0 P, \quad (4)$$

hvor V er den indekserede værdi, P er den reale pris¹ og I_0 er dagens indeksfaktor. Indeks faktoren er en funktion af inflationen (π). Den indekserede værdi angiver det beløb, som investor må betale ved køb af obligationen.

I det tidligere eksempel, hvor indekset er dollarkursen, svarer P til dollarprisen, I til valutakursen og V til prisen i hjemlandets valuta.

På markederne er det typisk den *reale pris* som kvoteres. Givet den reale pris er kendt, kan den effektive realrente på standard vis beregnes ud fra følgende ligning,

$$P = \sum_t^T \frac{C_t}{(1+r)^t}, \quad (5)$$

hvor C_t er obligationens kendte reale betaling til tidspunkt t , r er den effektive realrente og T er udløbsdatoen. En højere real pris fører alt andet lige til en lavere effektiv realrente. Ligning (5) kan også anvendes til at beregne den reale teoretiske pris på baggrund af en effektiv realrente, eller realrentekurve, og en kendt real betalingsrække.

FØLSOMHEDSMÅL

Ved investering i indeksobligationer er det udviklingen i V – obligationens markedsværdi – der er interessant ved en nominal betragtning.

¹ Den reale clean price tillagt reale vedhængende renter.

Udviklingen i markedsværdien afhænger af de parametre, som påvirker I og P , jf. ligning (4). V er således en funktion af inflationen og realrenten, som er de primære første-ordens afledte. Afkastet, opgjort i kroner, over en periode kan skrives,

$$\begin{aligned} V &= \text{afkast} = \text{kursgevinst/tab} + \text{direkte afkast} \\ &= r \frac{V}{r} + \pi \frac{V}{\pi} + t \frac{V}{t}, \end{aligned} \quad (6)$$

hvor

- V/r betegner følsomheden over for realrenten (realkronevarigheden).
- V/π er følsomheden over for inflationen (der jo er tæt på 1).
- V/t er det direkte afkast (carry) i form af kupon og løbetidsforkortelse.

Ved investering i udenlandske indeksobligationer er afkastet yderligere eksponeret over for udviklingen i valutakursen.

I praksis er der mange investorer, som er interesserede i eksponeringen over for den nominelle rente, fx hvis deres passiver bliver beregnet ud fra en nominal rente. Har man således en portefølje bestående af både indekserede og nominelle obligationer, ønsker man at kende porteføljens aggregerede nominelle rentefølsomhed.

For indeksobligationer giver det kun mening at beregne den nominelle rentefølsomhed, så længe samvariationen mellem nominelle og reale renter er 1. Dette holder sjældent, eftersom inflationsforventninger og præmie ændrer sig, jf. ligning (2). Den nominelle og den reale rente er således ikke fuldstændigt korreleret. Typisk er den nominelle rentefølsomhed lavere for indeksobligationer end for i øvrigt sammenlignelige nominelle obligationer. Hvis man står med en nominal portefølje, kan introduktion af indeksobligationer derfor give en lavere forventet risiko på grund af spredningen, en såkaldt diversifikationsgevinst.

HVORFOR INVESTERE I INDEKS OblIGATIONER?

Indeksobligationer udgør et oplagt investeringsobjekt for investorer med inflationsfølsomme forpligtigelser. Det kan dreje sig om pensionskasser, der har givet reale tilsagn. Matchning af aktiver og passiver kræver dog, at indeksobligationerne har samme løbetid som passiverne. Hvis løbetiden er forskellig, er der fortsat en realrenterisiko. Også pensionskasser, der har givet nominelle tilsagn, kan finde, at det er hensigtsmæssigt at søge en vis real sikring af pensionernes værdi.

Som følge af genplaceringsbehovet i forbindelse med de løbende rente- og afdragsbetalinger kan en strategi med indeksobligationer dog

ikke eksakt sikre et bestemt reelt afkast, lige så lidt som en strategi med nominelle obligationer eksakt kan sikre et bestemt nominelt afkast.

Selv om et institut ikke har indekspassiver, kan det godt give mening at investere i indeksobligationer på grund af diversifikationsgevinster. Empirisk har der således været små eller negative afkastkorrelationer mellem indeksobligationer og andre aktiver, jf. fx Barclays Capital (2004).

LITTERATUR

Andersen, Jens Verner og Jacob Gyntelberg (1999). Indeksobligationer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Barclays Capital (2004). *Global Inflation-Linked Products – A User's Guide*, New York: Barclays, January.

Betænkning nr. 732 (1975). Redegørelse fra arbejdsgruppen vedrørende indeksering af pengefordringer.

Price, R. (1997). The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds, *IMF Working Paper* 97/12.

Ølgaard, Anders (1975). Finansiering under inflation – indeksslån og andre muligheder, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 113, nr. 1.

Bodil Nyboe Andersens tale på Realkreditrådets årsmøde 29. april 2004

Selv om den økonomiske vækst på det seneste har været beskeden, har dansk økonomi udviklet sig meget positivt de sidste årtier. Siden begyndelsen af 1980'erne har skiftende regeringer gennemført en række strukturelle reformer. De har tilsammen betydet, at dansk økonomi i dag er særdeles robust, og de økonomiske nøgletal er stærke.

En af hjørnestenene i denne udvikling har været fastkurspolitikken, der blev indledt i 1982. Men for at gøre fastkurspolitikken holdbar og troværdig kræver det, at den øvrige økonomiske politik og de strukturelle forhold er i orden.

Det nødvendiggjorde i Danmark en række økonomiske reformer, som begyndte i 1980'erne. Man afskaffede dyrtidsreguleringen og fik forbedret statsfinanserne. Der blev gennemført begrænsninger af fradragsretten for renteudgifter, og rentebeskatningen blev sænket. Alt dette var med til at bryde forventningerne om en devaluerings-inflations-spiral.

Men det var hård kost at få brudt disse forventninger, og i årene omkring 1990 måtte Danmark igennem nogle magre år. Det husker mange i den finansielle sektor vist endnu.

Til gengæld fik man løst en række af de strukturproblemer, der havde plaget dansk økonomi i en længere årrække.

Danmark har siden begyndelsen af 1990'erne fået en rolig vækst med aftagende inflation, lavere rente og opbygning af solide overskud på såvel offentlige finanser som betalingsbalance samt en gradvis udbygning af pensionsopsparingen.

Vi har i de senere år oplevet en betydelig reallønsfremgang, og samtidig har danske virksomheder været gode til at rationalisere. Selv om arbejdsløsheden har været stigende i en periode, har den i de sidste 5-10 år ligget i den lave ende målt med en europæisk målestok. Det tyder på, at de allerede gennemførte strukturreformer på arbejdsmarkedet har bidraget til at gøre dansk økonomi mere tilpasningsdygtig.

