



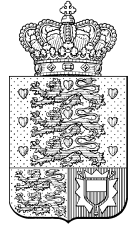
Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt 3. 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





Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
3. kvartal

2004

KVARTALSOVERSIGT, 3. KVARTAL 2004

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.

Kvartalsoversigten er tilgængelig på Nationalbankens websted: www.nationalbanken.dk under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Redaktionen er afsluttet den 31. august 2004.

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

Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00

E-mail: info@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 4. kvartal 2004 planlægges offentliggjort 2. december 2004.

SCHULTZ GRAFISK A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Nye kontobestemmelser	21
Baselkomiteens vedtagelse af nye kapitaldækningsregler.....	23
Falske pengesedler	25
Maria Carlsen og Johanne Dinesen Riishøj, Sekretariatet	
Der er siden foråret 2004 fundet en række vellignende falske 100-kronesedler. Artiklen forklarer, hvordan de falske sedler kan afsløres, og beskriver omfanget af og indsatsen mod falskmøntneri.	
Nationalbankens omkostninger ved skibsstøtte	33
Peter Jayaswal, Kapitalmarkedsafdelingen	
Gennem tiden har Nationalbanken deltaget i støtte til skibsfinansiering. Det skete bl.a. ved overtagelse af skibskreditobligationer, hvor overtagelseskursen typisk var højere end markedskursen. Omkostningen herved skønnes i omegnen af 33 mia.kr. i 2003-priser.	
Dansk pengeefterspørgsel 1980 – 2002.....	45
Allan Bødskov Andersen, Økonomisk Afdeling	
Analysen af den danske pengeefterspørgsel viser, at den udvikler sig i overensstemmelse med almindeligt accepterede hypoteser, men kan beskrives lidt simplere i dag end tidligere. Det tilskrives bl.a. den stabile udvikling i kronekursen over for euro samt den høje grad af konvergens mellem danske og tyske renter i de senere år.	
Kapitalens rolle i banken.....	55
Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Banker har en særlig rolle i samfundsøkonomien og er derfor underlagt regulering med kapitalkrav som et væsentligt element. I artiklen forklares, hvorfor det er nødvendigt at have særlige krav til bankernes kapital og hvorfor bankerne normalt foretrækker at have en vis overdækning. Endvidere ses der på forventede konsekvenser af de kommende kapitaldækningsregler for bankerne.	

Den økonomiske situation på Færøerne	67
Winnie Jakobsen og Pernille Thinggård, Sekretariatet	
Siden 2003 har den færøske økonomi været inde i en periode med tilbagegang.	
Det skyldes bl.a. nedgang for fiskeopdrættet og fiskeindustrien. Fiskeriet har også haft tilbagegang, men størstedelen af fiskeflådens indtjening er fortsat god.	
Bodil Nyboe Andersens tale ved Folketingets nordatlantiske gruppes konference om økonomien i Rigsfællesskabet den 25. maj 2004	77
Pressemeddelelser	83
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio maj til udgangen af august 2004

DE INTERNATIONALE FINANSIELLE FORHOLD

Det globale opsving er fortsat hen over sommeren, men har vist enkelte svaghedstegn. Generelt har de amerikanske nøgletal været svagere end tidligere på året, og der ses en mindre opbremsning i Asien. I euroområdet er væksten taget til i 1. halvår, men er fortsat moderat, og der er ikke tydelige tegn på, at opsvinget er ved at tage til i styrke. Stigende oliepriser har skabt nervøsitet på de finansielle markeder med fald i aktiekurserne og i de lange renter til følge.

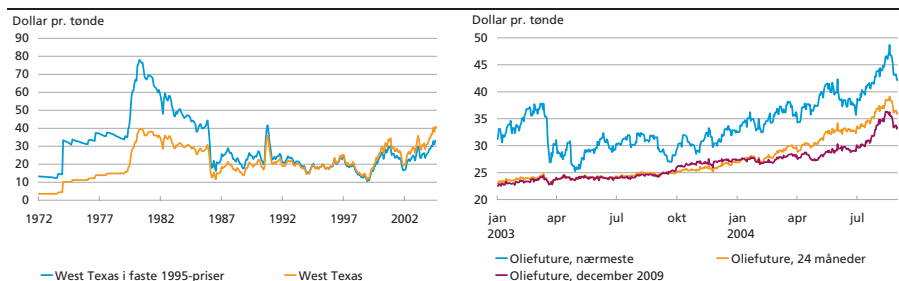
Det internationale opsving har øget efterspørgslen efter olie, hvilket har bidraget til stigende oliepriser i løbet af sommeren. Prisen på en tønde amerikansk råolie nåede i midten af august over 49 dollar, svarende til over 45 dollar for en tønde Brent-olie, hvilket umiddelbart er det højeste nogensinde. Olieprisen faldt dog lidt tilbage i slutningen af august. Korrigeret for den generelle inflationsudvikling er oliepriserne imidlertid væsentligt under tidligere toppe, fx i forbindelse med oliekrisen i starten af 1980'erne, jf. figur 1. Ud over den stigende efterspørgsel efter olie har frygt for angreb mod olieinstallationer i Saudi-Arabien, uro i Irak, problemer omkring selskabet Yukos i Rusland samt politisk uro i Venezuela været med til at øge prisen. Samtidig faldt de amerikanske olielagre. OPEC har forsøgt at dæmpe de stigende priser via større produktion, men det er usikkert, hvor meget produktionen kan forøges på kort sigt.

Bekymringen på oliemarkedet frem mod midten af august afspejlede sig også i prisen på olie til levering et stykke ud i fremtiden. Fx steg olie til levering i december 2009 fra 29 dollar pr. tønde i juni til 36 dollar pr. tønde i midten af august, jf. figur 1. Prisen på olie futures faldt lidt tilbage i slutningen af august i takt med aftagende usikkerhed.

Det seneste fald i olieprisen, bl.a. som følge af stigende produktion fra Irak, har afdæmpet frykten for, at stigende oliepriser kan få afgørende betydning for det globale opsving. Hvis de aktuelle oliepriser fastholdes, vil det nok dæmpe det internationale opsving, men næppe tage livet af det.

NOMINEL OG REAL OLIEPRIS (WEST TEXAS) OG AMERIKANSK OLIEFUTURE

Figur 1



Anm.: I figurene er illustreret de amerikanske oliepriser, ikke den europæiske referenceolie, Brent-råolie, som ikke er umiddelbart sammenlignelig med futuren. Den reale oliepris er deflateret med de amerikanske forbrugerpriser ekskl. energi.

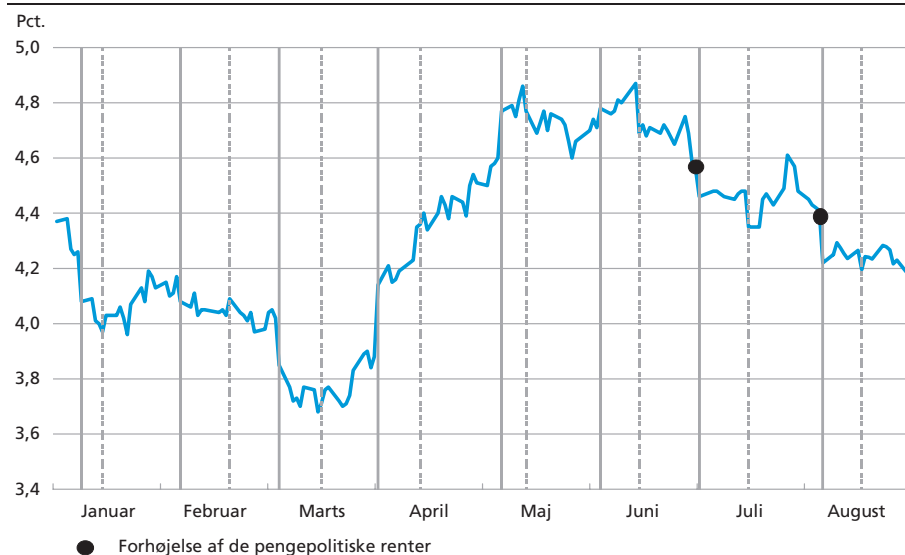
Kilde: EcoWin og Bloomberg.

Prisen på de konjunkturfølsomme industrielle metaller steg en smule i den betragtede periode, og guldprisen udviste ligeledes en svagt stigende tendens fra maj til august.

Renten på både tyske og amerikanske 10-årige statsobligationer steg frem til midten af juni, hvorefter udviklingen vendte til tydelige rentefald, især i USA, hvor den 10-årige rente faldt fra 4,9 pct. til 4,1 pct. ved udgangen af august. Det skete trods forhøjede pengepolitiske renter i USA, jf. side 6. Det var især skuffende arbejdsmarkedsrapporter samt aftagende inflationsfrygt, som udløste faldene i den lange rente, jf. figur 2. Gene-

OFFENTLIGGØRELSE AF AMERIKANSK ARBEJDSMARKEDSRAPPORTER, INFLATIONSTAL OG 10-ÅRIGE OBLIGATIONSRENTE

Figur 2

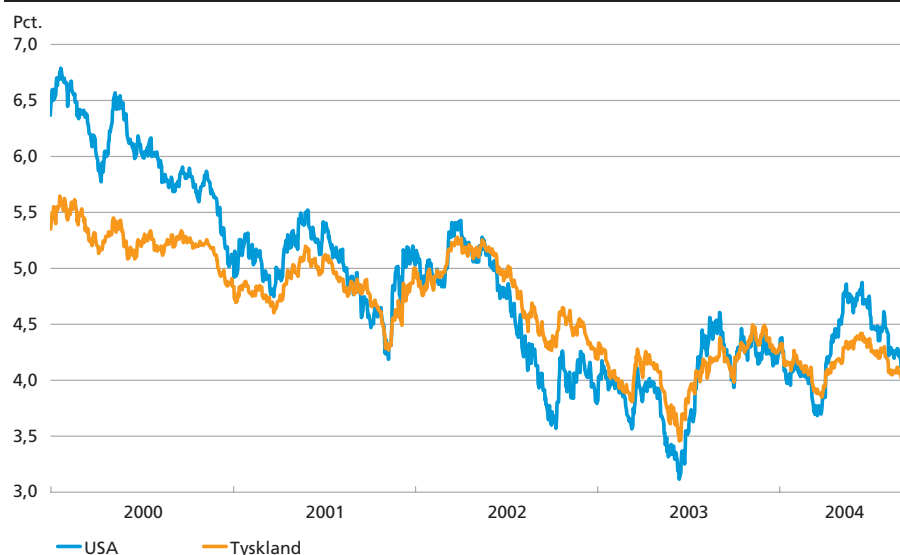


Anm.: Fuldt optrukne lodrette linjer angiver dato for offentliggørelse af arbejdsmarkedsrapport. Stiplede linjer angiver dato for offentliggørelse af inflationstal. Prik indikerer officielle renteforhøjelser.

Kilde: EcoWin.

10-ÅRIGE STATOBLIGATIONSRENTER I USA OG TYSKLAND

Figur 3



Anm.: Dagsobservationer. Sidste observation er 31. august 2004.
Kilde: EcoWin.

relt har de højere oliepriser og overvejende svagere nøgletal fra USA end i årets første måneder skabt tvivl om opsvingets styrke. Det har dæmpet forventningerne til fremtidige stigninger i de pengepolitiske renter trods den umiddelbare stimulans til inflationen fra de højere oliepriser.

Udsvingene i de amerikanske renter har i den betragtede periode været markant større end i de europæiske renter, selv om den overordnede renteutvikling har været nogenlunde ens. Den tyske rente lå en overgang over 45 basispoint under den amerikanske, men renteforskellen faldt siden til mellem 10-15 basispoint, jf. figur 3.

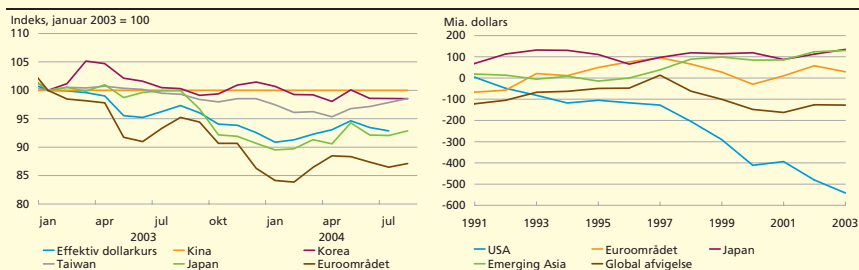
I Japan steg den 10-årige rente fra slutningen af maj til slutningen af juni med 40 basispoint til 1,9 pct. oven på nøgletal, der indikerede robusthed i det japanske opsving samt tegn på aftagende deflation. Renten fladede ud i juli og fulgte i august med de amerikanske og europæiske renter nedad og var ultimo august lidt over 1,5 pct.

De internationale aktiemarkeder har set over hele året bevæget sig sidelæns med en svagt faldende tendens fra juli og frem til midten af august, nogenlunde i takt med stigningen i olieprisen samt nogle svaghedstegn i det globale opsving. I sidste halvdel af august var der igen fremgang at spore på aktiemarkederne generelt. En indikator for usikkerheden er volatiliteten i aktiekurserne udtrykt ved det såkaldte VIX-indeks for amerikanske aktier, som udnytter, at forventet volatilitet i kurserne afspejles i optionspriserne. Volatiliteten har generelt været

USA har i en årrække haft et stort underskud på betalingsbalancens løbende poster. Aktuelt udgør underskuddet omkring 5 pct. af BNP. Et så stort underskud, især når det ikke kan henføres til et højt investeringsniveau, men til mangel på opsparing, vil normalt føre til en svækkelse af det pågældende lands valuta, men det har ikke været tilfældet i 2004, jf. figuren, efter en vis svækkelse i de to foregående år. Der var primært tale om en svækkelse i forhold til euro i 2002 og 2003, mens en række asiatiske lande via intervention holdt valutakursen fast, eller tilnærmelsesvis fast, over for dollar. Det drejer sig især om Kina, men fx Indien, Korea, Taiwan og Japan har også holdt en forholdsvis fast kurs over for dollar. Det er lande, som generelt har store overskud på betalingsbalancens løbende poster, jf. figuren.

Så længe disse lande holder valutakursen fast, er det betalingsbalancen for denne udvidede landegruppe af USA og en række asiatiske lande under ét, der vil være et af elementerne bag udviklingen i dollarkursen. Da de asiatiske landes overskud omtrent svarer til det amerikanske underskud, når der også tages højde for den globale afvigelse, kan de og USA under ét ses som en udvidet "dollar-gruppe" med ligevægt på betalingsbalancen. Det er med til at stabilisere dollarkursen.

DOLLARKURSER (VENSTRE) OG EKSTERNE BALANCER (HØJRE) FOR UDVALGTE LANDE



faldende siden midten af 2003. I 1. halvår 2004 har der især været afvigelser omkring offentliggørelsen af de amerikanske arbejdsmarkedsrapporter, som i foråret overraskede markedet positivt, mens den seneste for juli skuffede.

I sommermånederne var der ligesom tidligere på året tale om, at euro/dollar forholdet lå nogenlunde stabilt omkring 1,20-1,25 dollar pr. euro efter en forudgående periode, hvor euroen blev styrket. Valutamarkedet var i perioden fokuseret på holdbarheden af det globale opsving, især i USA, mens der var mindre fokus på de amerikanske balanceproblemer. Den japanske yen apprecierede over for dollar fra midt-maj til udgangen af juni, men er siden deprecieret, og kursen var ved udgangen af august på 110 yen pr. dollar.

Siden begyndelsen af 2002 er dollaren deprecieret mellem 25 og 30 pct. over for euro, mens dollarsvækkelsen har været mindre udtalt over for en række asiatiske valutaer. Forklaringen skal findes i store interven-

tioner fra de asiatiske centralbanker, som har forsøgt at begrænse en styrkelse af egne valutaer over for dollar. Disse opkøb har stort set finansieret det amerikanske betalingsbalanceunderskud. De asiatiske lande har store overskud på de eksterne balancer, som er med til at stabilisere dollarkursen, jf. boks 1.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

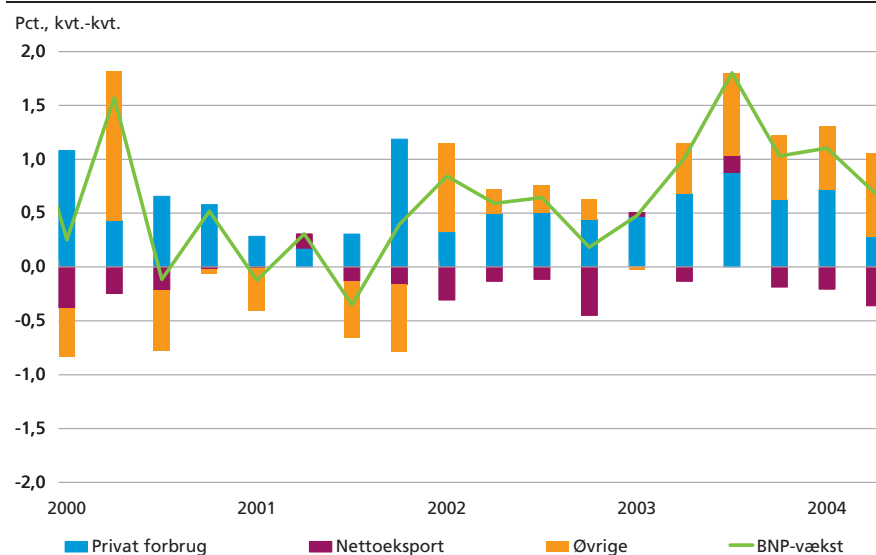
USA

Med en kvartalvis vækst på 0,7 pct. voksede den amerikanske økonomi i 2. kvartal både lidt mindre end ventet, og mindre end i de 4 foregående kvartaler, jf. figur 4. Til gengæld blev væksten i 1. kvartal oprevideret en anelse. Væksten i 2. kvartal blev især drevet af høj vækst i de private investeringer, som dog fortsat ligger på et usædvanligt lavt niveau i forhold til BNP, mens privatforbruget skuffede med en vækst på kun 0,4 pct. i forhold til 1. kvartal. Der var negativt bidrag fra nettoeksporten, som i de to foregående kvartaler, da importen voksede mere end eksporten.

Den aftagende vækst i privatforbruget og en svag udvikling i beskæftigelsen har sået tvivl om opsvingets styrke. Oven på en kraftig beskæftigelsesfremgang i løbet af foråret (marts-maj), hvor der blev skabt knap 900.000 nye jobs, var der kun en mindre stigning i beskæftigelsen uden for landbrug i juni og juli på i alt godt 100.000. Tilstanden på arbejdsmarkedet kan blive afgørende for udviklingen i privatforbruget, som udgør mere end to tredjedele af det amerikanske BNP.

AMERIKANSK BNP-VÆKST OG VÆKSTBIDRAG FRA UNDERKOMPONENTER

Figur 4



Kilde: EcoWin.

Forbruget har været hæmmet af en høj oliepris. Det sæsonkorrigerede mængdeindeks for detailsalget uden biler lå lavere i 2. kvartal end ved udgangen af 1. kvartal. Forbrugertilliden er afdæmpet og faldt fra juli til august, hvor især forbrugernes forventninger til fremtiden var dalende. I positiv retning tæller et fortsat stærkt boligmarked, som til dels præges af stigende anvendelse af variabelt forrentede realkreditlån, der udgør over 40 pct. af det samlede udlån. Hvis de ventede stigninger i de korte renter indtræder, er der således en risiko for et svagere boligmarked.

ISM-indekset, der måler tilliden i den amerikanske fremstillingsindustri, peger fortsat på økonomisk fremgang, men i et roligere tempo end tidligere på året.

Trods den kraftige vækst i produktionen i de seneste 4-5 kvartaler i USA vokser det føderale budgetunderskud yderligere i indeværende finansår, som slutter ultimo september. Kongressens budgetkontor anslår, at budgetunderskuddet i finansåret 2003/04 bliver 422 mia.dollar, svarende til ca. 3¾ pct. af BNP, mod 374 mia.dollar i finansåret 2002/03. Det store budgetunderskud siden 2001 er primært et resultat af en meget ekspansiv finanspolitik, men en mindre del kan dog tilskrives den svage konjunkturudvikling fra 2001 til 2003.

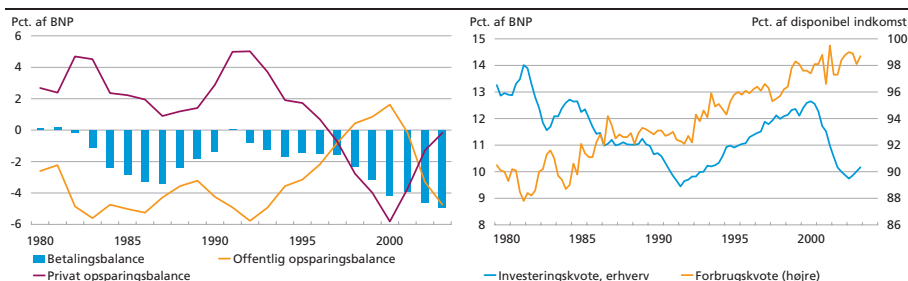
Den amerikanske handelsbalance viste et rekordstort underskud i juni. Underskuddet på den samlede betalingsbalance skønnes i 2. kvartal at have været over 5 pct. af BNP. Som udgangspunkt er et betalingsbalanceunderskud ikke nødvendigvis et problem. Det kan være et udtryk for, at det pågældende land låner i udlandet for at finansiere produktive investeringer til gavn for fremtidig produktion, som det i væsentlig grad var tilfældet i USA i anden halvdel af 1990'erne. Det aktuelle underskud skyldes især lav opsparing, hvilket gør den nuværende situation mindre holdbar, jf. figur 5.

Inflationen målt ved forbrugerprisindekset, CPI, var 3,0 pct. i juli. Det var en smule lavere end i de to foregående måneder, men betydeligt højere end ved årets begyndelse, hvor inflationen lå under 2 pct. Opgangen skal især ses i lyset af de høje oliepriser. Trækker man fødevarer og energi ud, fås kerneinflationen, som var 1,8 pct. i juli mod 1,1 pct. ved årets begyndelse. Den stigende kerneinflation kan afspejle, at aktivitet og afsætningsmuligheden er steget.

Den amerikanske centralbanks pengepolitiske komite, FOMC, forhøjede i juni Fed funds target rate med 0,25 pct. Det var den første forhøjelse siden maj 2000, hvor renten nåede 6,5 pct. I august blev renten igen sat op med 0,25 pct. til nu 1,5 pct. Komiteen indikerede efter begge rentestigninger, at de korte renter vil blive sat op i et afmålt tempo. Hovedscenariet er således en gradvis tilbagevenden til et mere neutralt niveau for de korte renter, hvilket også kan ses på markedets forvent-

OPSPARINGSBALANCER SAMT FORBRUGS- OG INVESTERINGSKVOTE I USA

Figur 5



Anm.: Den offentlige opsparingsbalance består både af den føderale opsparingsbalance og lokale myndigheders opsparingsbalance. Investeringskvoten svarer til erhvervsinvesteringerne i løbende priser, som pct. af BNP.

Kilde: OECD, Economic Outlook 75 og EcoWin.

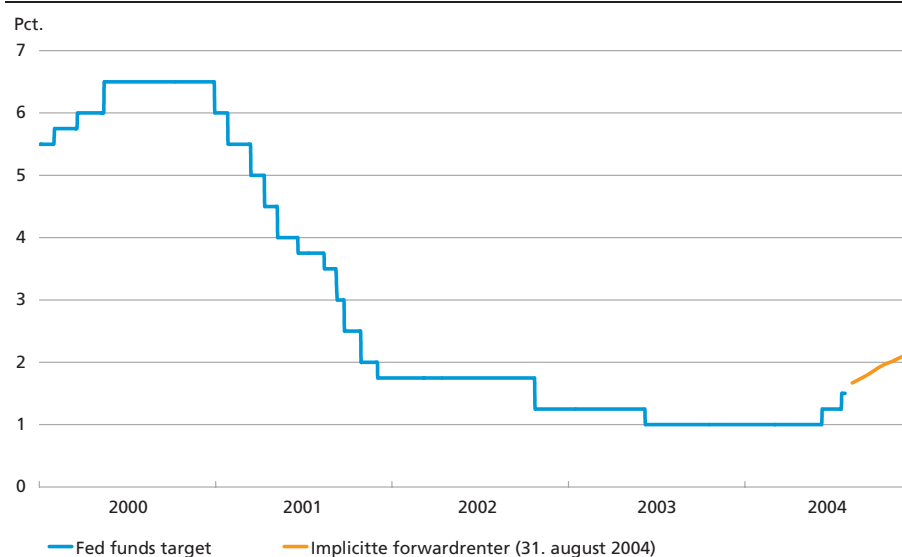
ninger, jf. figur 6. Det nuværende renteniveau er lavere end inflationen og med til at understøtte væksten i den amerikanske økonomi, hvor den økonomiske vækst har været stærk og kerneinflationen stigende.

Japan og øvrige Asien

Opsvinget i den japanske økonomi har nu været i gang i godt et år. Væksten, som det seneste år har været på niveau med den amerikanske, har i stor udstrækning været drevet af en kraftig opgang i eksporten, bl.a. som følge af stigende handel med Kina, samt stigende erhvervsinvesteringer. I 2. kvartal steg BNP dog kun 0,4 pct. i forhold til 1. kvartal, hvilket var den laveste stigning siden 1. kvartal 2003. Den lavere vækst

DE PENGEPOLITISKE RENTER I USA SAMT IMPLICITTE FORWARD-RENTER

Figur 6



Kilde: EcoWin.

afspejlede især et fald i de faste investeringer. Eksporten aftog en smule, mens væksten i det private forbrug lå lavere end i de to foregående kvartaler. Både forbruger- og virksomhedstilliden fortsatte dog med at stige i 2. kvartal. Forsat høje oliepriser vil ramme Japan relativt hårdt og kan dæmpe opsvinget.

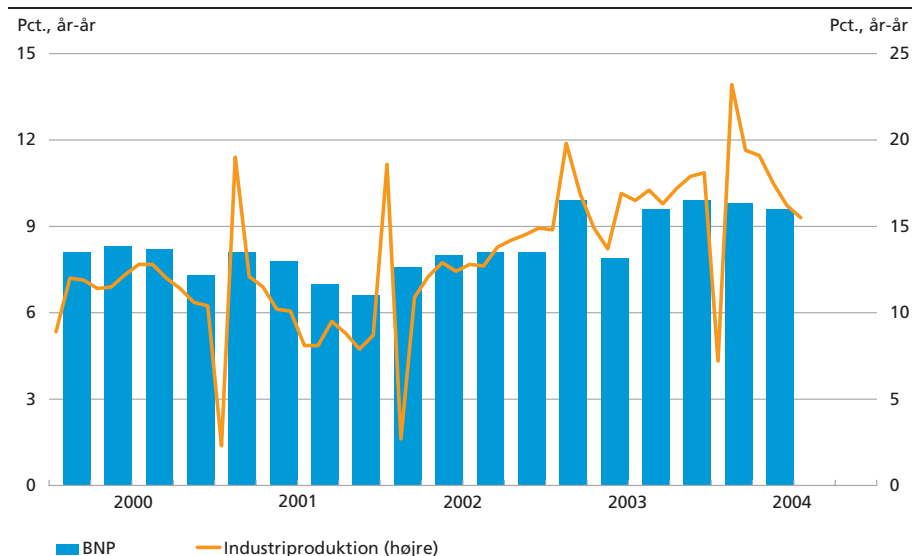
Forbrugerpriserne var uændrede i juli efter en stigning i juni på 0,4 pct. i forhold til maj, hovedsageligt som følge af stigningen i energipriserne. I sommermånederne juni og juli var priseniveauet næsten uændret i forhold til samme måneder sidste år.

Den generelle økonomiske udvikling tyder på, at Bank of Japan vil fastholde sin nul-rente-politik. En inflation over nul kan være med til at løfte den indenlandske efterspørgsel og gøre den japansk økonomi selv bærende. En anden væsentlig faktor er udviklingen på arbejdsmarkedet. Beskæftigelsen faldt hen over sommeren efter en fremgang fra november 2003 til april 2004, så aktivitetsstigningen er endnu ikke slået klart igennem på arbejdsmarkedet. Ledighedsprocenten faldt i løbet af foråret frem til juni, men steg igen i juli til 4,9 pct., svarende til niveauet ved årets begyndelse.

I det øvrige Asien er væksten fortsat høj, men i flere lande var der enkelte svaghedstegn i den indenlandske efterspørgsel i løbet af sommeren. I Kina er der sket en opbremsning af væksttempoet, jf. figur 7. Som følge af fare for overophedning har de kinesiske myndigheder reageret

BNP-VÆKST OG INDUSTRIPRODUKTION I KINA

Figur 7



Anm.: BNP er en kvartalsserie, mens industriproduktionen er på månedsbasis. De store udsving i industriproduktionen i starten af året skyldes, at tidspunktet for det kinesiske nytår følger månekalenderen og falder et sted mellem slutningen af januar og begyndelsen af februar.

Kilde: EcoWin.

med initiativer for at afdæmpe væksten. Myndighederne har bl.a. lagt restriktioner på banklån, for at tage toppen af en meget høj investeringskonjunktur. Investeringernes andel af BNP ligger mellem 40 og 50 pct.

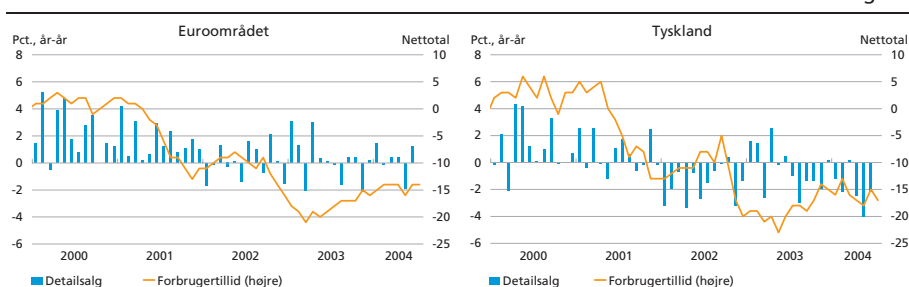
Euroområdet

BNP steg i 2. kvartal med 0,5 pct. ifølge de foreløbige tal for euroområdet, en anelse under væksten i 1. kvartal. Eksporten ventes fortsat at være drivkraften for euroområdet, mens væksten i den indenlandske efterspørgsel, som er en forudsætning for et selv bærende opsving, ventes at forblive lav. De nationale BNP-tal for 2. kvartal viste en tydelig spredning blandt de største eurolande. Med en vækst på 0,8 pct. i 2. kvartal lå Frankrig for fjerde kvartal i træk højest, mens vækstraterne var mere beskedne i Tyskland og Italien med henholdsvis 0,5 og 0,3 pct. Den indenlandske efterspørgsel faldt for andet kvartal i træk i Tyskland, som følge af en flad udvikling i privatforbruget og et fald i investeringerne. Væksten i 2. kvartal var således eksportdrevet. I Frankrig var billedet anderledes med høj vækst i privatforbruget og negativt bidrag fra nettoeksporten.

Siden årsskiftet har forbrugertilliden i euroområdet ligget fladt på et lavt niveau. Detailsalget udviklede sig positivt i juni efter et fald i maj, men set over en længere periode har detailsalget bevæget sig sidelæns. I euroområdets største økonomi, Tyskland, er detailsalget fortsat nedadgående, mens forbrugertilliden ligger uændret svag, jf. figur 8.

Arbejdsmarkedet er stadig akilleshælen for økonomierne i euroområdet. Beskæftigelse og ledighed var stort set uændret over sommeren. En forholdsvis flad udvikling på arbejdsmarkedet, sammenlignet med fx USA, har været kendetegnende for euroområdet under de seneste tre års afmatning. Den manglende konjunkteffekt skyldes i høj grad de stive arbejdsmarkedsstrukturer i mange eurolande. Det gælder ikke mindst Tyskland, hvor der dog er påbegyndt reformer af arbejdsmarke-

DETAILSALG OG FORBRUGERTILLID I EUROOMRÅDET OG TYSKLAND Figur 8



Kilde: EcoWin.

En række EU-lande har i de senere år ikke overholdt EU-traktatens grænse for underskuddet på de offentlige budgetter på 3 pct. af BNP. Udsigten til, at Tyskland og Frankrig i 2004 endnu en gang ville overskride 3-pct. grænsen, fik i efteråret 2003 Europa-Kommissionen til at henstille, at Ecofin-Rådet skulle pålægge de to lande at gennemføre finanspolitiske stramninger for at rette op på underskuddet.