I internationale vurderinger og sammenligninger bliver det bemærket, at Danmark har været god til og haft succes med at holde sig til en lang- og mellemfristet økonomisk politik uden at forfalde til kortsigtede finanspolitiske indgreb. Senest har den delegation fra IMF, som besøgte

Danmark i marts i år, beskrevet det på følgende måde i deres konkluderende bemærkninger:

"At the same time, Denmark has been well-served by focusing on medium term fiscal targets, and relying on large automatic stabilizers to support demand during downturns. Discretionary counter-cyclical policy should be kept as an exceptional response to avoid creating an expectation of fine tuning and short-term fixes that could weaken the effectiveness of the medium-term fiscal framework."

Hvorfor nu denne fokus på den mellemfristede økonomiske politik? Hvorfor anbefales det, at man normalt ikke bruger finanspolitikken til finjustering af udviklingen?

Fordi erfaringerne viser, at det er meget svært at foretage en detailstyring af den økonomiske udvikling ved at tilpasse finanspolitikken løbende.

Ikke alene er det svært at forudsige den økonomiske udvikling på kortere sigt. Det er også svært præcist at afgøre, hvordan den aktuelle situation er. Vi får mange statistiske opgørelser, fx nationalregnskabstal, som med en stor arbejdsindsats bliver publiceret ganske hurtigt. Men den korte frist betyder selvfølgelig, at tallene ofte skal revideres meget betragteligt nogle få måneder senere. Det er specielt et problem lige omkring et konjunkturomsving, hvor selv små revisioner kan give anledning til en væsentligt ændret tolkning.

Et af de centrale nøgletal, der kendes både hurtigt og meget sikkert, er arbejdsløsheden. Derfor spiller den naturligvis en særlig rolle i konjunkturvurderingen og i debatten om den økonomiske politik's indretning.

Men man skal være varsom med at sætte lighedstegn mellem konjunktursituationen og arbejdsløshedsprocenten.

For det første viser erfaringen, at beskæftigelsesændringerne er forsinkede i forhold til konjunkturudviklingen. Fra det tidspunkt, hvor konjunkturen vender, og til det giver sig udslag i arbejdsløshedstallene, går der et antal måneder. Man regner med ca. 6 måneder i gennemsnit, men det er et tal, der viser stor spredning.

For det andet består det målte arbejdsløshedstal både af ledige, der hurtigt vil kunne komme i arbejde, når den økonomiske vækst tiltager, og af ledige der ikke så hurtigt vil kunne komme i arbejde. Den sidste gruppe, som man kalder den strukturelle ledighed, lader sig vanskeligt påvirke af et opsving skabt gennem finanspolitisk stimulans. Det skal ske gennem strukturpolitiske tiltag, som retter sig mod mobilitet, uddannelse, dagpengesystemet, aktivering, skat og lignende.

Problemet er bare, at man i praksis ikke kan afgrænse den strukturelle ledighed fra den mere konjunkturbestemte. Og grænsen flytter sig over tiden. De fleste mener, at den strukturelle ledighed er faldet i Danmark i de sidste ti år.

Når man ikke har en mere præcis opfattelse af den konjunkturbestemte ledighed, er det selvsagt svært at styre efter at afskaffe den.

Endelig er der det yderligere problem ved finanspolitisk finjustering, at det er usikkert, hvor hurtigt en finanspolitisk ændring vil slå igennem på arbejdskraftbehovet. Undersøgelser tyder på, at det kan vare flere år, før et finanspolitisk indgreb når sin maksimale effekt på økonomien. Og så kan konjunktursituationen være ganske anderledes, end da man vedtog indgrebet.

Det er altså meget svært at dosere en aktivistisk finanspolitik bare nogenlunde rigtigt.

Men det er også svært for regeringer at lade være med at bruge finanspolitikken, for der vil ofte være et pres for ændringer, såvel fra politisk side som fra interesseorganisationer og medierne.

Når der er gode tider, vil der være pres for at lempe finanspolitikken ved at sænke skatterne i stedet for at lade de automatiske stabilisatorer slå ud i større overskud på de offentlige finanser. Når konjunkturerne er svage, vil der også være pres for at lempe på finanspolitikken for derigennem at stimulere konjunkturudviklingen.

I Danmark har vi undgået en sådan finanspolitisk aktivisme i en årække, og der er kun foretaget mindre justeringer i forbindelse med de årlige finanslove.

Det er i det lys, man må se Nationalbankens kommentarer til regeringens såkaldte "Forårspakke". Og jeg vil godt ved denne lejlighed gentage de kommentarer, vi gav i forbindelse med offentliggørelsen af vores Årsberetning.

"Vi finder i Nationalbanken ikke, at der er noget påtrængende behov for at gribe ind i den økonomiske udvikling. Finanspolitikken er i forvejen lettere ekspansiv, renten er historisk lav, og de fleste deler den vurdering, at et opsving så småt er på vej.

På trods af, at ledigheden både i international sammenligning og i et historisk dansk perspektiv fortsat er lav, så er den dog stigende.

Derfor er det en udbredt politisk opfattelse, at der er behov for en kraftig finanspolitisk lempelse.

Danmarks økonomiske situation er meget robust med overskud på de offentlige finanser, et betydeligt betalingsbalanceoverskud, en meget stabil kronekurs og en lav inflation. Derfor må vi anerkende, at der i dag er et økonomisk råderum, så det er forsvarligt at foretage et indgreb.

Regeringens plan kan vise sig at være for ekspansiv – det kan man ikke vurdere på nuværende tidspunkt. Men netop i dette lys er det vigtigt, at der er tale om en kombination af midlertidige indgreb og en fremrykning af allerede besluttede lempelser. Hermed begrænser man de problemer, det kan give for opretholdelsen af den mellemsigtede målsætning om at øge arbejdsudbuddet, at begrænse stigningen i de offentlige udgifter og nedbringe den offentlige gæld."

Disse bemærkninger til regeringens plan blev fremsat som en aktuel kommentar for ca. 6 uger siden. Men de udtrykker meget godt Nationalbankens overordnede holdning, nemlig at det væsentligste er at holde fast i den mellemsigtede økonomiske politik. Det indebærer også, at der fortsat skal gennemføres reformer, som kan nedbringe den strukturelle del af arbejdsløsheden, så vi kan sikre, at Danmark også i fremtiden vil være blandt de lande, der har en lav arbejdsløshed.

Den generelle økonomiske udvikling har stor betydning for realkrediten – som vi så det omkring 1990. Men herudover er realkreditlovgivningen tidligere ofte blevet brugt som en del af den økonomiske politik. Det gjaldt fx indførelsen af mixlån i midtfirserne.