Kommissionens henstillinger kunne ikke samle det fornødne flertal i Ecofin-Rådet 25. november 2003. I stedet vedtog Ecofin-Rådet nogle rådskonklusioner, der krævede, at budgetunderskuddet blev bragt under 3 pct. af BNP senest i 2005. Rådskonklusionerne suspendede endvidere proceduren om uforholdsmæssigt store underskud, således at det ikke i første omgang kunne komme på tale at pålægge de to lande sanktioner.¹

Kommissionen anlagde 27. januar 2004 sag ved EF-Domstolen for at få prøvet lovligheden dels af Ecofin-Rådets manglende vedtagelse af Kommissionens henstillinger, dels af de vedtagne rådskonklusioner, som efter Kommissionens mening var i strid med traktatens retningslinjer.

EF-Domstolen afsagde dom 13. juli 2004. I dommen afvises Kommissionens første påstand, mens Kommissionen gives medhold i den anden. Domstolen afviser således at annullere Ecofin-Rådets manglende vedtagelse af Kommissionens henstillinger. Fravær af det krævede flertal i Ecofin-Rådet for en henstilling fra Kommissionen betyder i henhold til dommen alene, at der ikke er vedtaget nogen beslutning, end ikke stiltiende, som kan gøres til genstand for prøvelse.

Til gengæld fastslår dommen, at rådets konklusioner fra 25. november 2003 om eksplicit at suspendere den videre procedure om uforholdsmæssigt store budgetunderskud ikke har gyldighed. Det påpeges endvidere, at Ecofin-Rådet ikke kan ændre allerede vedtagne henstillinger uden en ny henstilling fra Kommissionen, idet Kommissionen har initiativet inden for rammerne af budgetunderskudsproceduren.

Alt i alt må dommen tolkes derhen, at Ecofin-Rådet de facto kan suspendere budgetunderskudsproceduren, hvis der ikke er det fornødne flertal for en beslutning. Til gengæld siger dommen også, at Ecofin-Rådet ikke har beføjelser til at stille nye betingelser og anbefalinger til lande i budgetunderskudsproceduren, uden at det sker på det traktatfæstede grundlag og efter henstilling fra Europa-Kommissionen.

¹ Se Thomas Haugaard Jensen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Stabilitets- og vækstpacten – status 2004, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2004 for en nærmere gennemgang.

det. Flere større tyske virksomheder har i løbet af sommeren indgået tillægsoverenskomster med deres ansatte for at opnå besparelser på lønomkostningerne, som er blandt verdens allerhøjeste. Et af elementerne har været længere arbejdstid til samme månedsløn.

Virksomhedstilliden i euroområdet steg frem til maj, hvorefter den fladede ud. I Tyskland har IFO-indekset været vigende siden årsskiftet. Udviklingen i industriproduktionen i euroområdet minder om udviklingen i erhvervstilliden med stigning i foråret og en svækket tendens i det seneste tal.

Inflationen i euroområdet målt ved årsvæksten i HICP blev 2,3 pct. i juli og faldt dermed marginalt i løbet af sommeren¹. Det seneste lavpunkt lå i februar, hvor inflationen var 1,6 pct. Den efterfølgende stigning skyldes i høj grad energipriserne. Kerneinflationen opgjort ved HICP ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak, som i højere grad afspejler det interne prispres, lå med 1,8 pct. i juli fortsat i underkanten af 2 pct.

ECB har ikke ændret sine pengepolitiske renter i den beskrevne periode. Styrelsesrådet vurderer, at HICP-inflationen i de kommende måneder forbliver over 2 pct., men på lidt længere sigt vil være i overensstemmelse med ECBs målsætning om prisstabilitet, dvs. under, men tæt på 2 pct.

I løbet af sommeren var der igen fokus på Stabilitets- og vækstpagten. Flere lande har fortsat store underskud på de offentlige budgetter, hvilket presser pagtens troværdighed. I juli afsagde EF-domstolen dom vedrørende tvisten fra efteråret 2003 mellem EU-kommissionen og Rådet, jf. boks 2.

UK

Den britiske økonomi virker solid. BNP-væksten var 0,9 pct. i 2. kvartal, og siden 2. kvartal 2003 har den kvartalsvise vækst ligget omkring 1 pct., hvilket er betydeligt over gennemsnittet i EU. Væksten var i 2. kvartal fortsat drevet af den indenlandske efterspørgsel med stigning i både det private forbrug og investeringerne. Eksport og import steg igen i 2. kvartal efter et fald i 1. kvartal.

En vigtig stimulans for det private forbrug i UK har været hastigt stigende boligpriser. Stigningen i boligpriserne aftog gennem 2003, men er i indeværende år vendt tilbage til årlige stigningstakter på over 20 pct. målt med Halifax-indekset. Den generelle inflation, målt ved det harmoniserende forbrugerprisindeks, HICP, har ligget stabilt omkring 1,5 pct. år-til-år. Kerneinflation har været svagt stigende i 1. halvår.

Den kraftige vækst i økonomien har betydet, at arbejdsmarkedet er stramt, så økonomien er tæt på sin kapacitetsgrænse. Arbejdsløsheden er faldet støt siden maj 2003 og er under 5 pct.

Det stigende pres i økonomien fik i august den britiske centralbank, Bank of England, til at hæve den toneangivende rente for femte gang siden november 2003. Stigningen var på 0,25 pct. fra 4,5 pct. til 4,75 pct., hvilket er det højeste niveau i næsten 3 år.

Den offentlige budgetsaldo er mærkbart forringet i de senere år og ligger tæt på 3 pct. trods den stærke fremgang i aktiviteten. Budgetunderskuddet skyldes især lempelser af finanspolitikken i 2002 og 2003.

¹ Det foreløbige flash-estimat for august viste en uændret årsvækst i forhold til juli.

TRE NYE LANDE I ERM2

Boks 3

Den 28. juni 2004 indtrådte Estland, Litauen og Slovenien i EUs valutakurssamarbejde, ERM2, som et led i forberedelserne frem mod et euromedlemskab. I nedenstående tabel ses den fastsatte centralkurs og de tilhørende udsvingsgrænser på +/- 15 pct. for de nye valutaer. Estland og Litauen fortsætter deres currency board som en ensidig forpligtelse inden for rammerne af ERM2.

Euroen er centrum i ERM2-samarbejdet, og de øvrige deltagende valutaer har centralkurser i forhold til euroen, men ikke i forhold til hinanden. Forpligtelsen til intervention, hvis en deltagervaluta bevæger sig ud på en af udsvingsgrænserne, påhviler alene det pågældende deltagerlands centralbank og ECB. De øvrige deltagerlande har ingen interventionsforpligtelse.

Optagelsen af de nye valutaer medfører ingen ændringer i centralkurs, udsvingsbånd og øvrige vilkår for den danske krone i ERM2.

CENTRALKURS OG UDSVINGSBÅND I ERM2

National valuta pr. euro	Estiske kroon (EEK)	Litauiske litas (LTL)	Slovenske tolar (SIT)	Danske kroner (DKK)
Øvre grænse	17,9936	3,97072	275,586	7,62824
Centralkurs	15,6466	3,45280	239,640	7,46038
Nedre grænse	13,2996	2,93488	203,694	7,29252
Udsvingsbånd i pct.....	+/- 15	+/- 15	+/- 15	+/- 2,25

Sverige

Der har i et års tid været en tydelig aktivitetsfremgang i svensk økonomi. I 2. kvartal 2004 voksede BNP 0,9 pct. i forhold til kvartalet før. Særlig bemærkelsesværdig var en stor stigning i de faste investeringer. Det afspejler en relativ høj kapacitetsudnyttelse og øget profitabilitet i virksomhederne.

Trods en længere periode med solid vækst har arbejdsløsheden først hen over sommeren udvist en svagt faldende tendens. En ledighedsprocent på 5,7 pct. er ikke alarmerende høj, men den hidtidige markante vækst i ledigheden kan være udtryk for strukturelle problemer.

Den underliggende inflation i henhold til Riksbankens fortrukne mål, UND1X-indekset, var med 1,1 pct. i juli fortsat meget lav, og Riksbanken vurderer fortsat, at inflationen næppe vil overstige inflationsmålet på 2 pct. på to års sigt, hvorfor Riksbanken har fastholdt renten uændret på 2 pct. siden april 2004.

Norge

Efter nogle år med faldende vækst i fastlands-Norge er tendensen vendt. BNP steg i 1. kvartal med 0,5 pct. og lå dermed 3,5 pct. over 1.

kvartal 2003. Fremgangen i 1. kvartal afspejlede bl.a. en stigning i det private forbrug på knap 2 pct.

Inflationen målt ved KPI steg en anelse i juli til 1,5 pct., og den underliggende inflation, som opgøres ekskl. energiprisstigninger og reale afgiftsændringer, lå lavt med en årsstigningstakt på 0,2 pct. i juli.

Norges Bank fastholdt folierenten på 1,75 pct. over sommeren med henvisning til, at inflationen var lav, men væksten tiltagende.

Formuleringen af tidshorisonten for inflationsmålsætningen er ændret, så den bedre udtrykker tilrettelæggelsen af pengepolitikken. I stedet for den tidligere 2-års formulering, hedder det nu, at "Norges Bank sætter renten med sigte på at stabilisere inflationen på målet inden for en rimelig tidshorisont, normalt 1-3 år".

UDVIKLINGEN PÅ DE DANSKE FINANSIELLE MARKEDER

Kronen har i perioden ligget stabilt over for euro på et niveau lidt stærkere end centralkursen. I maj og juni styrkedes kronen marginalt fra 7,44 kroner pr. euro til 7,43 kroner pr. euro, og Nationalbanken købte netto valuta for mindre beløb. I slutningen af august var kursen 7,44 kroner pr. euro.

Den beskedne styrkelse af kronen i maj og juni var sammenfaldende med et udenlandsk nettokøb af danske kroneobligationer og en pause i danskeres nettokøb af udenlandske værdipapirer. I juli og begyndelsen af august ophørte tendensen til kronestyrkelse samtidig med, at valuta-indlændinge genoptog købet af udenlandske værdipapirer, og udlændinge tilbagesolgte danske obligationer.

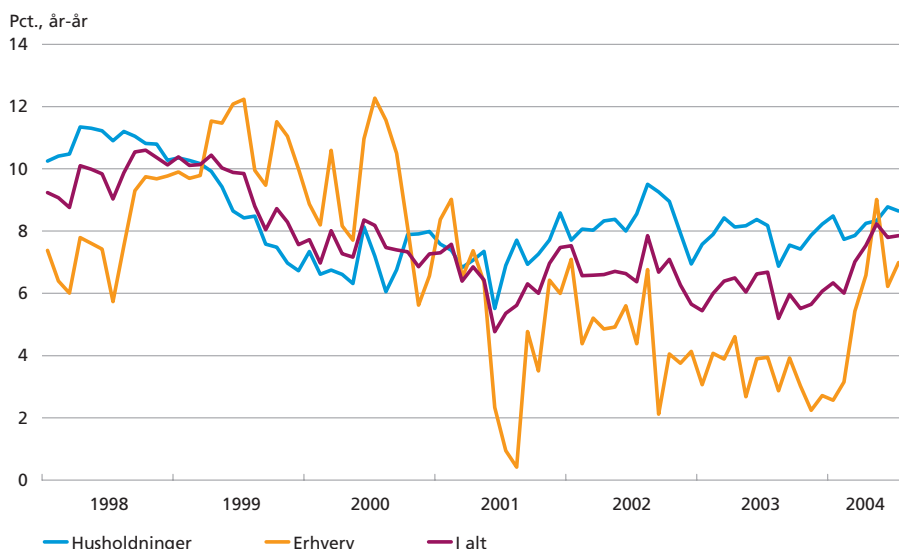
Nationalbankens udlånsrente var i slutningen af august 2,15 pct., mens diskontoen og foliorenten var 2,0 pct. De pengepolitiske renter i Danmark har ligesom i euroområdet været uændrede siden juni 2003. Spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs minimumsbudrente er således fortsat 0,15 pct. Pengemarkedsrenterne i Danmark har fulgt de tilsvarende renter i euroområdet, og spændene har generelt ligget i underkanten af spændet mellem de pengepolitiske renter.

Renten på danske 10-årige statsobligationer har fulgt renten på tilsvarende tyske papirer. Udskiftningen af det danske benchmarkpapir 1. juli 2004 til et papir med 2 år længere løbetid betød en teknisk betinget udvidelse af det opgjorte rentespænd på ca. 20 basispoint. I slutningen af august var det lange rentespænd til Tyskland omkring 35 basispoint målt ud fra det nye benchmarkpapir¹.

¹ Korrigeret for løbetidsforskellen mellem obligationerne var spændet knap 25 basispoint.

UDLÅN FRA PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 9



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

Udlånet fra penge- og realkreditinstitutter var i juli 2004 ca. 8 pct. højere end i samme måned året før, jf. figur 9. Væksten i erhvervsudlånene, der generelt svinger en del, faldt lidt tilbage hen over sommeren efter en kraftig stigning i foråret. Udlånet til husholdninger voksede med knap 9 pct. år-til-år i juli 2004, hvilket er på linje med udviklingen de senere år, og fortsat noget over væksten i forbruget. Pengemængdevæksten (M2) var i juli 2004 10 pct. år-til-år.

Væksten i pengeinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv var i juli henholdsvis 16 og 6 pct. år-til-år. Mens væksten i udlånet fra realkreditinstitutterne har været forholdsvis stabil de senere år, har væksten i pengeinstitutternes udlån været stigende fra lave niveauer siden sommeren 2003 for husholdninger og siden foråret 2004 for erhverv. Det må især tilskrives, at pengeinstitutterne er begyndt at yde realkreditlignende udlån.

Stigningen i de nye lånetypers andel af realkreditudlånet er fortsat de seneste måneder. Realkreditlån med afdragsfrihed, der hovedsagelig er optaget med variabel rente, udgjorde 12 pct. af de udestående realkreditlån ved udgangen af 2. kvartal 2004. Rentetilpasningslån udgjorde 42 pct. af det samlede realkreditlån ultimo juli 2004.

Husholdningernes rentebetalinger på lån i penge- og realkreditinstitutter har været faldende i takt med de senere års rentefald. Boks 4 ser nærmere på udviklingen, og det konkluderes, at faldet i husholdningernes renteudgifter har haft en positiv, men begrænset effekt på privatforbruget.

HUSHOLDNINGERNES RENTEBETALINGER

Boks 3

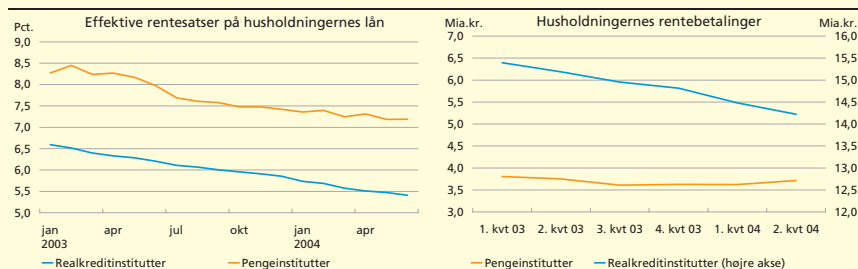
De senere års rentefald har betydet lavere renteudgifter for husholdningerne, jf. figuren. De gennemsnitlige rentesatser på udestående lån i penge- og realkreditinstitutter har været støt faldende, og i juni 2004 lå de godt 1 pct. lavere end primo 2003. I samme periode er husholdningernes kvartalsvise rentebetalinger til penge- og realkreditinstitutter faldet fra 19,2 mia.kr. til 17,9 mia.kr. Faldet dækker over et betydeligt fald i rentebetalingerne på realkreditlån og stort set uændrede rentebetalinger til pengeinstitutterne.

Husholdningernes låntagning i såvel penge- som realkreditinstitutter er steget siden primo 2003, og nedgangen i rentebetalingerne skyldes således ikke et faldende låneomfang. De faldende rentebetalinger er et resultat af dels det generelt faldende renteniveau og dels husholdningernes skift over mod produkter med lavere rente (fx skift fra fastforrentet til variabelt forrentet realkreditlån).

Den seneste tids faldende renteudgifter har isoleret set givet husholdningerne flere penge til forbrug. Hvis faldet i rentebetalingerne på 1,3 mia.kr. i kvartalet var slået fuldt igennem, ville effekten efter hensyntagen til skat have været en stigning i privatforbruget på omkring 0,5 pct. Men den samlede effekt på privatforbruget af faldet i renteniveauet påvirkes af en række faktorer. Fx er husholdningernes renteindtægter af indestående i pengeinstitutter også faldet (kvartalsvise renteindtægter er faldet med 0,4 mia.kr. fra primo 2003 til 2. kvartal 2004), og konsekvensen af de faldende rentebetalinger til realkreditinstitutter er, at afkastet på investeringer i realkreditobligationer er faldet. Husholdningernes direkte ejerandel af de udestående realkreditobligationer er begrænset, mens den indirekte ejerandel (fx via pensionsopsparing) er noget større. Samlet set er det vurderingen, at faldet i husholdningernes renteudgifter har haft en positiv, men begrænset effekt på privatforbruget.

Omvendt vil husholdningernes renteudgifter stige, hvis renteniveauet igen stiger. I første omgang vil rentebetalingerne på variabelt forrentede lån i pengeinstitutter og rentetilpasningslån i realkreditinstitutterne vokse. En rentestigning på 1 pct. vil isoleret set give en stigning i husholdningernes kvartalsvise rentebetalinger på lidt over 1 mia.kr. i løbet af det første år, hvis gælden og dens sammensætning holdes uændret. Det svarer til knap 0,5 pct. af det private forbrug, når der tages højde for den skattemæssige værdi af rentefradraget.

RENTESATSER OG -BETALINGER FOR HUSHOLDNINGERNES LÅN



Anm.: Lån i danske kroner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSK ØKONOMI

De foreløbige kvartalsvise nationalregnskabstal for 2. kvartal pegede på solid fremgang i dansk økonomi i årets første to kvartaler, med privatforbruget og eksporten som drivkraft. Den kvartalsvise vækst i BNP i faste priser var henholdsvis 0,2 pct. i 2. kvartal og 1 pct. i 1. kvartal, og dermed er der udsigt til en vækst på over 2 pct. for 2004 som helhed. Den forholdsvis beskedne vækst for 2. kvartal afspejler bl.a. en betydelig nedgang i lagerinvesteringerne, som bidrog stærkt negativt til BNP-væksten med -0,7 pct. I 1. kvartal bidrog lagerinvesteringerne med 1,2 pct. til BNP-væksten.

Det private forbrug fortsatte med at stige i 2. kvartal, bl.a. som følge af stigende bilkøb. Det offentlige forbrug og investeringer ekskl. lagerændringer steg igen efter et mindre fald i 1. kvartal. Både eksport og import steg kraftigt, og det var i høj grad nettoeksporten, som skabte BNP-væksten i 2. kvartal.

Sammenfattende viser de foreliggende nationalregnskabstal, at dansk økonomi vendte i sommeren 2003 og fortsat er på vej op, jf. figur 10. Indtrykket af en vending er lidt tydeligere nu end tidligere. Således er væksten for 2003 opjusteret fra 0,4 pct. til 0,5 pct., som følge af højere vækstrater i 2. halvår, ligesom BNP-væksten i 1. kvartal 2004 er justeret op.

Den stærke forbrugskonjunktur fremgår bl.a. af detailomsætningen, som er steget yderligere i sommerens løb. Også bilsalget er vokset, især salget af varevogne, der er steget kraftigt i løbet af det seneste år. Det skyldes bl.a. et øget salg af biler på gule plader til husholdningerne. Det stigende bilsalg skal også ses i lyset af bilparkens stigende gennemsnitsalder.

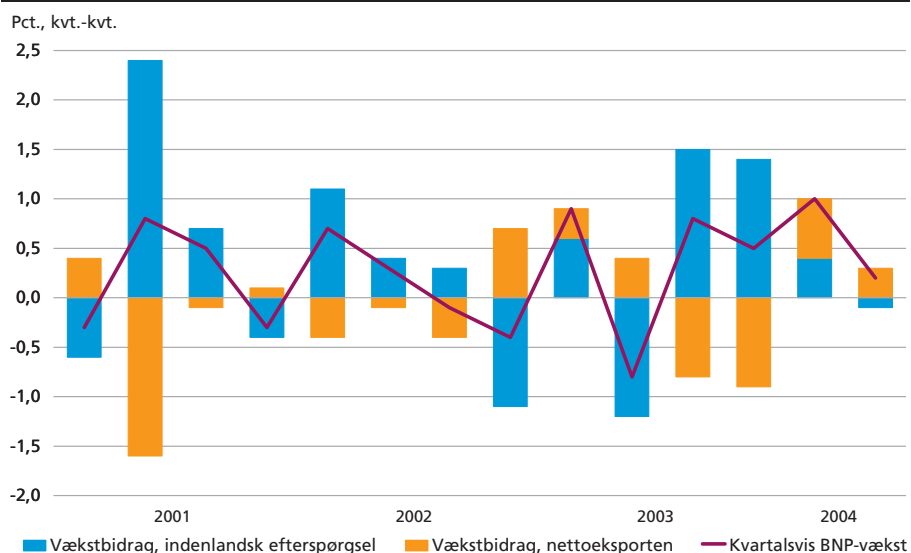
Et fortsat robust boligmarked, lave renter, skattelettelser, samt en beskæftigelsesfremgang understøtter det private forbrug, hvilket også kan ses i tallene for forbrugertilliden, som har været stærkt stigende i 1. halvår og ligger på det højeste niveau siden foråret 1998, jf. figur 11.

Også virksomhedstilliden for byerhvervene er præget af fremgang. Særligt er konjunkturbarometret for industrien steget og lå i sommeren over sit normale gennemsnit. Der er positive forventninger i alle industriens hovedsektorer med en overvægt inden for den del, som producerer varige forbrugsgoder. Forventningerne er dog endnu ikke slået helt igennem på industriproduktionen, der kun er steget svagt i 1. halvår.

De seneste tal for den danske udenrigshandel går frem til juni. De viser, at både import og eksport har været stigende siden medio 2003. På eksportsiden har der især været en stigning i industrieksporten, som udgør over halvdelen af den samlede eksport. Desuden er energi- og tjenesteeksporten steget på baggrund af udviklingen i oliepris og fragt-

BNP-VÆKST OG VÆKSTBIDRAG FRA PRIVATFORBRUG OG NETTOEKSPORT

Figur 10

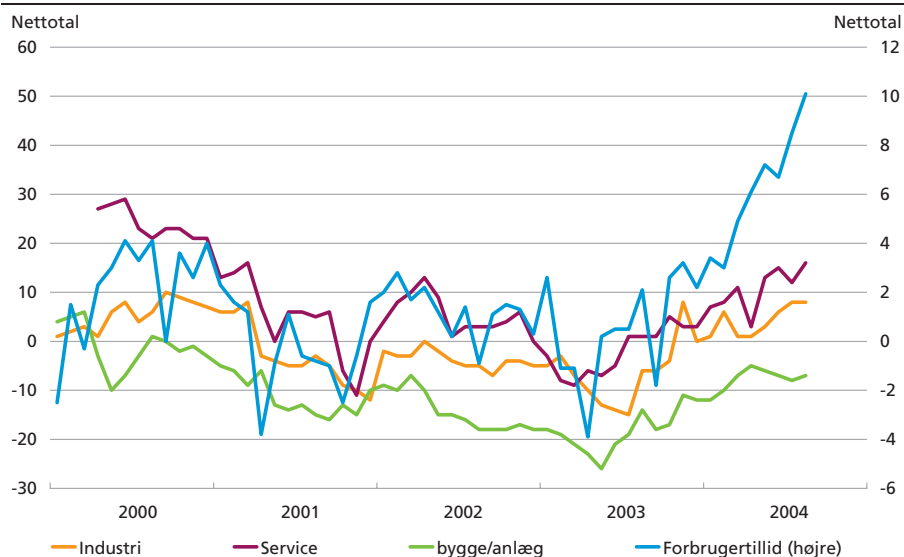


Kilde: Danmarks Statistik.

rater. På importsiden er både import til forbrug ekskl. biler og import til erhverv steget. Det sæsonkorrigerede overskud på handelsbalancen var 5,5 mia.kr. i juni og har på månedsbasis nu i over tre år fluktueret omkring dette niveau.

FORBRUGER- OG VIRKSOMHEDSTILLIDEN

Figur 11



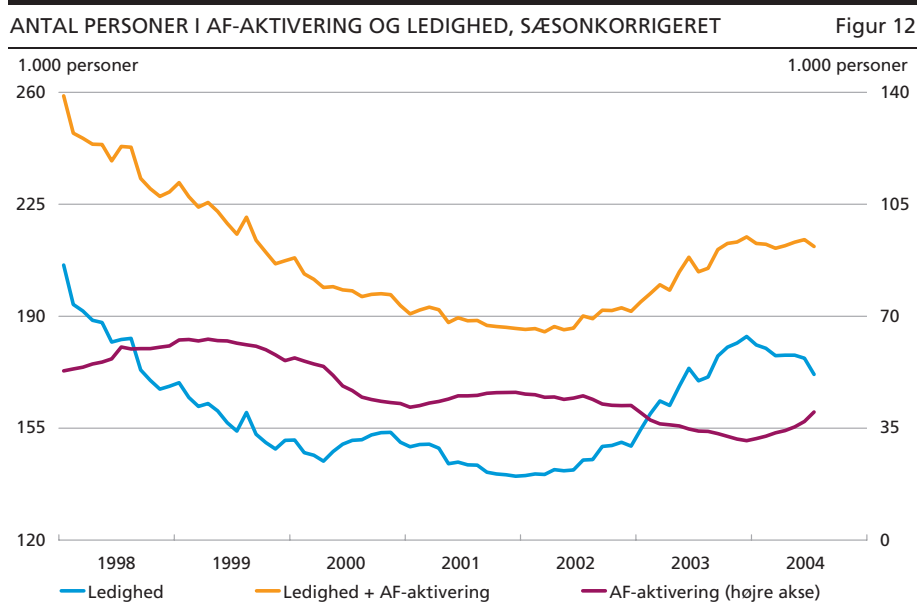
Anm.: Alle serier er sæsonkorrigerede, forbrugertilliden af Nationalbanken.

Kilde: Danmarks Statistik.

Betalingsbalanceoverskuddet blev godt 44 mia.kr. for 12-måneders perioden juli 2003 til juni 2004. Det er godt 13 mia.kr. mere end for den foregående 12-måneders periode juli 2002 til juni 2003. Forbedringen ligger ikke mindst på tjenestebalancen, hvor nettoindtægterne fra søtransport er fortsat med at stige, ligesom nettoindtægten vedrørende vareformidling og rådgivning er steget. Ud over tjenestebalancen har der været en forbedring vedrørende renter og udbytter.

Arbejdsløsheden har haft faldende tendens siden årsskiftet, og lå i juli lidt lavere end i efteråret 2003, jf. figur 12. Faldet i ledigheden i 2004 afspejler bl.a., at flere personer er aktiveret af arbejdsformidlingen. Beskæftigelsen i henhold til nationalregnskabet er i årets første to kvartaler vokset med i alt 12.000 personer. Det betyder, at den begyndende bedring på arbejdsmarkedet har trukket nogle flere ind i arbejdsstyrken, idet arbejdsløsheden ikke er faldet tilsvarende.

Den årlige lønstigningstakt på DA-området er aftaget fra 4,3 pct. ved udgangen af 2002 til 3,4 pct. i 2. kvartal 2004, hvilket bl.a. afspejler den stigende ledighed frem til slutningen af 2003. De seneste 4 kvartaler er faldet i stigningstakten dog fladet ud, og det seneste fald fra 1. til 2. kvartal kan bl.a. henføres til, at effekten fra ekstra feriefridage fra 1. maj 2003 er faldet ud af årsstigningstakten. Overarbejdstidsbetalingen steg i 2. kvartal 2004, hvilket kan afspejle, at nogle virksomheder i første omgang har anvendt overarbejde for at imødekomme højere efterspørgsel.



Anm.: Egen sæsonkorrektion for AF-aktiverede.

Kilde: Danmarks Statistik og Arbejdsmarkedsstyrelsen.

Med de bedre udsigter for euroområdet, høj vækst i den øvrige verdensøkonomi samt tegn på bedring på arbejdsmarkedet er de økonomiske udsigter for Danmark bedre end længe. Det påvirker kravene til den kommende finanslov.

Regeringens forslag til finanslov for 2005 lægger op til en neutral finanspolitik målt ved den såkaldte finanseffekt. Finanseffekten er et skøn på finanspolitikkenes umiddelbare virkning på BNP. Finanspolitikken er i 2005 planlagt til at forbedre budgettet med 0,3 pct. af BNP. Dertil ventes at komme en positiv konjunkturreffekt. Efter lempelsen af finanspolitikken i 2004 er det vigtigt, at det mellemfristede sigte i finanspolitikken igen prioriteres højt.

Regeringen og Dansk Folkeparti indgik i juni en aftale om reform af rammerne for varetagelsen af de offentlige opgaver og den offentlige service, kaldet strukturreformen. Reformen vil bl.a. føre til en betydelig ændring i den kommunale struktur, herunder en reduktion i antallet af kommuner. Det er i den forbindelse vigtigt at undgå, at de kommunale udgifter, specielt på anlægsområdet, stiger kraftigt, før strukturreformen er ført ud i livet.

Regeringen har revideret sit mellemfristede økonomiske sigtepunkt, 2010-planen. Også den reviderede plan skal gøre finanspolitikken holdbar, så der ikke udestår et tilpasningsbehov efter 2010. For at opnå dette kræves varig fremgang i beskæftigelsen samt stram styring af de offentlige udgifter. Mere præcist skal væksten i det offentlige forbrug ned på 0,5 pct. pr. år fra 2005 og frem, hvilket er væsentligt lavere end i de seneste mange år, mens beskæftigelsen skal øges med 100.000 personer. Allerede gennemførte initiativer vurderes at kunne bidrage med 40.000 flere beskæftigede, mens nye initiativer skal skaffe yderligere 50-60.000 personer i varig beskæftigelse.

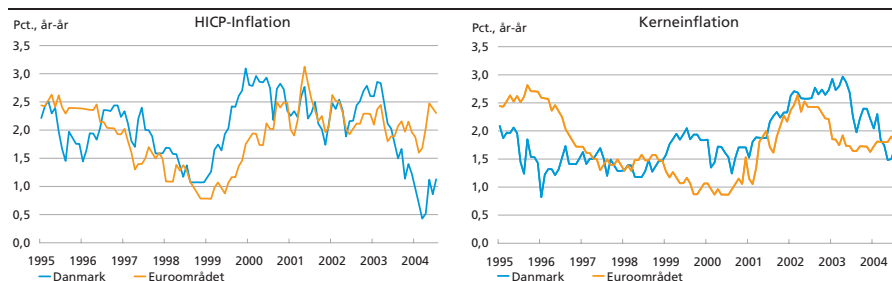
Prisudviklingen

Inflationen opgjort som den årlige stigningstakt i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, steg fra 0,5 pct. i april til 1,1 pct. i juli. Det skyldes især en kraftig opgang i energipriserne. Den årlige ændring i energipriserne ekskl. afgifter er gået fra et lille fald i april til en stigning på mere end 10 pct. i juli. Det afspejler ikke bare, at energipriserne er steget mellem april og juli 2004, men også et fald i løbet af de samme tre måneder i 2003.

Den samlede HICP-stigning ligger fortsat et stykke under niveauet i euroområdet, hvor inflationen i juli blev opgjort til 2,3 pct. For alle EU-lande opgøres HICP-inflationen ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak. Det kan ses som et simpelt mål for prisudviklingen rensat for volatile og specielle priser. Denne kerneinflation har modsat den samlede

HICP- OG KERNEINFLATION I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 13



Anm.: Kerneinflation er målt som HICP-inflation ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak.

Kilde: Danmarks Statistik og Eurostat.

inflation i en længere periode været højere i Danmark end i euroområdet, men siden april har den danske kerneinflation ligget under euroområdets, jf. figur 13. Det kan dække over specielle faktorer, men afspejler formentlig også en større fleksibilitet i de danske virksomheders tilpasning af lønomkostningerne.

Det afdæmpede danske prispres afspejles desuden i den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, som faldt fra 2,2 pct. i 1. kvartal til 1 pct. i 2. kvartal. I juli var IMI 0,9 pct.