I begyndelsen af 1990'erne tilpassede man igen lovene, men denne gang i konjunkturstimulerende retning, og det indebar samtidig en liberalisering af reglerne.

De sidste godt ti år har desuden været præget af omfattende konverteringsbølger, som har kunnet nedbringe husejernes renteomkostninger i takt med det generelle rentefald, verden har oplevet i den periode.

Det har indførelsen og den store udbredelse af rentetilpasningslån også bidraget til, og samtidig har den korte rente været klart lavere end den lange.

Og endelig har indførelsen af de såkaldt afdragsfrie lån bevirket, at husejernes udgifter til servicering af lånene i en årrække kan begrænses til rentebetalingerne. Man kan også sige, at de afdragsfrie lån er en nemmere måde at gøre nogenlunde det samme, som man ellers kunne gøre ved tillægsbelåning.

For de eksisterende husejere har den gradvise liberalisering gjort det lettere at klare økonomisk pressede situationer. Ved sociale begivenheder, der ændrede betalingsevnen, har mange kunnet klare sig med låneomlægninger og tillægslån, og samfundet er blevet skånet for mange problemer.

Man må nok regne med, at nye husejere i de senere år i stor udstrækning har udnyttet disse lånemuligheder på en sådan måde, at de i fremtiden vil være mere sårbare. Det gælder både ved forringelser af deres indtjening og i en situation, hvor renteniveauet i samfundet stiger markant.

Og hvad så i de kommende år? Nu er der vist ikke flere muligheder for at lempe lånebetingelserne – medmindre man da begynder at indefryse renterne. Og med det renteniveau, vi har i dag, er det også vanskeligt at forestille sig yderligere markante lempelser på den front.

Alle taler tværtimod om risikoen for, at renten vil stige.

Så i de kommende år skal det vise sig, hvem der har været gode til at rådgive kunderne om konsekvenserne af renteændringer eller ændringer i deres betalingsevne – og hvem, der bare har været sælgere.

Ved de mange ændringer af realkreditlovgivningen, der er sket over årene, har man holdt fast i de grundlæggende principper for dansk realkredit.

Realkreditinstitutterne er et mellemlid, der formidler lån på basis af obligationer. Kreditrisikoen "pooles", så obligationernes ejere ikke er afhængige af en enkelt låntagers betalingsevne. Men renterisikoen påhviler stadig henholdsvis låntagere og obligationsejere, og ikke realkreditinstituttet.

Dette er en forskel fra USA, hvis boligfinansieringssystem ellers har den lighed med det danske, at låntageren kan konvertere ved at indfri sit lån ved rentefald. I USA er konverteringsrisikoen i vidt omfang placeret hos to store særligt privilegerede institutter, som har en stor del af boliglånene på deres balance. Renteudsvingene har givet store problemer for disse institutters risikostyring. Det har bl.a. medført, at de har foretaget meget omfattende afdækningsoperationer på obligationsmarkedet – og det har så igen ført til stor volatilitet på obligationsmarkedet.

I Danmark har vi ikke set en tilsvarende øget volatilitet.

Ved internationale møder er vi blevet spurgt, hvorfor vi ikke oplever dette i Danmark. En af forklaringerne er vores balanceprincip, som betyder, at konverteringsrisikoen ikke koncentrerer på få institutter men spredes på et stort antal investorer.

Det næste spørgsmål, man så får, er: Hvorfor indførte Danmark balanceprincippet?

Det er ikke helt så let at svare på. Da realkreditsystemet blev grundlagt, havde man næppe særlig klart formulerede overvejelser om balanceprincippet. Det, der skete, var, at låntagere slog sig sammen – ganske som andelsbevægelsen på andre økonomiske områder – så man blev i stand til at stille en solidarisk sikkerhed og kunne udstede standardiserede obligationer.

Balanceprincippet har været en del af realkredits grundvilkår i langt over 100 år. Og siden er myndighederne – herunder Nationalbanken – blevet så glade for det, at de i mange omgange har modsat sig ønsker fra realkreditinstitutterne om at få det opblødt.

Pressemeddelelser

DEN 18. MARTS: NATIONALBANKENS KOMMENTARER TIL REGERINGENS FINANSPOLITISKE UDSPIL

Som det fremgår af Årsberetningen finder vi i Nationalbanken ikke, at der er noget påtrængende behov for at gribe ind i den økonomiske udvikling. Finanspolitikken er i forvejen lettere ekspansiv, renten er historisk lav, og de fleste deler den vurdering, at et opsving så småt er på vej.

På trods af, at ledigheden både i international sammenligning og i et historisk dansk perspektiv fortsat er lav, så er den dog stigende.

Derfor er det en udbredt politisk opfattelse, at der er behov for en yderligere finanspolitisk lempelse.

Danmarks økonomiske situation er robust med overskud på de offentlige finanser, et betydeligt betalingsbalanceoverskud, en stabil kronekurs og en lav inflation. Derfor må vi anerkende, at der i dag er et økonomisk råderum, så det er forsvarligt at lempe finanspolitikken.

Regeringens plan kan vise sig at være for ekspansiv – det kan man ikke vurdere på nuværende tidspunkt. Men netop i dette lys er det vigtigt, at der er tale om en kombination af midlertidige indgreb og en fremrykning af allerede besluttede lempelser. Det er afgørende, at man fastholder den mellemfristede målsætning om at øge arbejdsudbuddet, at begrænse stigningen i de offentlige udgifter og nedbringe den offentlige gæld.

DEN 30. MARTS: GÅSETÅRNET PÅ TEMAMØNT

Nationalbanken udsender den fjerde mønt i serien af temamønter med tårne som motiv. Gåsetårnet i Vordingborg er motivet på møntens bagside. På møntens forside vises Dronningens portræt i profil. Portrættet er det samme som på de seneste 20-kroner. Gåsetårnsmønten udsendes som en 20-krone i 1,2 mio. eksemplarer. Den har samme størrelse og er af samme materiale som den almindelige cirkulerende 20-krone. Mønten kan købes til pålydende værdi fra 31. marts 2004 i pengeinstitutter og i Nationalbanken.

Det er billedhugger Tina Maria Nielsen, der har udformet relieffet af Gåsetårnet. Om relieffet forklarer Tina Maria Nielsen: "Trappen ved

tårnet er fremhævet, og gåsen og murværket er gjort forholdsvis større end i virkeligheden for at få mere dynamik ind i motivet. Tårnet er placeret lidt til venstre for møntens midte, for at motivet ikke bliver for statisk."

Gåsetårnet er det bedst bevarede fæstningstårn fra middelalderen i Danmark. Det er opført under Valdemar Atterdag i 1360'erne og har sit navn efter den gyldne gås, der kroner tårnet. Valdemar Atterdag skulle efter sigende have sat en guldgås på tårnet for at håne hovedfjenden, Hansestæderne, som han omtalte som en flok farligt skræppende, men ellers ufarlige gæs.

"Tårne er valgt som tema, fordi de både repræsenterer nationale og historiske symboler. Samtidig giver de i modsætning til fx hele bygninger kunstneren en god mulighed for at skabe en spændende mønt med dybde og detaljerigdom", udtaler nationalbankdirektør Torben Nielsen. Motiverne til tårne på temamønterne er valgt blandt de mange forslag, Nationalbanken har modtaget. Den næste temamønt udsendes senere i år.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkredit- institutternes nettostilling over for Nationalbanken	3
Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance	4
Pengemængden	5
Udvalgte poster fra pengeinstitutternes balance.....	6
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance.....	7
Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge	8
Realkreditinstitutternes udlån fordelt på lånetype.....	9
Pengeinstitutternes effektive rentesatser	10
Udvalgte poster fra investeringsforeningernes balance	11
Indenlandske værdipapirer fordelt på ejers hjemland.....	12
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)	13
Betalingsbalancens hovedposter (netto fra udlandet).....	14
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet).....	15
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet	16
Nationalregnskabets forsyningsbalance	17
Udviklingen i forbruger- og nettopriserne	18
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer	19
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer.....	20
Valutakurser	21
Effektiv kronekurs	22

Nationalbankens statistiske publikationer

Kilde- og signaturforklaring

0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed.

... Tal foreligger ikke eller er uden større interesse.

Visse af de seneste tal kan være foreløbige. Der kan som følge af afrundinger være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 21. maj 2004.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-12, 14-16 og 21-22, dog er Københavns Fondsbørs kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 13 og 17-20. Beregningerne i tabel 18 og 22 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

RENTER OG AKTIEKURSIKSEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente		Penge- markeds- rente, 3 m�ne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks KFX
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
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
2003	2,00	2,15	2,00	2003	2,16	4,46	5,45	244,35
2002 6. dec	2,75	2,95	2,75	okt 03	2,16	4,51	5,58	258,01
2003 7.mar	2,50	2,70	2,50	nov 03	2,19	4,62	5,61	242,72
23. maj	2,50	2,65	2,50	dec 03	2,16	4,46	5,45	244,35
6. jun	2,00	2,15	2,00	jan 04	2,16	4,41	5,39	261,83
				feb 04	2,11	4,22	5,23	275,94
				mar 04	2,04	4,10	5,20	258,75
2004 21. maj	2,00	2,15	2,00	apr 04	2,14	4,38	5,35	254,99

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.						
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
2003		224,2	49,7	44,0	157,3	12,9	48,0	122,2
nov 03		228,2	47,1	52,7	150,6	6,9	42,1	115,4
dec 03		224,0	49,7	40,9	157,3	12,9	48,0	122,1
jan 04		214,6	47,2	56,9	131,1	4,7	39,4	96,5
feb 04		206,4	46,7	54,5	139,0	3,3	51,7	90,7
mar 04		215,5	47,6	96,6	141,3	18,2	99,1	60,3
apr 04		223,1	48,5	102,0	159,4	5,5	104,4	60,5

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
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
2003	99,7	94,1	5,6	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
nov 03	23,6	-8,1	31,6	-0,3	-1,3	-1,8	28,2	115,4
dec 03	11,7	4,5	7,3	0,3	0,3	-1,2	6,7	122,1
jan 04	0,6	16,6	-16,0	-9,6	-2,0	1,9	-25,7	96,5
feb 04	2,5	1,0	1,5	-7,3	0,0	0,0	-5,8	90,7
mar 04	-11,7	15,5	-27,2	-5,8	0,2	2,5	-30,4	60,3
apr 04	11,0	16,4	-5,3	7,6	-0,5	-1,6	0,2	60,5

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo	Mia.kr.							
1999	2.612,8	59,5	1.516,6	125,8	45,7	648,4	1.018,0	163,7
2000	2.806,8	68,1	1.690,6	114,2	43,1	649,2	1.019,2	49,6
2001	2.932,1	75,0	1.850,9	133,1	37,0	686,3	1.048,7	-46,9
2002	3.201,5	79,9	1.944,6	142,8	36,5	723,3	1.125,9	-63,9
2003	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
okt 03	3.383,6	87,7	2.032,8	151,8	42,2	824,0	1.108,5	-68,5
nov 03	3.312,2	87,6	2.042,1	122,1	42,3	786,2	1.110,6	-81,5
dec 03	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
jan 04	3.347,3	89,4	2.070,5	126,5	43,8	812,2	1.149,2	-72,9
feb 04	3.369,5	87,3	2.078,4	124,1	44,8	803,1	1.159,0	-89,5
mar 04	3.449,1	90,8	2.123,6	134,8	44,4	844,9	1.180,9	-68,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
2000	...	14,5	11,5	-9,2	-5,7	0,1	0,1	...
2001	...	10,2	9,5	16,6	-14,0	5,7	2,9	...
2002	...	6,6	5,1	7,3	-1,4	5,4	7,4	...
2003	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
okt 03	...	11,8	5,4	-0,5	11,7	6,6	1,6	...
nov 03	...	12,2	5,5	-12,5	11,6	3,9	0,7	...
dec 03	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
jan 04	...	12,9	6,0	-15,6	20,0	4,3	4,4	...
feb 04	...	7,2	5,9	-19,4	23,6	2,5	2,5	...
mar 04	...	10,8	6,7	-21,3	19,0	7,5	1,5	...

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.

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb	Indlån på anfor- dring	M1	Indlån på tidsind- skud med opr. løbetid =<2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel =< 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid =< 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
1999	36,1	341,8	378,0	111,0	12,9	501,9	4,3	17,0	523,2
2000	37,4	349,2	386,6	101,7	6,9	495,2	3,3	8,6	507,1
2001	39,2	375,6	414,9	102,7	9,9	527,4	4,0	15,0	546,4
2002	39,0	392,1	431,0	105,0	15,8	551,8	7,1	45,8	604,7
2003	41,0	428,2	469,2	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,6
okt 03	39,8	440,4	480,1	133,1	19,3	632,5	3,9	82,6	719,0
nov 03	40,2	441,5	481,7	126,8	19,6	628,0	3,3	88,2	719,5
dec 03	41,0	428,2	469,2	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,6
jan 04	40,1	440,4	480,5	141,1	19,1	640,6	4,4	114,1	759,1
feb 04	40,0	437,8	477,7	137,7	19,0	634,5	4,1	119,8	758,3
mar 04	39,9	436,1	476,0	140,6	19,2	635,8	3,4	120,7	759,9
Ændring i forhold til året før, pct.									
2000	...	...	2,3	...	...	-1,3	...	...	-3,1
2001	...	...	7,3	...	...	6,5	...	...	7,7
2002	...	...	3,9	...	...	4,6	...	...	10,7
2003	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	14,2
okt 03	...	...	9,0	...	...	9,1	...	...	20,6
nov 03	...	...	8,1	...	...	9,9	...	...	20,7
dec 03	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	14,2
jan 04	...	...	7,1	...	...	7,3	...	...	15,6
feb 04	...	...	6,2	...	...	6,6	...	...	13,9
mar 04	...	...	8,1	...	...	10,6	...	...	18,4