Nye kontobestemmelser

Den 14. juni 2004 foretog Nationalbanken en række ændringer i sine kontobestemmelser. Kontobestemmelserne¹ udgør det formelle grundlag for adgangen til og anvendelsen af konti, kreditgivning og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken.

De væsentligste ændringer vedrørte følgende:

- Adgang til at anvende eurodenominerede stats- og realkreditobligationer som sikkerhed for såvel pengepolitiske lån i kroner som for intradagkredit i kroner og euro. Tidligere var der kun adgang til at anvende kronedenominerede papirer. De eurodenominerede værdipapirer skal i lighed med de kronedenominerede papirer være noteret på Københavns Fondsbørs og registreret i Værdipapircentralen for at være belånbare i Nationalbanken. Der anvendes et fradrag (valutakurshaircut) på 3 pct. ved beregning af belåningsværdien af eurodenominerede værdipapirer, der stilles som sikkerhed for kronekredit.
- Reglerne vedrørende margin og værdipapirspecifikke fradrag (børskurshaircuts) i kursværdien ved beregning af belåningsværdien af værdipapirer i forbindelse med kronekredit er blevet tilpasset, så de svarer til de regler, der siden 8. marts 2004 har været anvendt ved kredit i euro. De nye regler for kronekredit opererer med mere differentierede haircuts, som afhænger af værdipapirernes restløbetid og likviditetskarakteristika. Til gengæld er den generelle overdækning med sikkerhed (margin) på 2 pct. afskaffet.
- Anvendelse af teoretiske kurser ved beregning af belåningsværdien for værdipapirer, som ikke har været handlet de seneste 5 bankdage. Herved opnås, at den beregnede belåningsværdi afspejler de aktuelle kursforhold. Det har muliggjort en afskaffelse af det hidtidige anvendte tillæg for illikviditet til børskurshaircut på 10 procentpoint.

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

¹ Dokumentationsgrundlag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling.

Baselkomiteens vedtagelse af nye kapitaldækningsregler

Medlemmerne af Baselkomiteen¹ vedtog den 26. juni 2004 reviderede anbefalinger til de kapitalkrav², tilsynsmyndigheder stiller over for kreditinstitutter, bedre kendt som Basel II. På den baggrund har EU-Kommissionen den 14. juli 2004 fremsat et direktivforslag til nye kapitaldækningsregler for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber³. Direktivforslaget skal vedtages i fælles beslutningsprocedure af Europa-Parlamentet og Rådet. Direktivforslaget forventes behandlet af Rådet sidst på året. Direktivet forventes at træde i kraft 2007-2008. Dokumenterne fra Baselkomiteen og EU-Kommissionen er i hovedtræk identiske, men der er afvigelser som følge af forskelle i målgruppe og retsvirkning.

Med de nye kapitaldækningsregler erstattes det nuværende uniforme regelsæt med et mere institutspecifikt, hvor kapitalkravet i større omfang afspejler de risici, som hvert enkelt institut påtager sig. Samtidig motiveres institutterne til løbende at tilstræbe den bedst mulige risikostyring.

Overordnet består de nye kapitaldækningsregler af tre søjler. Søjle 1 er minimumskapitalkravet, som dækker kredit- og markedsrisiko samt som noget nyt operationel risiko. Det enkelte institut kan med tilsynsmyndighedernes godkendelse vælge mellem forskellige opgørelsesmetoder. Under søjle 2 styrkes tilsynsprocessen. Tilsynsmyndighederne skal føre tilsyn med, at institutternes valg af kapitalgrundlag er tilstrækkeligt til at dække deres risici samt motivere institutterne til at optimere den interne risikostyring og kontrol. Søjle 3 omfatter krav til institutterne om offentliggørelse af mere detaljeret information om risici, kapitalstruktur og -dækning, risikostyring osv. Herved skabes større gennemsigtighed, hvorved markedsdisciplinen forventes skærpet.

Baselkomiteens første forslag til revision af de gældende kapitaldækningsregler fra 1988 blev offentliggjort i 1999 og har været fulgt op af

¹ Baselkomiteen, der har sekretariat i Bank for International Settlements, BIS, blev oprettet i 1975 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet. Komiteen har repræsentanter fra følgende lande: Belgien, Canada, Frankrig, Holland, Italien, Japan, Luxembourg, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA.

² Baselkomiteen, *International Convergence of Capital Measurement and Capital standards: a Revised Framework*. Dokumentet findes på www.bis.org.

³ Commission, Proposal for directives of the European Parliament and of the Council, Re-casting Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions, COM (2004) 486 final.

tre konsultationer og dataindsamlinger. Det har således været en lang proces, hvor bl.a. resultaterne fra de tre forløbne dataindsamlinger har givet anledning til væsentlige ændringer af anbefalingerne. Baselkomiteen har siden tredje konsultationspapir i april 2003 udskudt reglernes ikrafttrædelse fra 2007 til 2008 for de institutter, som vil benytte de avancerede metoder til opgørelse af minimumskapitalkravet for kreditrisici og operationelle risici. Institutterne skal i det ekstra år omfattes af de nuværende regler, men parallelt lave beregninger efter de avancerede metoder. Det er endnu uvist, hvorvidt EU vil benytte samme tilgang.

Som noget nyt indgår alene ikke-forventede tab i beregningen af minimumskapitalkravet under de interne rating-metoder, mens de forventede tab dækkes af institutternes hensættelser. Hensættelser udover de forventede tab vil i et vist omfang kunne medregnes i basiskapitalen¹. Omvendt mindskes basiskapitalen, hvis hensættelserne er mindre end de forventede tab.

Basel II sigter mod samme globale kapitalniveau som under de gældende regler på ikrafttrædelsestidspunktet, men vil give større spredning i institutternes kapitalkrav som følge af forskelle i risikoprofiler. De seneste dataindsamlinger peger på, at bl.a. det ændrede beregningsgrundlag medfører, at målsætningen om uændret globalt kapitalniveau ikke kan overholdes. På den baggrund forventes minimumskapitalkrav for kreditrisici opgjort med de interne rating-metoder opjusteret.

¹ Med virkning fra 1. januar 2004 er betegnelse for ansvarlig kapital ændret til basiskapital i dansk lovgivning.

Falske pengesedler

Maria Carlsen og Johanne Dinesen Riishøj, Sekretariatet

INDLEDNING

Siden foråret 2004 er der fundet en del vellignende falske 100-kronesedler, der også har efterligninger af de nyeste sikkerhedselementer. Hvor de fleste falske sedler er lavet ved hjælp af en printer, er disse falske 100-kronesedler fremstillet ved brug af en trykpresse. Det er første gang i ca. 15 år, at der er afsløret trykte falske danske sedler. De falske 100-kronesedler er især fundet i Københavnsområdet.

Trods den aktuelle sag er falskmøntneri stadig af begrænset omfang i Danmark. I 2003 blev der fundet 1.239 falske sedler i omløb. Det direkte økonomiske tab udgjorde i alt 456.500 kr. svarende til 8 øre pr. indbygger i Danmark.

FORHOLD AF BETYDNING FOR OMFANGET AF FALSKE SEDLER

Falske pengesedler fundet i cirkulation indebærer et økonomisk tab for de virksomheder eller personer, der uforvarende har taget imod dem, og mange falske sedler i omløb kan skabe mistillid til penge. Et sikkert pengevæsen er af væsentlig betydning for et velfungerende samfund, hvorfor centralbanker arbejder på at vanskeliggøre vellignende efterligninger. Dette sker ved at holde en høj kvalitet af de cirkulerende sedler og ved at udvikle sedlernes sikkerhedsniveau.

Kendskab til sedlernes udseende og sikkerhedselementer er også en væsentlig faktor for omfanget af falskmøntneri. Jo flere der ved, hvordan man skelner en ægte seddel fra en falsk, desto sværere er det at bruge falske sedler. I kampen mod falskmøntneri lægger Nationalbanken derfor vægt på at gøre befolkningen fortrolig med sedlernes udseende og sikkerhedselementer.¹

Falskmøntneres reproduktionsteknologi er i de senere år blevet billigere og lettere at få adgang til. Hvor fremstilling af falske sedler for 10-15 år siden krævede helt særligt udstyr, som var dyrt og svært tilgængeligt, kan der i dag med almindelige scannere og farveprintere uden store

¹ Dette sker bl.a. via Nationalbankens hjemmeside, www.nationalbanken.dk – Sedler og Mønter, via husstandsdelte foldere og via gratis postkort tilgængelige på caféer, i biografer og lignende.

omkostninger produceres falske pengesedler, der ved første øjekast er forholdsvis vellignende. Farveprintere indgår ofte i salget af en pc. I 2003 havde 79 pct. af alle danske husstande en pc.¹

Det er ikke alene kvaliteten af sedlerne, der bestemmer omfanget af falskmøntneri. Politiets efterforskning og opklaring af sager med falske sedler har også betydning for, hvor mange falske sedler der produceres og distribueres. Omfanget af falskmøntneri afhænger tillige af det kriminelle miljø i landet. Er det kriminelle netværk stort, vil der være flere til at sprede falske sedler.

Falskmøntneri, forsøg på samme eller medvirken hertil straffes med op til 12 års fængsel i Danmark, hvilket er en af straffelovens højeste strafferammer. Selv udgivelse af nogle få falske sedler giver normalt ubetinget fængsel.

FALSKE DANSKE PENGESEDLER

Som nævnt er der siden foråret 2004 fundet en række falske 100-kronesedler, der er relativt vellignende. Hvor falske danske sedler typisk er printet, er disse falske 100-kronesedler trykte, og også de nye sikkerhedselementer, hologram og fluorescerende farver, er efterlignet. De falske 100-kronesedler ser ved første øjekast ægte ud, men vippes de falske sedler, bliver det tydeligt, at vinduestråden ikke skifter farve. Holdes de falske 100-kronesedler op mod lyset ses det, at den skjulte sikkerhedstråd mangler, at vinduestråden ikke er gennemgående i sedlens højde, og at vandmærket kun er svagt antydnet som et tryk på sedlens bagside. Desuden er der ikke "liv" i de falske sedlers hologram, og nogle af hologrammets motiver, fx noderne, mangler. De falske sedler er trykt i svagere farver end de ægte. Det svagere tryk får også portrættet af Carl Nielsen til at fremstå anderledes. Opdager man en seddel med svagere farver, bør man undersøge den nærmere. Mens nogle sikkerhedselementer er godt efterlignet på de falske 100-kronesedler, er andre dårligt gengivet. Sagen illustrerer vigtigheden af at have flere forskellige sikkerhedselementer at rette opmærksomheden mod.

Falske danske sedler i omløb

Antallet af falske danske pengesedler fundet i omløb er steget markant gennem de seneste ti år. Hvor antallet af falske cirkulerende pengesedler i midten af 1990'erne var ca. 100 pr. år, er der i de senere år fundet over 1.000 falske pengesedler pr. år. I 2003 blev der fundet 1.239 falske

¹ For en uddybning af teknologi til og indsats mod falskmøntneri henvises til Ulrik Bie og Sebastian Gabel (2002), Falske sedler, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Den ægte...

Vinduestråd

Skjult sikkerhedstråd



... og den falske

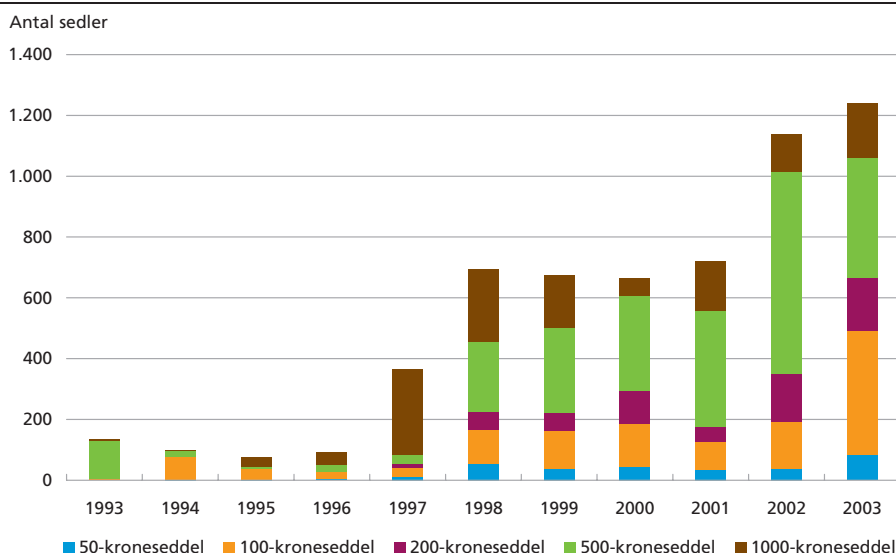


Når en dansk pengeseddel holdes op mod lyset skal en ellers skjult sikkerhedstråd blive synlig og vinduestråden skal samles til et ubrudt bånd, se øverste billede. Dette er to blandt flere metoder til at kontrollere, om en seddel er ægte og afslører bl.a. de falske 100-kronesedler, der er fundet siden foråret 2004.

danske sedler i cirkulation. Det tilsvarende tal for 1. halvår 2004 er 557 sedler. De fleste falske sedler bliver afsløret i detailhandelen eller i pengeinstitutter, men nogle få falske sedler bliver fundet og taget ud af omløb, når de kommer til Nationalbanken, hvor alle sedler på et tidspunkt ender.

FALSKE DANSKE PENGESEDLER FUNDET I OMLØB

Figur 1



Kilde: Rigspolitiet.

De fleste cirkulerende falske sedler har en væsentlig kortere levetid end de ægte sedler. Da falske sedler ikke cirkulerer på samme måde som ægte, er andelen af falske sedler ikke konstant. Det er derfor ikke muligt at opgøre en præcis risiko for at få en falsk seddel i hånden. Et overvurderet, men ofte anvendt skøn over risikoen opnås ved at sætte antallet af falske sedler pr. år i forhold til antallet af sedler i omløb. Et sådant skøn for Danmark viser, at der i 2003 blev fundet 9 falske sedler for hver mio. ægte sedler. Dette skøn anvendes ofte til at sammenligne omfanget af falske sedler mellem lande.

100- og 500-kronesedlerne er de mest forfalskede sedler i omløb, jf. figur 1. Det er givetvis en afvejning mellem risiko og gevinst, der ligger til grund for falskmøntnerens valg af seddelstørrelse. 500-kronesedlen har gennem mange år været den mest kopierede danske pengeseddel på grund af dens hyppige anvendelse og relativt høje købekraft. I 2003 var der også en del forfalskninger af 100-kronesedlen. 100-kronesedlen er formentlig attraktiv at forfalske, fordi sedlen er meget anvendt og sjældent studeres nøje ved modtagelse.

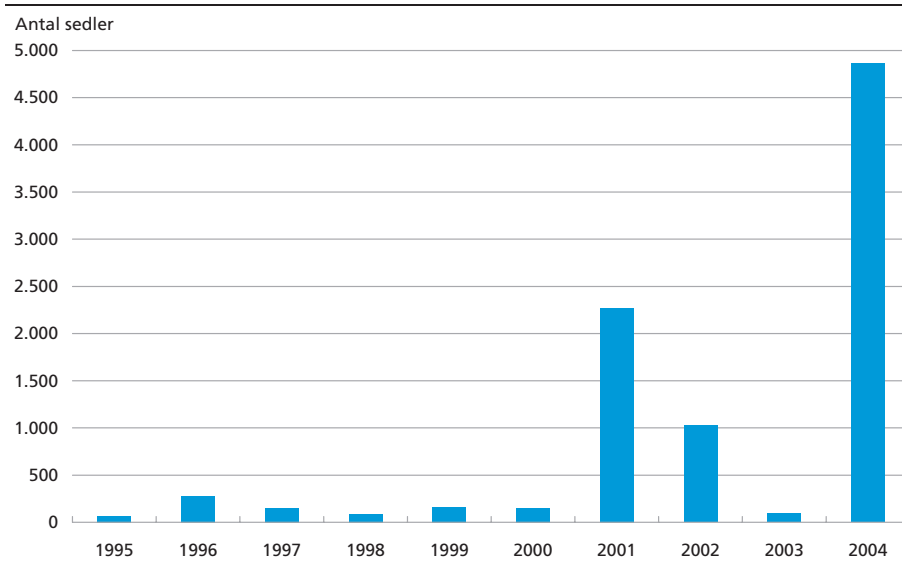
De personer og virksomheder, der uforvarende tager imod falske penge, lider et direkte økonomisk tab, som i 2003 udgjorde i alt 456.500 kr. svarende til 8 øre pr. indbygger i Danmark.