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
1999	1.458,6	388,4	399,8	203,4	117,2	427,8	465,8	678,0
2000	1.685,8	427,8	526,2	239,0	186,4	456,1	579,9	684,3
2001	1.798,8	353,0	588,0	253,3	228,8	579,3	627,5	718,0
2002	2.040,1	419,8	599,2	253,5	231,3	620,9	685,6	764,7
2003	2.204,4	468,7	663,0	271,6	285,7	764,4	823,8	795,2
okt 03	2.182,5	405,4	645,1	258,2	273,1	778,1	743,1	804,3
nov 03	2.125,3	417,2	647,3	256,8	277,1	772,7	738,5	805,5
dec 03	2.204,4	468,7	663,0	271,6	285,7	764,4	823,8	795,2
jan 04	2.153,2	452,4	661,6	265,4	279,9	755,7	745,2	837,0
feb 04	2.171,5	448,1	657,8	266,3	280,1	774,4	749,9	837,0
mar 04	2.275,1	493,5	691,8	278,4	297,2	791,0	835,2	846,2
Ændring i forhold til året før, pct.								
2000	...	10,1	31,6	17,5	59,0	6,6	24,5	0,9
2001	...	-17,5	11,7	6,0	22,8	27,0	8,2	4,9
2002	...	18,9	1,9	0,1	1,1	7,2	9,3	6,5
2003	...	10,7	2,5	7,1	3,1	23,1	18,8	4,0
okt 03	...	1,8	1,4	2,8	1,6	19,9	5,8	2,5
nov 03	...	-0,7	1,6	5,5	0,2	17,8	6,9	1,3
dec 03	...	10,7	2,5	7,1	3,1	23,1	18,8	4,0
jan 04	...	5,7	2,5	8,0	-0,4	11,0	5,3	4,1
feb 04	...	-7,3	2,7	9,0	0,2	10,2	-4,5	4,2
mar 04	...	-1,5	5,5	10,0	3,0	4,3	-5,0	8,4

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er udlånene påvirket af en omflytning af et institut fra gruppen "Andre kreditinstitutter" til "Pengeinstitutter".

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia.kr.							
1999	1.222,9	48,6	1.050,9	785,8	222,9	117,9	22,1	1.116,2
2000	1.341,1	53,7	1.095,4	830,2	225,6	163,7	36,2	1.212,9
2001	1.579,5	88,3	1.191,8	907,6	246,8	280,7	55,3	1.421,3
2002	1.721,8	77,3	1.284,6	988,0	259,2	338,5	58,9	1.584,2
2003	1.863,8	100,9	1.393,5	1.072,1	284,4	342,6	32,6	1.729,0
okt 03	1.579,0	45,8	1.380,5	1.063,3	281,6	123,8	14,5	1.467,5
nov 03	1.606,4	55,8	1.388,2	1.069,5	283,0	126,4	13,4	1.491,2
dec 03	1.863,8	100,9	1.393,5	1.072,1	284,4	342,6	32,6	1.729,0
jan 04	1.571,2	49,1	1.402,1	1.081,8	285,1	95,5	16,3	1.488,3
feb 04	1.599,5	50,5	1.412,3	1.084,0	291,7	106,0	18,6	1.520,2
mar 04	1.663,5	82,0	1.424,1	1.093,8	293,7	130,0	27,0	1.567,2
Ændring i forhold til året før, pct.								
2000	...	10,5	4,2	5,7	1,2	38,8	63,8	8,7
2001	...	64,6	8,8	9,3	9,4	71,5	52,6	17,2
2002	...	-12,5	7,8	8,9	5,0	20,6	6,7	11,5
2003	...	30,6	8,5	8,5	9,7	1,2	-44,8	9,1
okt 03	...	-15,5	8,2	8,6	8,8	20,1	39,6	7,1
nov 03	...	5,4	8,0	8,4	8,7	3,2	-10,8	6,5
dec 03	...	30,6	8,5	8,5	9,7	1,2	-44,8	9,1
jan 04	...	-26,0	8,2	8,6	8,8	-20,5	-25,8	4,4
feb 04	...	-39,5	7,7	7,4	9,4	-26,1	-45,6	2,6
mar 04	...	-32,1	7,8	7,3	9,8	-17,8	13,8	2,3

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Hushold- ninger mv.	Erhverv	I alt	Hushold- ninger mv.	Erhverv	I alt	Hushold- ninger mv.	Erhverv
	Mia.kr.								
Ultimo									
1999	1.573,9	990,1	526,5	523,0	204,3	291,4	1.050,9	785,8	235,1
2000	1.688,3	1.069,2	561,0	592,4	239,0	329,7	1.095,8	830,2	231,4
2001	1.814,4	1.161,0	594,7	622,6	253,3	342,3	1.191,9	907,6	252,4
2002	1.917,0	1.241,6	619,2	631,8	253,5	353,0	1.285,2	988,0	266,2
2003	2.087,8	1.343,7	683,2	693,2	271,6	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
okt 03	2.056,8	1.321,5	677,2	675,3	258,2	389,0	1.381,5	1.063,3	288,2
nov 03	2.066,7	1.326,3	682,7	677,5	256,8	393,1	1.389,2	1.069,5	289,6
dec 03	2.087,8	1.343,7	683,2	693,2	271,6	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
jan 04	2.097,1	1.347,2	689,8	693,3	265,4	398,5	1.403,8	1.081,8	291,3
feb 04	2.103,1	1.350,3	694,8	689,5	266,3	396,8	1.413,6	1.084,0	298,0
mar 04	2.150,0	1.372,2	718,5	723,4	278,4	418,5	1.426,6	1.093,8	300,0
Ændring i forhold til året før, pct.									
1999	7,6	6,7	10,0	10,0	3,9	16,3	6,4	7,5	3,1
2000	7,3	8,0	6,6	13,3	17,0	13,1	4,3	5,6	-1,6
2001	7,5	8,6	6,0	5,1	6,0	3,8	8,8	9,3	9,1
2002	5,7	6,9	4,1	1,5	0,1	3,1	7,8	8,9	5,5
2003	6,1	8,2	2,7	1,5	7,1	-1,7	8,5	8,5	9,3
okt 03	5,5	7,4	3,0	0,3	2,8	-0,7	8,3	8,6	8,5
nov 03	5,6	7,9	2,2	1,0	5,5	-1,8	8,1	8,4	8,3
dec 03	6,1	8,2	2,7	1,5	7,1	-1,7	8,5	8,5	9,3
jan 04	6,3	8,5	2,6	2,5	8,0	-1,4	8,4	8,6	8,6
feb 04	6,0	7,7	3,2	2,7	9,0	-0,9	7,7	7,4	9,2
mar 04	7,0	7,9	5,4	5,4	10,0	2,6	7,9	7,3	9,6

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er udlånene påvirket af en omflytning af et institut fra gruppen "Andre kreditinstitutter" til "Pengeinstitutter".

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE
Tabel 9

Ultimo		Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
			I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
	Mia.kr.						
1999	113,7	877,5	59,7	43,5	1.050,9	9,6	...
2000	113,1	882,4	99,8	79,0	1.095,4	15,5	...
2001	109,6	836,5	245,7	151,5	1.191,8	54,5	...
2002	103,6	816,0	365,0	200,4	1.284,6	82,5	...
2003	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4
okt 03	102,4	815,2	462,8	227,6	1.380,5	89,1	...
nov 03	102,0	810,1	476,1	228,3	1.388,2	88,9	...
dec 03	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4
jan 04	99,8	785,4	516,9	272,6	1.402,1	85,4	...
feb 04	100,1	780,2	532,0	285,4	1.412,3	85,3	...
mar 04	100,4	770,1	553,7	300,8	1.424,1	85,8	85,8

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER
Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
	Procent p.a.							
1. kv. 02	6,4	9,2	6,1	3,6	2,6	1,9	2,9	3,4
2. kv. 02	6,3	9,1	6,1	3,6	2,5	1,9	3,0	3,1
3. kv. 02	6,5	9,2	6,1	3,8	2,6	2,0	3,0	3,2
4. kv. 02	6,3	9,0	6,1	3,7	2,5	1,9	2,8	3,1
1. kv. 03	5,9	8,3	5,9	3,4	2,3	1,8	2,4	2,7
2. kv. 03	5,8	8,1	5,6	3,2	2,0	1,6	2,1	2,5
3. kv. 03	5,4	7,6	5,2	2,8	1,5	1,1	1,7	2,1
4. kv. 03	5,4	7,5	5,0	2,9	1,5	1,1	1,7	2,1
1. kv. 04	5,3	7,3	4,9	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1
okt 03	5,4	7,5	5,0	2,9	1,5	1,1	1,7	2,1
nov 03	5,5	7,5	5,1	2,9	1,5	1,1	1,7	2,1
dec 03	5,3	7,4	4,9	2,9	1,5	1,1	1,7	2,0
jan 04	5,3	7,4	5,0	2,8	1,6	1,1	1,7	2,1
feb 04	5,3	7,4	5,0	3,0	1,6	1,1	1,7	2,1
mar 04	5,2	7,2	4,9	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
Ultimo	Mia.kr.						
2000	258,1	100,5	147,3	140,8	56,8	49,0	10,4
2001	282,8	135,4	137,1	143,4	62,0	67,1	9,6
2002	288,9	180,8	89,5	153,6	68,6	53,0	8,9
2003	367,1	237,2	108,7	188,2	101,9	61,4	12,5
1. kv. 03	294,7	194,0	79,9	158,7	70,9	51,4	9,5
2. kv. 03	328,3	216,1	89,4	173,0	82,9	57,3	11,0
3. kv. 03	341,9	221,8	98,4	179,8	88,0	60,2	10,8
4. kv. 03	367,1	237,2	108,7	188,2	101,9	61,4	12,5
1. kv. 04	481,3	282,9	135,3	199,5	120,7	145,0	12,9
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
1. kv. 03	...	14,3	-2,0	8,4	3,7	0,0	0,8
2. kv. 03	...	19,8	-1,8	10,3	7,4	2,5	0,9
3. kv. 03	...	7,2	3,6	5,1	3,8	-0,7	-0,3
4. kv. 03	...	18,9	4,1	5,4	9,7	0,2	1,2
1. kv. 04	...	40,0	17,1	7,5	12,6	80,0	0,6

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.							
1999	1.535,1	388,3	441,6	249,1	977,2	134,1	569,7	211,3
2000	1.659,5	336,8	455,1	214,6	1.090,3	118,2	634,0	255,2
2001	1.787,7	414,6	443,7	217,1	1.231,8	194,5	480,5	231,1
2002	1.999,8	414,7	479,8	222,9	1.411,6	189,6	384,3	162,3
2003	2.124,2	419,6	488,2	210,0	1.523,9	207,9	488,1	208,6
nov 03	1.898,5	396,1	484,8	209,5	1.301,8	184,9	483,9	205,4
dec 03	2.124,2	419,6	488,2	210,0	1.523,9	207,9	488,1	208,6
jan 04	1.872,1	428,9	492,1	219,7	1.274,5	207,4	531,4	226,6
feb 04	1.926,7	411,9	493,4	221,2	1.327,5	189,0	556,4	238,7
mar 04	1.972,7	443,2	501,7	242,2	1.363,8	199,2	530,0	224,9
apr 04	1.959,7	430,1	511,3	237,7	1.341,0	190,7	519,1	225,2

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 13

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
1999	46,7	11,1	57,8	-17,4	-19,3	21,2
2000	54,1	22,1	76,2	-32,8	-24,8	18,6
2001	61,7	25,0	86,7	-25,0	-21,3	40,5
2002	60,1	18,1	78,2	-27,5	-23,0	27,7
2003	66,8	24,8	91,7	-26,1	-25,1	40,5
apr 02 - mar 03	63,5	19,9	83,3	-27,4	-25,3	30,7
apr 03 - mar 04	62,3	27,8	90,1	-23,7	-25,7	40,7
okt 03	5,4	3,3	8,7	-2,5	-2,5	3,7
nov 03	4,9	2,2	7,0	-4,6	-1,8	0,7
dec 03	3,7	3,1	6,8	-2,9	-2,5	1,4
jan 04	3,1	1,1	4,2	-2,4	1,8	3,7
feb 04	3,9	2,3	6,2	0,3	-4,0	2,5
mar 04	4,5	3,0	7,6	-3,0	-2,1	2,5