Beslaglagte falske danske pengesedler

Ud over falske sedler, der tages ud af omløb, beslaglægger politiet i opklaringsarbejdet falske sedler, som ikke har cirkuleret. Sådanne be-

BESLAGLAGTE FALSKE DANSKE PENGESEDLER

Figur 2



Anm.: Tallet for 2004 er til og med april 2004.

Kilde: Nationalbanken og Rigspolitiet.

slaglagte falske pengesedler resulterer ikke umiddelbart i et økonomisk tab for samfundet, men udgør en potentiel trussel, inden de konfiskeres. Antallet af beslaglagte falske danske sedler varierer kraftigt fra år til år afhængigt af opklaringsstidspunkt for større sager, jf. figur 2.

Det høje antal beslaglagte sedler i 2004 skyldes bl.a. en sag fra Vordingborgområdet, hvor 3.500 falske 1000-kronesedler blev beslaglagt i starten af året. 1000-kronesedlen har gennem de sidste mange år været den seddeltype, der hyppigst afsløres som falsk uden at komme i cirkulation. Sedlen er attraktiv at forfalske på grund af dens høje værdi, men sværere at sætte i omløb, da mange undersøger en 1000-kroneseddel nøje ved modtagelse.

Sikkerhedselementer på pengesedler

Nationalbanken arbejder løbende på at sikre pengesedlerne bedst muligt mod forfalskninger og har i dette arbejde valgt at lægge sig op ad den europæiske seddelstandard. Danske pengesedler er således af bomuldspapir og har foruden de klassiske sikkerhedselementer vandmærke, vinduestråd med farveskift, tykt farvelag og skjult sikkerhedstråd også fået hologram og fluorescerende farver.¹ De nye sikkerhedselementer gør det vanskeligere at forfalske sedlerne. Sikkerhedselementerne ses ved at vippe sedlen, holde den op mod lyset og ved at føle på den.

¹ 50- og 1000-kronesedlen vil først blive opgraderet i løbet af det kommende år.

I Danmark er pengesedler uden de nye sikkerhedselementer stadig gyldige, men udskiftes med opgraderede sedler, når de er slidte. Nationalbanken har valgt at lade ikke-opgraderede sedler forblive i omløb, fordi der er omkostninger forbundet med at udskifte sedler, der ikke er slidte, og fordi falskmøntneri stadig er af begrænset omfang i Danmark. Bliver problemet med forfalskninger af ikke-opgraderede sedler stort, er der mulighed for at inddrage sedler uden de nye sikkerhedselementer hurtigere end i dag og evt. efter varsel at gøre dem ugyldige. Der er dog ikke tradition for at ugyldiggøre seddelserier i Danmark. Alle seddelserier udstedt efter 1945 ombyttes til pålydende i Nationalbanken. Gamle seddelserier, dvs. sedler fra før 1997, er ikke længere alment kendt og er dermed sværere at bruge og forfalskes derfor ikke.

Andre lande, først og fremmest Australien, har indført pengesedler af plastik.¹ En fordel ved plastiksedler er, at det er sværere og dyrere for menigmand at lave gode efterligninger. Sikkerhedselementer på plastiksedler adskiller sig på nogle punkter fra sikkerhedselementer på papirsedler og et meget anvendt sikkerhedselement er et klart, gennemsigtigt vindue. I vinduet er der ofte præget et motiv, som kan variere med seddelstørrelsen. Plastiksedler kan ligesom sedler af papir have kobbertryk, mikroskrift og fluorescerende farver, mens velkendte sikkerhedselementer som vandmærke og skjult sikkerhedstråd ikke kan laves lige så godt på plastiksedler som på sedler af papir. Plastiksedlerne har i stedet et såkaldt skyggebillede, der minder om et vandmærke, som er skabt ved at give sedlen forskellig gennemsigtighed. Antallet af falske australske sedler i omløb faldt efter overgangen til plastiksedler, så Australiens omfang af falskmøntneri i 2003 var på niveau med det danske.²

BEKÆMPELSE AF FALSKMØNTNERI

En kombination af flere forskellige sikkerhedselementer vanskeliggør fremstilling af falske sedler, da det ikke er alle sikkerhedselementer, der bliver gengivet lige godt på falske sedler. Plastiksedler, som i Australien, kan ligeledes besværliggøre menigmands fremstilling af falske sedler. Uanset sedlernes materiale er en vedvarende udvikling af sikkerheden nødvendig for hele tiden at gøre det så svært som muligt at efterligne pengesedler. Nationalbanken følger udviklingen nøje og arbejder løbende på at vanskeliggøre forfalskning af danske sedler.

Opklaringsarbejdet varetages af politiet. Får man en falsk seddel i hænde, skal den indleveres på den lokale politistation sammen med

¹ Bl.a. New Zealand, Thailand og Rumænien har helt eller delvist indført plastikpengesedler.

² Jf. Reserve Bank of Australia (2001), *Polymer Notes and the Meaning of Life*, og Reserve Bank of Australias hjemmeside: www.rba.gov.au.

oplysninger om, hvornår og hvordan man modtog sedlen. I internationalt regi sker bekæmpelse af falskmøntneri i samarbejde med Interpol og Europol.

KONKLUSION

Sedlernes sikkerhedsniveau og kvalitet, befolkningens kendskab til sedlernes udseende og sikkerhedselementer, strafferammen, det kriminelle netværks størrelse og politiets indsats er alle forhold, der har betydning for omfanget af falskmøntneri. Det er med andre ord samspillet mellem flere faktorer, der forklarer antallet af falske sedler i et land.

Antallet af falske danske sedler i omløb er steget de senere år, men falskmøntneri er fortsat et begrænset problem i Danmark. I 2003 blev der fundet 1.239 falske sedler i cirkulation.

Med den teknologiske udvikling har falskmøntneri gennem de seneste 10 år ændret karakter fra at være en specialiseret form for kriminalitet til at kunne udføres af menigmand. Den fortsatte teknologiske udvikling stiller høje krav til bekæmpelse af falskmøntneri. Efterforskere i falskmøntneri skal hele tiden forstå den nye teknologi, og offentligheden skal kende sedlerne og deres sikkerhedselementer. En vedvarende indsats mod falskmøntneri er nødvendig for at sikre, at tilliden til penge-sedler bevares.

Nationalbankens omkostninger ved skibsstøtte

Peter Jayaswal, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Gennem tiden har Nationalbanken deltaget i støtte til forskellige erhverv. Det afspejler, at bankens rolle tidligere blev opfattet mere bredt end nu. Der var tillige større tiltro til virkningen af direkte erhvervsstøtte. Bl.a. rentestøtteordninger til finansiering af skibe har haft et stort omfang, og i det følgende gives et skøn for Nationalbankens omkostninger ved disse ordninger.

Nationalbanken deltog i 1960-61 i oprettelsen af Danmarks Skibskreditfond, og fra 1964 frem til 1995 overtog banken fondens obligationer på særlige vilkår, hvor overtagelseskursen typisk var højere end markedskursen. Det var især tilfældet frem til 1986, hvor ordningerne ændrede karakter.

Det er vanskeligt at opgøre de eksakte omkostninger ved ordningerne, da de ikke fremgår af bankens regnskab for alle årene. En præcis opgørelse kræver historiske oplysninger om kurser og mængder, som typisk ikke mere er til stede. Ud fra dels regnskabsoplysninger, dels oplysninger om historiske renter og udlånsomfang kan der imidlertid gives et godt skøn over omkostningerne.¹

På den baggrund må det skønnes, at Nationalbankens omkostninger ved at overtage skibskreditobligationerne til pari i perioden 1964-95 har været i omegnen af 12 mia.kr. I 2003-priser svarer det til 33 mia.kr. Reelt var det perioden frem til 1986, som var omkostningstung for Nationalbanken. Da Nationalbankens overskud efter henlæggelser tilfalder staten, er statens indtægter reduceret svarende til bankens omkostninger.

Ud over omkostninger ved overtagelse af obligationerne til pari, er der også omkostninger i forbindelse med førtidige indfrielse på den såkaldte indeksordning. Lånene kan indfries til pari, og Nationalbanken skal tilbagelevere de underliggende obligationer. Disse omkostninger kan groft skønnes til foreløbigt 0,6 mia.kr.

¹ Fremstillingen og beregningerne er baseret på årsberetninger fra Danmarks Skibskreditfond og Danmarks Nationalbank i perioden 1961-2000 samt *Dansk pengehistorie*, bind 4, af Richard Mikkelsen, 1993.

Nationalbankens omkostninger til skibsstøtte giver langt fra et komplet billede af støtteomfanget, og det er ikke forsøgt at opgøre de samfundsøkonomiske virkninger af ordningerne. Det kan dog konstateres, at trods de forskellige støtteordninger er en række skibsværfter nedlagt, og værftsindustriens betydning for dansk økonomi er mindsket ganske betydeligt. Denne tendens er også set i andre europæiske lande.

NATIONALBANKENS INVOLVERING I OPRETTELSEN AF DANMARKS SKIBSKREDITFOND

Tanken om et kreditforeningssystem for skibsbelaaning opstod allerede i begyndelsen af 1900-tallet i forlængelse af udbygningen af kreditforeningssystemet i det forrige århundrede. Det var dog først i løbet af 1959-60, at det for alvor blev en realitet efter flere mislykkede forsøg.

Nationalbanken havde interesse heri, da banken ønskede at blive frigjort for genbelåningsarrangementer vedrørende skibskreditter, dvs. at pengeinstitutterne kunne genbelåne skibspantebreve i Nationalbanken. I 1960 afskaffede Nationalbanken genbelåningen af skibspantebreve og genindførte obligationsbelaaning. Det gav bankerne et likvidetsproblem, som kunne løses ved oprettelse af et obligationsudstedende institut.

Rederne havde selv sagt også en interesse heri, og regeringen ønskede også et institut til finansiering af skibe ud fra beskæftigelses- og valutamæssige hensyn. De interesserede grupper blev enige om oprettelsen af en skibskreditfond, og den 6. juni 1961 blev *Danmarks Skibskreditfond* stiftet som en selvejende institution af bl.a. Nationalbanken.

Fonden ydede lån mod pant i skibet og finansierede lånene ved obligationer med en pålydende rente på 6 pct. Lånene blev ydet på almindelige markedsvilkår, dvs. hvis markedrenten var højere end obligatio-

GARANTIKAPITALEN I DANMARKS SKIBSKREDITFOND

Tabel 1

Mio.kr.	Af den oprindelige garantikapital	Forhøjet i 1965 med 80 mio.kr.	Forhøjet i 1969 med 60 mio.kr.	Forhøjet i 1975 med 90 mio.kr.	Forhøjet i 1978 med 30 mio.kr.
Danmarks Nationalbank ..	10	30	42	63	63
Pengeinstitutter	20	50	70	105	135
Rederier	4	16	26	39	39
Værfter.....	4	18	33	49,5	49,5
Forsikringsselskaber	2	6	9	13,5	13,5
I alt	40	120	180	270	300

Kilde: Danmarks Skibskreditfond.

nens pålydende rente, havde låntager et kurstab og dermed en højere effektiv rente end 6 pct.

Det økonomiske grundlag bestod af en garantikapital på 40 mio.kr., hvoraf Nationalbanken indskød 10 mio.kr. Garantikapitalen er siden udvidet som følge af stigende udlånsaktivitet, og i dag er garantikapitalen på 300 mio.kr., jf. tabel 1.

RENTESTØTTEORDNING PÅ SKIBSFINANSIERING

Den stigende rente i 1960'erne betød, at den effektive rente på fondens lån kom op på 8-9 pct. Det medførte et pres for at afbøde virkningerne heraf, da skibsstøtte i form af rentetilskud og statsgaranti var udbredt i andre lande.

I efteråret 1963 blev der på regeringens foranledning introduceret nye obligationslån, hvor den pålydende rente fortsat var 6 pct., men pengeinstitutterne købte obligationerne til pari. Til gengæld kunne pengeinstitutterne belåne obligationerne til samme lave rente i Nationalbanken, der således bar omkostningen. Finansieringsordningen kunne anvendes ved indenlandske og udenlandske ordrer til *danske værfter*.

I efteråret 1965 ændredes ordningen, så Nationalbanken overtog obligationerne til pari. Fra juli 1970 blev obligationerne noteret på Københavns Fondsbørs og solgt videre af Nationalbanken til markedskurs.

Ordningen blev det bærende element i finansieringen af skibe, og udlånsreglerne blev løbende justeret, så de var i overensstemmelse med de i OECD og EF aftalte vilkår for finansiering af skibe med hensyn til minimumsrente, belåningsgrad og afdragsperiode.¹ Lånene blev derfor også kaldt for *OECD-lån*.

Hjemmemarkedsordningen

I 1977 indførte flere værftslande særlige gunstige finansieringsvilkår for hjemlige rederier ved byggeri i hjemlandet. Det gjorde det vanskeligt for danske værfter at opnå ordre fra udenlandske rederier. Derfor indførtes i efteråret 1977 en *hjemmemarkedsordning*, som var en udvidet låneordning for danske rederier, der valgte nybygninger ved danske værfter eller værfter i andre EF-lande.

Hjemmemarkedsordningen gav *danske rederier* mulighed for at opnå 10-årige lån på op til 80 pct. af byggesummen til OECDs minimumsrente for skibsf finansiering, som på daværende tidspunkt var 8 pct. Det betød

¹ En årsag til at rentestøtte blev det bærende element frem for fx direkte statsstøtte kan skyldes den stigende indenlandske rente i forhold til udlandet i perioden frem til begyndelsen af 1980'erne. Det var også tilfældet for andre erhverv, fx støtte til industri, landbrug og fiskeri via de såkaldte *K-lån* fra 1977, som gav erhvervene mulighed for at optage lavtforrentede, kurssikrede udlandslån. Generelt var støtteordninger til forskellige erhverv udbredt i mange lande.

en obligationsrente på 7,5 pct. og administrations- og risikogebyrer til Danmarks Skibskreditfond på 0,5 pct.¹

Udenlandske rederiers byggeri ved danske værfter kunne finansieres med 7-årige lån på op til 70 pct. af byggesummen og ligeledes til en rente på 8 pct. inkl. administrations- og risikogebyrer.

Ved begge låneordninger overtog Nationalbanken fortsat obligationerne til pari.

Ved andre finansieringsbehov, fx danske rederiers byggeri på udenlandske værfter uden for EF tilbød Danmarks Skibskreditfond også lån, men obligationerne blev solgt på markedsvilkår. Denne låneaktivitet var ubetydelig, og så godt som alle obligationer udstedt af Danmarks Skibskreditfond var omfattet af ovennævnte ordninger, hvor Nationalbanken overtog obligationerne til pari.

I de efterfølgende år blev ordningerne løbende justeret for dels at være i overensstemmelse med gældende internationale regler, dels at imødekomme yderligere ønsker om støtte. Fx blev der fra slutningen af 1978 mulighed for at forlænge løbetiden på lån under hjemmemarkedsordningen til 14 år med de første fire år som afdragsfrie. Både løbetid og afdragsfriheden blev senere ændret igen.

Værftspakken

Som følge af en fortsat svag ordreindgang til danske skibsværfter gennemførtes i 1986 en række supplerende støtteforanstaltninger, også kaldet *værftspakken*.

Danmarks Skibskreditfond fik mulighed for at udstede *indeksobligationer* til finansiering af indekslån, hvor der var sat en overgrænse for låntagerens forpligtelse til at udrede indeksreguleringen. Låntageren kunne vælge en rente på 2,5 pct. eller 4 pct. og skulle maksimalt betale 5,5 pct. efter indeksering. Ved en indeksregulering ud over henholdsvis 3 pct. og 1,5 pct. dækkede staten. Obligationerne var fritaget for realrenteafgift, og Nationalbanken overtog obligationerne til pari som i tilfældet med de nominelle obligationer.

Med indeksfinansieringen blev størsteparten af subsidieringen flyttet fra Nationalbanken over til staten. Støtten ændrede karakter fra kurstab for Nationalbanken og dermed indirekte omkostning for staten via lave overskudsoverførsler til manglende skatteindtægter og en i lånenes løbetid ukendt omkostning for staten til indeksreguleringen.

¹ Administrations- og risikogebyret bidrog til Danmarks Skibskreditfonds konsolidering og betød, at Nationalbankens tab var større end forskellen mellem OECDs mindsterente for skibsfinansiering og markedsrenten. Bidraget lå mellem 25 og 50 basispoint for lån givet i perioden 1963-84. I marts 1984 blev det fjernet for nye lån, og obligationens kuponrente blev lig OECDs mindsterente for skibsfinansiering.

Hjemmemarkedsordningen fortsatte, men mistede betydning og ophørte ved udgangen af 1988, da næsten al låneaktivitet fandt sted under *indeksordningen*. Danmarks Skibskreditfond fik i 1986 endvidere mulighed for at yde lån i visse af Nationalbanken fastsatte valutaer på samme rente- og afdragsvilkår som lånene i kroner. Denne ordning kaldtes også for *terminsordningen*.

Overgang til direkte statslig støtte og swapordningen

I 1993 blev de hidtidige subsidier i skibsfinansieringen erstattet af en direkte statslig støtte, der svarede til det tilladte støtteomfang inden for EU. Støtten var en udbetaling på op til 9 pct. af kontraktprisen og kunne udbetales som ét beløb ved skibets aflevering eller fordelt over lånets løbetid. Oprindeligt gjaldt ordningen for kontrakter indgået i 1993 og 1994, men ordningen ophørte først ved udgangen af 2000.

Med den direkte statslige støtteordning ophørte indeksordningen, som dels indebar en ukendt fremtidig forpligtelse for staten, dels havde mistet sin subsidieværdi som følge af det markante rentefald i 1993. De sidste udbetalinger af lån under indeksordningen fandt sted i 1995.

Da redernes indtjening ofte er i dollar, var det et ønske at kunne låne i dollar. I forbindelse med indeksordningen blev reders fordelagtige lån i betydeligt omfang "solgt" videre til finansielle institutioner. Dermed blev støtten kapitaliseret, og skibet kunne genbelånes i dollar.

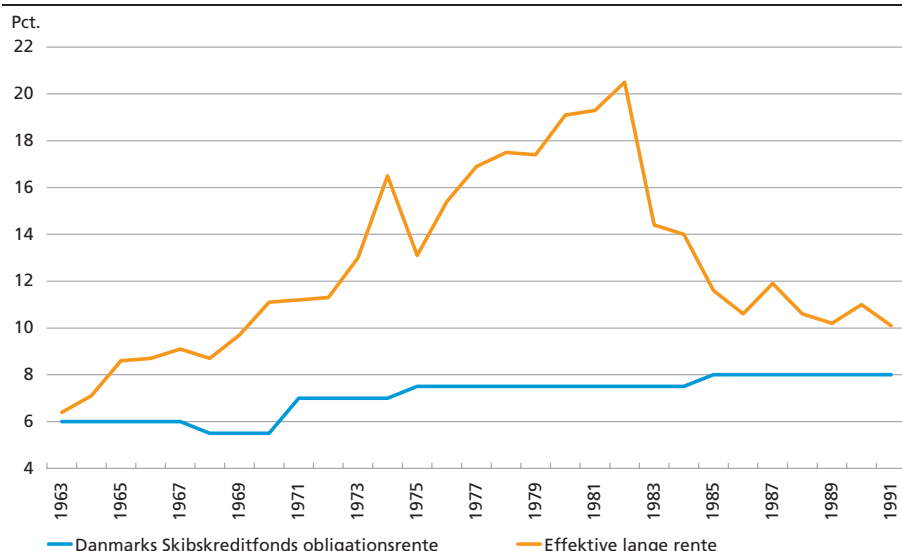
For at give Skibskreditfonden mulighed for at yde lån i dollar, gav Nationalbanken tilsagn om at overtage obligationerne til markedskurs med henblik på videresalg til markedet, samt at banken i en begrænset periode medvirkede til fondens udlån i dollar ved indgåelse af valuta-swaps. Dermed kunne fonden finansiere dollarlån med udstedelse af kroneobligationer uden valutakursrisiko. Lånerenten i dollar blev fastsat til den såkaldte CIRR-rente.¹ Tilsagnet var midlertidigt og gjaldt for kontrakter indgået i 1993 og 1994 med levering af skib senest tre år efter. Denne ordning kaldes også for *swapordningen*.

Tilsagnet bortfaldt som planlagt for kontrakter indgået efter 1994, og Nationalbanken har ikke siden været involveret i støtte til skibsfinansiering. Der er dog stadig mulighed for førtidige indfrielse, jf. senere, og det sidste engagement med Danmarks Skibskreditfond udløber senest i 2012.

¹ CIRR-renten er en OECD-rente, der fastlægges for en måned ad gangen ud fra forrige måneds gennemsnit af statspapirrenten tillagt 1 procentpoint og gælder med en halv måneds forsinkelse. Renten offentliggøres for tre løbetider: 0-5 år, 5-8½ år og derover. Den CIRR-rente, der skal benyttes, fastlægges ud fra løbetiden på lånet.

OBLIGATIONS- OG MARKEDSRENTEN

Figur 1



Anm.: Figuren viser obligationens kuponrente, da det er den relevante rente for Nationalbankens omkostning ved ordningen. Typisk var låntagerens rente mellem 25-50 basispoint højere som følge af administrations- og risikogebyrer til Danmarks Skibskreditfond. Bidraget blev for nye lån fjernet i marts 1984, og herefter var obligationens kuponrente lig OECDs mindsterente for skibsfinansiering.

Kilde: Danmarks Skibskreditfond, Danmarks Statistik og egne beregninger.

NATIONALBANKENS OMKOSTNINGER VED OVERTAGELSE AF OBLIGATIONERNE TIL PARI

Et gennemgående element i støtteordningerne til skibsfinansiering har været Nationalbankens overtagelse af obligationerne til pari. Det har givet Nationalbanken et kurstab, da markedsrenten har været højere end Danmarks Skibskreditfonds udlånsrente, jf. figur 1.

Efter 1986 er forskellen mellem markedsrenten og udlånsrenten mindre relevant som udtryk for Nationalbankens omkostning, da der næsten udelukkende blev udstedt indeksobligationer, der typisk havde en markedskurs tættere på pari end nominalobligationerne.

I marts 1984 indførtes et provisionsbidrag til Nationalbanken på 5 pct. af den nominelle obligationsværdi for de af Nationalbanken overtagede obligationer, hvilket reducerede bankens omkostninger. Provisionen blev båret af Danmarks Skibskreditfond.

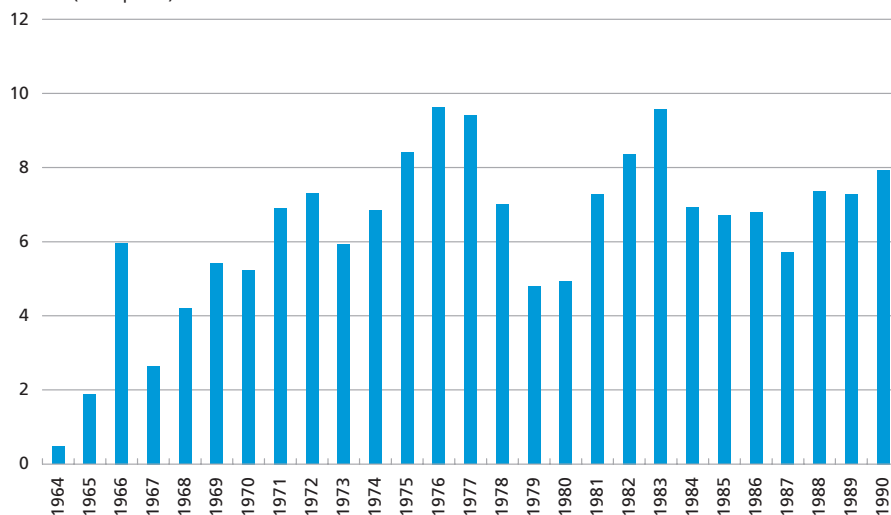
I 1990 blev overtagelsesprovision imidlertid suspenderet. Baggrunden var bl.a., at Skibskreditfonden var blevet skattepligtig.

Overtagelsesprovisionen blev genindført i 1992 for at finansiere en udskydelse af aftrapningen af indeksordningen. Provisionen var på 5 pct. af den nominelle obligationsværdi for de af Nationalbanken overtagede indeksobligationer gældende for årene 1993-95. Provisionsbeløbet måt-

UDBETALTE LÅN I OBLIGATIONSSERIER OMFATTET AF STØTTEORDNING

Figur 2

Mia.kr. (2003-priser)



Kilde: Danmarks Skibskreditfond og egne beregninger.

te dog højest udgøre 100 mio.kr. i hvert af disse år og skulle kunne rummes inden for Danmarks Skibskreditfonds overskud i de enkelte år.

Udover forskellen mellem markedsrenten og udlånsrenten afhang Nationalbankens omkostninger ved overtagelse af obligationerne til pari også af udlånsomfanget. Udbetalte lån under støtteordningen var af betydeligt omfang, jf. figur 2.

Kvantificering af omkostningen ved overtagelse af obligationerne

Omkostningen ved, at Nationalbanken overtog skibskreditobligationerne til pari, kan for perioden 1974-95 læses ud af Nationalbankens årsberetninger. I disse opgørelser er modregnet den overtagelsesprovision, banken modtog i nogle af årene.

I 1963 var der endnu ikke udbetalt lån under støtteordningen. For perioden 1964 og frem til 1973 findes der ingen opgørelse over omkostningerne ved støtteordningen. De kan imidlertid beregnes tilnærmet ved brug af forskellen mellem obligationernes pålydende rente og markedsrenten, varigheden samt det udbetalte beløb i obligationsserierne i det pågældende år.¹

Indførslen af mindsterenten ved kursgevinstloven i 1986 medførte en ændring i aftalen fra 1965 om Nationalbankens overtagelse af nominelle skibskreditobligationer til pari.

¹ Beregningsmetoden er uddybet i appendiks.

NATIONALBANKENS KURSTAB VED OVERTAGELSE AF OBLIGATIONER TIL PARI Tabel 2

Mio.kr.	Årets priser	2003-priser
1964	2	18
1965	20	165
1966	78	600
1967	43	306
1968	66	434
1969	129	825
1970	185	1.109
1971	263	1.490
1972	300	1.595
1973	342	1.661
1974	312	1.314
1975	295	1.136
1976	599	2.116
1977	776	2.467
1978	613	1.771
1979	491	1.294
1980	658	1.544
1981	1.413	2.967
1982	2.246	4.283
1983	1.510	2.693
1984	752	1.262
1985	362	580
1986	171	264
1987	189	281
1988	-393	-559
1989	-483	-656
1990	584	772
1991	312	403
1992	463	586
1993	-24	-30
1994	-3	-4
1995	-4	-4
I alt	12.267	32.686

Anm.: I de år hvor Nationalbanken modtog en overtagelsesprovision, er det modregnet kurstabet. Fra 1987 og frem er Nationalbankens løbende rentebidrag til Danmarks Skibskreditfond medtaget i udgiften.

Kilde: Perioden 1964-73 er egne tilnærmede beregninger. Perioden 1974-95 er fra Nationalbankens årsberetninger i samme periode.

Det blev aftalt, at Danmarks Skibskreditfond kunne udstede obligationer, der opfyldte det gældende mindsterentekrav for fritagelse for kursgevinstbeskatningen. Når mindsterenten oversteg fondens udlånsrente, betalte Nationalbanken løbende renteforskellen til Danmarks Skibskreditfond. Omkostningen blev udgiftsført i forbindelse med overtagelsen af obligationerne og er medregnet i opgørelsen af kurstabet.¹

¹ Det betød i praksis, at fonden udstedte 9 pct. obligationer med en debitorrente på 8 pct., da det var henholdsvis mindsterenten og fondens udlånsrente på daværende tidspunkt. Dermed blev kurstabet for Nationalbanken mindre, da kurstabet på en såkaldt sortstemplet 8 pct. obligation i forhold til markedsrenten ville have været større end kurstabet på en blåstemplet 9 pct. obligation i forhold til markedsrenten. Den løbende rentebetaling fra Nationalbanken til Danmarks Skibskreditfond blev således kompenseret af et lavere kurstab. En obligation der overholder mindsterentekravet kaldes blåstemplet og er fritaget for kursgevinstbeskatning. Obligationer der ikke overholder kravet kaldes sortstemplet og er ikke fritaget for kursgevinstbeskatning.

Tabel 2 viser Nationalbankens kurstab ved overtagelse af skibskreditobligationer til pari i forhold til markedskursen.

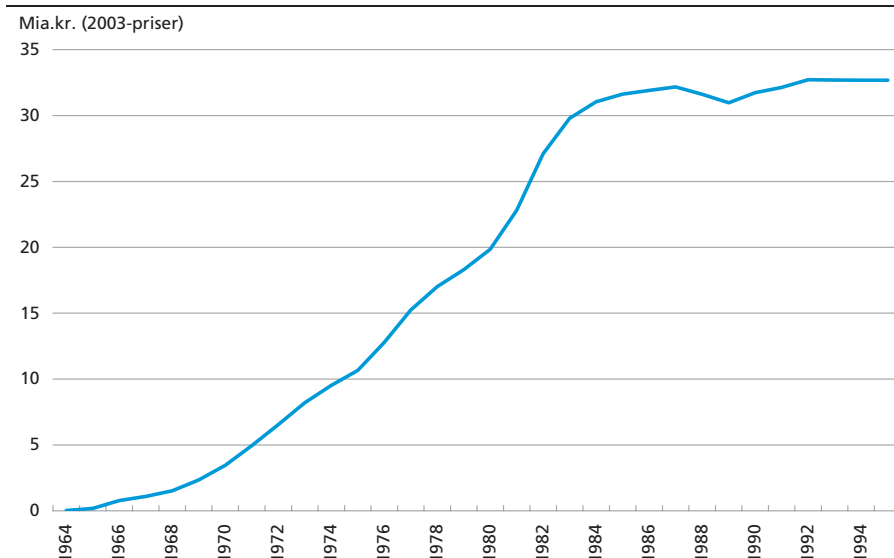
Frem til midten af 1980'erne var kurstabene ved overtagelse af obligationerne stigende og betydelige. Det skyldtes dels omfanget af låneudbetalinger, dels at den høje markedsrente i forhold til udlånsrenten medførte et væsentligt kurstab på de enkelte låneudbetalinger. Fra 1984 og frem til 1989 blev kurstabet reduceret med overtagelsesprovisionen og igen i 1993 og 1995.

I 1988 var der en indtægt på 393 mio.kr. i forhold til en udgift året før på 189 mio.kr. Det skyldtes dels overtagelsesprovisionen, men især at der næsten kun blev udstedt indeksobligationer efter værftspakken i 1986. Indeksobligationerne blev overtaget til pari ligesom nominalobligationerne, men hvor overtagelsen af nominalobligationerne var forbundet med et kurstab, lå en del af indeksobligationerne over pari og var således forbundet med en kursgevinst. De højere kurser på indeksobligationerne var en konsekvens af, at de var fritaget for realrenteafgift.

I 1989 var der ligeledes en indtægt på overtagelser af indeksobligationer, men i 1990 var der igen en udgift. Det skyldtes især en markant rentestigning på indeksobligationer, som indebar, at kurserne faldt kraftigt fra over til under pari. Desuden blev overtagelsesprovisionen suspenderet i 1990.

AKKUMULEREDE OMKOSTNINGER VED OVERTAGELSE AF OBLIGATIONER
TIL PARI OPGJORT I 2003-PRISER

Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Herefter svingede udgifterne lidt i takt med omfanget af låneudbetalinger og kursudviklingen på indeksobligationer.

Samlet har Nationalbankens udgifter til overtagelse af skibskreditobligationer været knap 12,3 mia.kr. i perioden 1964-95, svarende til 33 mia.kr. i 2003-priser. Udgifterne har primært fundet sted frem til 1986, jf. figur 3.

OMKOSTNINGER VED FØRTIDIGE INDFRIELSER PÅ INDEKSORDNINGEN

Ved overtagelsen af indeksobligationerne forpligtede Nationalbanken sig til, at lånene kan førtidsindfries til pari. I tilfælde af førtidige indfrielse skal Nationalbanken tilbagelevere de underliggende obligationer. Hvis det ikke er muligt at levere obligationerne, kan der oprettes en såkaldt forskrivning, hvor Nationalbanken indtræder i debtors og statens samlede forpligtelser over for obligationsejerne og dækker de fremtidige ydelser på obligationen. Hvis det på et senere tidspunkt viser sig fordelagtigt at købe de underliggende obligationer på markedet, kan den indgåede forskrivning annulleres.