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 14

	Løbende poster	Kapitalimport				Fejl og udeladelser	Forøgelse af valuta-reserven
		Direkte investeringer		Porteføljeeinvesteringer	Anden kapitalimport		
		Danske i udlandet	Udenlandske i Danmark				
	Mia.kr.						
1999	21,2	-118,6	116,9	-21,9	85,0	-18,4	64,2
2000	18,6	-202,7	266,9	-145,9	64,0	-43,9	-43,0
2001	40,5	-107,9	92,5	-35,0	5,9	31,5	27,5
2002	27,7	-44,6	52,4	1,0	20,0	-11,1	45,4
2003	40,5	-8,4	18,0	-99,5	73,0	7,2	30,8
apr 02 - mar 03	30,7	-39,4	46,3	50,4	-48,2	-13,8	26,0
apr 03 - mar 04	40,7	6,9	6,0	-142,2	69,9	36,0	17,3
okt 03	3,7	0,1	-1,2	-62,0	44,1	16,0	0,7
nov 03	0,7	2,2	1,2	-12,5	13,5	-5,4	-0,3
dec 03	1,4	2,0	1,0	-18,4	9,8	-0,1	-4,3
jan 04	3,7	0,1	6,2	-22,8	-14,8	18,2	-9,4
feb 04	2,5	-3,1	-0,9	-31,9	13,5	11,7	-8,2
mar 04	2,5	9,8	-13,2	29,1	-19,5	0,4	9,1

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 15

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer	
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier
	Mia.kr.				
1999	15,3	30,6	0,1	-24,4	-43,5
2000	-21,3	47,7	19,2	-78,7	-112,8
2001	-17,7	97,7	7,0	-86,2	-35,8
2002	8,5	24,0	4,7	-34,8	-1,4
2003	-30,3	47,0	9,1	-103,4	-21,9
okt 03	-35,5	3,8	1,7	-29,7	-2,3
nov 03	-14,2	2,6	-0,6	3,0	-3,3
dec 03	17,0	-6,9	1,1	-21,1	-8,5
jan 04	-3,0	-1,1	-0,1	-11,3	-7,3
feb 04	-17,7	3,0	-0,4	-9,8	-7,0
mar 04	15,1	21,5	-2,3	-2,1	-3,1

Anm.: Et negativt fortegn (-) angiver, at indlændinge netto har købt udenlandske værdipapirer, eller at udlændinge netto har solgt danske værdipapirer.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 16

	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Andre investeringer	Valuta-reserven	I alt
	Danske i udlandet	Udenland-ske i Dan-mark	Aktier mv.	Obligatio-ner mv.			
Ultimo	Mia.kr.						
Aktiver							
1999	358	22	387	151	603	225	1.747
2000	557	29	454	229	667	121	2.056
2001	624	35	403	317	598	152	2.131
2002	571	30	254	359	757	197	2.167
2003	581	30	301	454	757	228	2.350
4. kv. 02	571	30	254	359	757	197	2.167
1. kv. 03	578	30	226	414	828	202	2.278
2. kv. 03	584	30	246	431	894	240	2.425
3. kv. 03	584	30	273	414	844	234	2.380
4. kv. 03	581	30	301	454	757	228	2.350
Passiver							
1999	19	333	160	611	718	58	1.899
2000	26	564	218	646	816	3	2.274
2001	33	601	201	754	766	4	2.359
2002	33	551	146	763	911	4	2.408
2003	33	575	189	777	983	3	2.560
4. kv. 02	33	551	146	763	911	4	2.408
1. kv. 03	33	553	144	821	983	1	2.535
2. kv. 03	33	567	164	828	1.078	3	2.672
3. kv. 03	33	572	180	830	1.019	3	2.636
4. kv. 03	33	575	189	777	983	3	2.560
Nettoaktiver							
1999	338	-311	227	-459	-115	167	-152
2000	531	-535	236	-418	-150	117	-218
2001	591	-567	203	-436	-168	148	-229
2002	538	-521	107	-404	-154	193	-241
2003	548	-545	112	-323	-226	224	-210
4. kv. 02	538	-521	107	-404	-154	193	-241
1. kv. 03	546	-522	82	-407	-155	202	-257
2. kv. 03	551	-537	82	-397	-184	237	-247
3. kv. 03	552	-542	93	-416	-175	231	-256
4. kv. 03	548	-545	112	-323	-226	224	-210

Anm.: Som hovedprincip for opgørelsen er der anvendt markedsværdi.

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 17

	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.								
1999	1.207,7	599,5	312,1	240,9	-2,6	1.149,9	459,6	401,8
2000	1.279,0	610,5	323,4	258,1	10,9	1.202,8	563,4	487,2
2001	1.325,5	624,5	343,3	271,0	1,3	1.240,0	591,5	506,0
2002	1.360,7	641,9	358,5	282,7	0,7	1.283,8	602,7	525,8
2003	1.395,9	660,9	369,2	277,2	-3,3	1.304,1	606,2	514,5
4. kv. 02	354,3	167,6	92,2	73,4	-2,0	331,2	156,2	133,0
1. kv. 03	337,0	162,3	88,8	66,0	0,4	317,5	149,8	130,3
2. kv. 03	348,2	163,8	92,7	68,4	0,7	325,5	147,2	124,5
3. kv. 03	345,3	161,4	92,7	67,4	-2,8	318,7	152,4	125,7
4. kv. 03	365,3	173,4	95,1	75,5	-1,6	342,4	156,8	133,9
Realvækst i forhold til året før, pct.								
1999	2,6	0,7	2,0	1,5	...	0,1	12,3	5,5
2000	2,8	-0,7	0,9	6,9	...	2,4	13,5	13,5
2001	1,6	-0,2	2,7	4,9	...	1,0	4,4	3,5
2002	1,0	0,6	2,1	4,5	...	1,9	4,8	7,3
2003	0,4	1,1	0,5	-0,4	...	0,1	0,3	-0,4
4. kv. 02	0,4	1,7	1,6	0,5	...	0,7	4,5	5,7
1. kv. 03	1,7	0,4	1,4	-0,8	...	1,3	4,5	3,7
2. kv. 03	-1,1	0,3	0,7	-5,1	...	-2,0	-1,6	-3,8
3. kv. 03	0,1	1,2	-0,2	1,0	...	-0,6	-1,1	-2,7
4. kv. 03	1,0	2,5	0,0	3,1	...	1,9	-0,4	1,3
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
4. kv. 02	-0,3	1,2	-0,1	-0,4	...	-0,5	-0,7	-1,8
1. kv. 03	0,8	-0,2	-0,3	-1,1	...	0,7	0,5	0,0
2. kv. 03	-0,5	0,2	0,7	-1,4	...	-1,1	-0,4	-1,8
3. kv. 03	0,1	0,4	-0,5	4,6	...	0,6	-0,6	0,7
4. kv. 03	0,6	1,9	0,1	1,0	...	1,5	0,3	2,6

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE

Tabel 18

	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.														
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	0,4	3,0	2,0	2,9	4,5	3,2					
2003	2,0	2,1	2,3	1,6	0,4	2,6	1,8	2,7	7,9	2,2					
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					
3. kv.	1,6	1,8	2,0	-1,0	0,0	2,5	1,8	2,7	8,3	1,9					
4. kv.	1,3	1,5	1,9	-2,3	-0,6	2,7	2,2	2,7	6,8	2,3					
2004 1. kv.	0,7	0,9	1,2	-5,8	-0,3	2,1	0,2	2,4	4,5	2,2					

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2002.

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korregeret 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.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 19

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktion- er	Nyregi- strer- in- ger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur indikator for		
		Industri ¹	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
Pct. af arbejds- styrken	2000=100	2000=100	Stk.	Nettotal					
1999	5,7	94,2	99,1	2.397	144.259	-2	-11	-8	-2
2000	5,4	100,0	100,0	2.584	113.634	2	5	-1	2
2001	5,2	101,9	100,6	2.682	96.114	0	-3	-11	5
2002	5,2	102,9	103,6	3.041	111.598	1	-4	-14	5
2003	6,1	102,7	107,8	3.039	96.502	1	-6	-18	-2
Sæsonkorrigeret									
nov 03	6,5	103,0	109,0	266	9.189	3	7	-13	4
dec 03	6,6	101,1	109,9	212	9.081	2	1	-14	3
jan 04	6,5	105,4	108,8	248	9.356	4	1	-14	7
feb 04	6,5	105,3	111,6	238	8.809	3	7	-12	8
mar 04	6,4	103,1	...	250	8.843	5	1	-9	7
apr 04	...	...	...	257	9.179	6	0	-7	4

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 20

	Beskæftigelse		Lønindeks totalt for alle brancher i Danmark	Lønindeks for industrien i Danmark	Lønindeks for industrien i udlandet	Ejendoms- priser (enfamilie- huse) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat				
	1.000 personer					
1999	2.716	1.896	114,6	114,3	110,1	143,7
2000	2.734	1.915	118,7	118,3	113,9	153,0
2001	2.750	1.926	123,7	123,4	117,3	162,0
2002	2.740	1.906	128,5	128,4	120,7	168,0
2003	2.705	1.873	133,3	133,7	124,3	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 02	2.732	1.903	130,5	130,6	122,2	169,3
1. kv. 03	2.725	1.890	131,6	132,0	123,2	169,9
2. kv. 03	2.715	1.883	132,3	132,7	124,0	173,3
3. kv. 03	2.716	1.886	134,3	134,4	124,6	174,7
4. kv. 03	2.716	1.884	135,1	135,8	125,4	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
1999	1,3	1,5	4,2	4,1	2,9	6,7
2000	0,7	1,0	3,6	3,5	3,4	6,4
2001	0,6	0,5	4,2	4,3	3,0	5,9
2002	-0,4	-1,0	3,9	4,0	2,9	3,7
2003	-1,3	-1,8	3,7	4,2	3,0	...
4. kv. 02	-0,7	-1,0	3,9	4,3	3,2	4,2
1. kv. 03	-0,8	-1,0	3,9	4,4	3,3	3,0
2. kv. 03	-1,0	-1,2	3,8	4,0	3,1	3,0
3. kv. 03	-0,9	-1,3	3,7	4,3	2,9	3,2
4. kv. 03	-0,6	-1,0	3,5	4,0	2,7	...

VALUTAKURSER

Tabel 21

	EUR	GBP	SEK	NOK	USD	JPY	CHF
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
1999	743,56	1.129,49	84,46	89,47	698,34	6,1755	464,63
2000	745,37	1.223,33	88,26	91,89	809,03	7,5081	478,68
2001	745,21	1.197,74	80,58	92,60	831,88	6,8522	493,47
2002	743,04	1.182,10	81,12	99,03	788,12	6,2969	506,47
2003	743,07	1.074,99	81,45	93,03	658,99	5,6840	488,88
nov 03	743,70	1.073,59	82,69	90,73	635,69	5,8187	477,05
dec 03	744,17	1.060,36	82,54	90,51	607,03	5,6270	478,88
jan 04	744,81	1.076,15	81,52	86,69	590,55	5,5535	475,72
feb 04	745,11	1.100,85	81,20	84,91	589,25	5,5291	473,56
mar 04	744,93	1.109,85	80,67	87,23	607,56	5,5992	475,39
apr 04	744,35	1.118,36	81,21	89,75	621,43	5,7656	478,74

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 22

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn- ninger	Forbruger- priser i euroområ- det
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					1996=100
1999	99,6	213,1	203,7	104,3	102,7	103,8
2000	95,6	219,3	208,3	100,6	98,6	106,0
2001	96,9	224,5	213,5	101,8	101,2	108,5
2002	97,7	229,8	217,1	103,5	103,3	110,9
2003	101,2	234,6	220,9	107,5	108,2	113,2
okt 03	101,5	234,8	221,8	107,5	...	113,8
nov 03	101,4	235,0	221,4	107,6	...	113,9
dec 03	102,2	234,8	221,8	108,2	109,3	114,2
jan 04	102,6	234,6	222,2	108,3	...	114,0
feb 04	102,6	236,4	222,7	108,9	...	114,2
mar 04	102,1	237,5	223,6	108,4	...	115,0
Ændring i forhold til året før, pct.						
1999	-1,7	2,5	1,2	-0,3	-0,4	1,1
2000	-4,1	2,9	2,3	-3,5	-4,0	2,1
2001	1,3	2,4	2,5	1,2	2,6	2,3
2002	0,9	2,4	1,7	1,6	2,0	2,3
2003	3,6	2,1	1,7	3,9	4,8	2,1
okt 03	3,4	1,4	1,6	3,2	...	2,0
nov 03	3,0	1,5	1,6	2,9	...	2,2
dec 03	3,4	1,4	1,5	3,3	4,6	2,0
jan 04	3,1	1,1	1,3	2,9	...	1,9
feb 04	2,5	0,9	1,1	2,4	...	1,6
mar 04	1,4	0,7	1,2	1,0	...	1,7

Anm.: Indekset for den effektive kronekurs er en geometrisk sammenvejning af udviklingen i 25 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. Vægtgrundlaget er baseret på industrivarehandelen i 1995. En stigning i et kronekursindeks er udtryk for en nominel eller real appreciering af kronen.

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.

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.

Statistikdatabase

En nyligt etableret database supplerer ovennævnte statistiske publikationer og indeholder alle tidsserier, der indgår i disse. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data længst muligt tilbage i tid.

Særlige opgørelser

I særlige opgørelser offentliggøres statistikker af tematisk karakter, som ikke udarbejdes regelmæssigt.

Udgivelseskalender

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