Det er meget vanskeligt at opgøre omkostninger ved førtidige indfrielse til pari. Ved *levering* af obligationerne svarer omkostningen til forskellen mellem markedskursen og pari efter indeksering. Ved en *forskrivning* kendes omkostningen ikke før udløb af lånet, da den fremtidige indeksering er ukendt.

Siden 1997 har debitorerne indfriet 150 lån til i alt 11,5 mia.kr. indekseret. I 29 tilfælde har Nationalbanken leveret de underliggende obligationer ved indfrielsen. Tabet ved disse indfrielse har været omkring 160 mio.kr.

Det har ikke været muligt at opgøre omkostningen på de øvrige førtidige indfrielse. Hvis omkostningen på de øvrige indfrielse opgøres, som var de underliggende obligationer blevet leveret, svarer udgiften til 0,6 mia.kr. Der er stadig mulighed for førtidige indfrielse og dermed omkostninger på ordningen.

OMKOSTNINGER VED SWAPORDNINGEN

Under swapordningen overtog Nationalbanken obligationerne til markedskurs. Lånerenten var imidlertid fastlåst til den "forsinkede" CIRR-rente i en periode med stigende rente. Desuden er CIRR-renten et gennemsnit af mere risikofrie statspapirrenter tillagt 1 procentpoint. Det kan afvige fra markedspræmien for likviditets- og kreditrisikoen på skibslån i forhold til statslån. Det er således svært at vurdere, hvad rentestøtten har været i forhold til en markedrente.

Lånene under swapordningen kan førtidsindfries, og som for indeksordningen er Nationalbanken forpligtet til at levere de underliggende obligationer eller oprette en forskrivning. Ved førtidige indfrielse modtager Nationalbanken nutidsværdien af lånet i dollar beregnet ved den aktuelle CIRR-rente.

Det har ikke været muligt at opgøre omkostningerne ved swapordningen, men de har formentligt været af begrænset omfang. Der er stadig mulighed for førtidige indfrielse på ordningen.

AFRUNDNING

Nationalbankens omkostninger til skibsstøtte, og dermed indirekte statens via lavere overskudsoverførsler, giver langt fra et komplet billede af de samfundsøkonomiske gevinster og omkostninger.

I efteråret 1983 kom en redegørelse om skibsstøttens samfundsøkonomiske virkninger. Der var dog ikke nogen klar konklusion om støttens omfang i forhold til virkningen på værditilvæksten og beskæftigelsen. Det fremgik, at Nationalbankens kurstab i 1982 udgjorde 37 pct. af produktionsværdien.¹

Det kan konstateres, at trods de forskellige støtteordninger er en række skibsværfter nedlagt, og værftsindustriens betydning for dansk økonomi er mindsket ganske betydeligt. Denne tendens er også set i andre europæiske lande.

¹ *Dansk pengehistorie*, bind 4, af Richard Mikkelsen, 1993.

APPENDIKS: UDDYBNING AF BEREGNING AF KURSTAB

For perioden 1964-73 findes der ingen opgørelse over Nationalbankens omkostninger ved at overtage obligationerne til pari. De kan imidlertid beregnes tilnærmet ved brug af forskellen mellem obligationernes pålydende rente og markedsrenten, varigheden samt det udbetalte beløb i obligationsserierne i det år.¹

Lånene er oprindeligt lavet som serielån med bagvedliggende stående obligationer med forskellig løbetid. Der findes ikke opgørelser over udbetalte lån i obligationsserierne fordelt på løbetid. I stedet er varigheden beregnet ved at det samlede lån i serierne er fordelt ud som serielån over en løbetid, som svarer til den gældende løbetid for det år, lånene er udbetalt. Løbetiden på lånene varierede mellem 7 og 8 år og renten mellem 5,5 og 7,5 pct. i perioden. Der er derfor anvendt en varighed på mellem 3,5 og 4 år.

I perioden 1964-73 modtog Nationalbanken ingen overtagelsesprovision, og der var heller ikke mulighed for afdragsfrihed. Det forenkler beregningen af omkostningerne i perioden.

Det er ikke muligt at adskille det udbetalte lånebeløb i obligationsserierne i lån under og uden for støtteordningen. Sidstnævnte udgjorde imidlertid en ubetydelig andel. Det fremgår af årsberetningerne fra Danmarks Skibskreditfond og ved en sammenligning af udbetalte lån i figur 2 med overtagne obligationer til pari offentliggjort i Nationalbankens årsberetninger for perioden 1967-77.

¹ (Obligationens kuponrente – Markedsrenten) x Udbetalte lånebeløb x Kronevarighed.

Dansk pengeefterspørgsel 1980 – 2002

Allan Bødskov Andersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I den økonomiske litteratur har pengeefterspørgselsfunktioner tiltrukket sig betydelig opmærksomhed. Det skyldes ikke mindst, at i den klassiske monetære teori er udbuddet af penge helt uelastisk, hvorfor pengeefterspørgslen alene bestemmer valutakurser, rente og inflation.

Pengemængden består hovedsagelig af seddel- og møntomløb samt indlån i danske pengeinstitutter. I en lille åben økonomi som den danske, med faste valutakurser og frie kapitalbevægelser, kan den pengepolitiske myndighed ikke styre pengemængden, og pengemængden indgår ikke i de pengepolitiske overvejelser. Alligevel er det af interesse at følge udviklingen, herunder analysere om den danske pengemængde udvikler sig i overensstemmelse med almindeligt accepterede hypoteser. I den europæiske pengepolitik tillægges udviklingen i pengemængden en væsentlig rolle, idet Den Europæiske Centralbank, ECB, har fastlagt en referenceværdi for den årlige vækst i det brede pengemængdemål M3 for euroområdet på 4½ pct.¹

I den følgende analyse af danske forhold identificeres en "underliggende" eller "strukturel" pengeefterspørgsel, hvilket er den pengemængde, der efterspørges på længere sigt, når den faktiske pengemængde har haft tid til at tilpasse sig den ønskede pengemængde. Ved at sammenligne den faktiske pengemængde med den underliggende kan man få en indikation af, i hvilken retning pengemængden vil tilpasse sig på lidt længere sigt. Fremadrettet er det desuden af interesse at analysere længerevarende afvigelser fra det underliggende niveau, idet det kan være tegn på, at den underliggende trend måske har ændret sig. Et eksempel på dette kan være, hvis lovgivningen omkring långivning ændres, jf. nedenfor.

¹ For en beskrivelse af ECBs pengepolitiske strategi henvises til ECB (2004).

Den danske pengeefterspørgsel er tidligere analyseret af bl.a. Christensen og Jensen (1987) og Hansen (1996). Førstnævnte opstillede en model for pengeefterspørgslen, hvor denne afhang af et skalamål for transaktionsomfanget og et udtryk for alternativomkostningen ved at holde penge, målt som forskellen mellem indlånsrenten og en lang obligationsrente. Afkastet på udenlandske investeringer vil som hovedregel også have betydning for den efterspurgte pengemængde, og dette porteføljeargument ledte endvidere til inkludering af den tyske pengemarkedsrente og D-mark afkastet.

Hansen (1996) fandt, at denne relation 10 år efter den først blev opstillet stadig var en rimelig beskrivelse af pengemængden. Analysen blev desuden udført i en eksplicit cointegrationsramme. Samme ramme anvendes i et nyt studie, jf. Andersen (2004). Hovedresultaterne herfra gennemgås i det følgende med vægt på den økonomiske tolkning.

Det konkluderes, at pengeefterspørgslen kan beskrives i en lidt simple form i dag, men de tidligere identificerede mekanismer synes stadig gyldige på de danske data. Valutaafkastet og den tyske rente er ikke længere signifikante i den langsigtede relation for den danske pengemængde. Det kan tillægges de senere års øgede troværdighed omkring den danske fastkurspolitik, der har reduceret volatiliteten i den danske eurokurs til en brøkdel af tidligere tiders niveauer og medført konvergens mellem danske og tyske renter.

DATAMATERIALET I ANALYSEN

Der analyseres kvartalsdata for årene 1980-2002 (1980q1-2002q4). Perioden adskiller sig fra de to tidligere studier, der startede i 1975q1. Imidlertid er den nyeste revision af pengemængdetallene ikke ført længere tilbage end til 1980. Der fokuseres på pengemængdebegrebet M2, idet M3 fluktuerer uhensigtsmæssigt meget i slutningen af perioden.¹ Fluktuationerne i M3 skyldes et teknisk forhold, idet visse realkreditobligationer med kort restløbetid i relation til pengemængden opgøres ud fra deres oprindelige løbetid.²

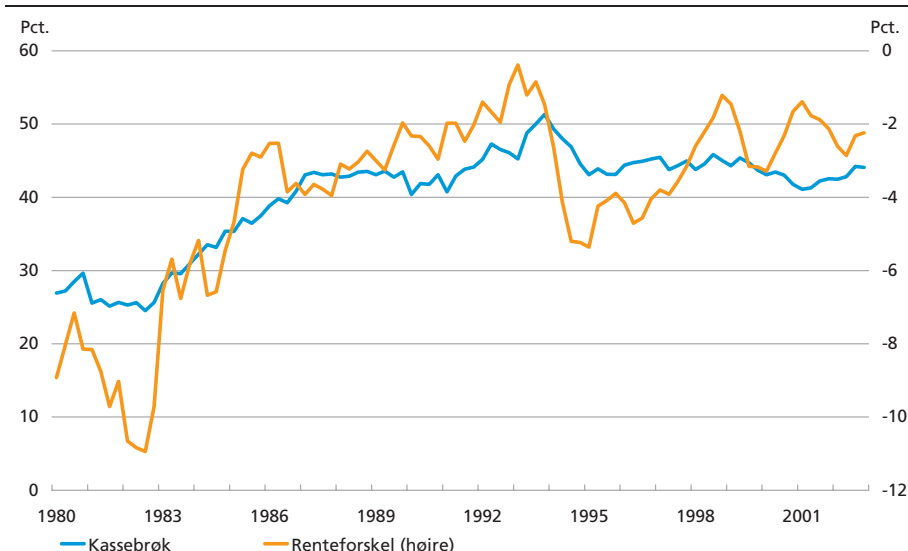
Som skalamål for transaktionsomfanget anvendes Danmarks Statistiks sæsonkorrigerede opgørelse af den indenlandske efterspørgsel i henhold til nationalregnskabet. De anvendte renteserier og valutakurs er kvartalsvise gennemsnitsværdier.

¹ De mest anvendte pengemængdemål benævnes M1, M2 og M3. M1 betegner seddel- og møntomløb og indlån på anfordring. M2: M1 plus tidsindsud med løbetid på op til to år plus kortere indlån med opsigelsesvarsel. M3: M2 plus gældsinstrumenter med oprindelig løbetid på til og med to år plus re-
poforretninger.

² Udviklingen i de forskellige pengemængdebegreber er belyst i Boks 3 i Seneste økonomiske og monetære udvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2003.

KASSEBRØK OG RENTEFORSKEL

Figur 1



PENGEEFTERSPØRGSLEN

Den basale kvartalsvise sammenhæng, der søges modelleret, kan illustreres ved at sammenholde kassebrøken M/Y og renteforskellen $r^{\text{dif}} = r^{\text{ind}} - r^{\text{obl}}$, hvor r^{ind} er pengeinstitutternes gennemsnitlige indlånsrente, r^{obl} er den 10-årige statspapirrente, M er den nominelle pengemængde $M2$, og Y er den nominelle indenlandske efterspørgsel. Sammenhængen er vist i figur 1.

Den stigende tendens i kassebrøken fra 1983 til 1994 var pænt ledsaget af indsnævring i renteforskellen. Udvidelsen af renteforskellen i 1994-98, der skyldes fald i den korte rente, var ledsaget af et fald i kassebrøken, mens den efterfølgende indsnævring frem mod 1999 ikke rigtigt afspejledes i kassebrøken, der stort set lå fladt. Der kan være flere umiddelbare forklaringer på dette forløb. Danmarks fastkurspolitik vandt troværdighed i årene efter EMS sammenbruddet i 1993, og det danske rentespænd til Tyskland blev indsnævret. Renterne faldt i den korte ende, mens de lange renter fulgte mere gradvist med ned i perioden 1995-98. Med andre ord var det relativt dyrt at holde penge i den periode, idet afkastet på alternative lange placeringer var højt sammenlignet med korte indskud. Når det ikke afspejledes fuldt ud i kassebrøken i perioden, kan det skyldes, at investorer måske opfattede de lave korte renter som temporære, og derfor ikke omgjorde deres porteføljeinvesteringer umiddelbart.

En supplerende forklaring kan være, at pengeefterspørgslen blev holdt oppe af liberaliseringen af realkreditlovgivningen i starten af 1990'erne. Den gav inden for de generelle lånegrænser mulighed for optagelse af tillægslån mod sikkerhed i fast ejendom uanset formål. Imidlertid er transaktionsomkostningerne i forbindelse med optagelse af sådanne lån ret betydelige, bl.a. på grund af afgifter, hvorfor det i mange tilfælde er fornuftigt at låne større beløb end det umiddelbare behov. Dette øger alt andet lige indskud på anfordring og dermed pengemængden.

Mens kassebrøken fortsatte det ret konstante forløb, har renteforskellen sidst i perioden været mere volatil, især i forbindelse med rentestigninger i især den korte ende i perioden med kortvarigt valutauro som følge af krisen i Rusland i 1998, samt euroafstemningen i 2000.

Tidligere analyse

I Hansen (1996) udtrykkes pengeefterspørgslen mere generelt som

$$M = M(Y, r^{\text{ind}}, r^{\text{obl}}, r^*, S),$$

hvor r^* er den korte tyske pengemarkedsrente og S er eurokursen. r^* og S inkluderes for at fange effekterne af alternative placeringsmuligheder end lange danske obligationer.¹ Idet afkastet af placering i Tyskland kan skrives som $(1+r^*)(S/S_{-1})$, kan en estimering tage udgangspunkt i

$$m = \beta_0 + \beta_1 y + \beta_2 r^{\text{ind}} + \beta_3 r^{\text{obl}} + \beta_4 r^* + \beta_5 \Delta s, \quad (1)$$

hvor $m = \ln M$, $y = \ln Y$ og $s = \ln S$.² Hansen (1996) fandt at denne relation var en rimelig beskrivelse af pengeefterspørgslen.

Det bemærkes, at sammenhængen opstilles i nominelle termer, hvor der i litteraturen ofte fokuseres på pengeefterspørgslen i reale termer, cf. Goldfeld og Sichel (1990) og Sriram (2001). Statistiske tests støtter imidlertid en analyse for Danmark i nominelle termer, jf. Andersen (2004).

RESULTATER

Relationen (1) er udgangspunkt for den aktuelle økonometriske analyse. Den udføres som beskrevet i Andersen (2004) inden for rammerne af en

¹ Ind- og udlændinges euroindskud i Danmark medregnes i M_2 , men udgør under 5 pct. og antages ikke at dominere udviklingen i M_2 .

² Valutaafkastet i (1) er den kvartalsvise log-ændring omregnet til årlige afkast. Derved undgås overlappende observationer i den statistiske analyse, men til gengæld er tidsrækken relativt mere volatil.

såkaldt cointegreret vektor autoregressiv model (VAR), jf. Johansen (1996). Dog medtages r^{dif} i modellen frem for r^{ind} og r^{obl} særskilt.

Analysen leder til følgende frie estimat på den langsigtede pengeefterspørgselsrelation:¹

$$m_t = \beta_0 + 0,84 y_t + 4,7 r_t^{dif} - 3,4 r_t^* - 0,51 \Delta s_t. \quad (2)$$

(0,15) (1,6) (1,4) (0,65)

Alle variabler indgår med de forventede fortegn. Fx vil en stigning i indlånsrenten på 1 procentpoint isoleret set medføre en stigning i pengeefterspørgslen på ca. 4½ pct. Valutaafkastet er som den eneste insignifikant udfra de asymptotiske standardafvigelse.

Statistiske tests på VAR-systemet leder til, at den endelige langsigtsmodel kan skrives som²

$$m_t = \beta_0 + y_t + 6,5 r_t^{dif}. \quad (3)$$

(0,92)

Til forskel fra tidligere analyser kan det dermed ikke afvises, at valutakurs og tyske renter samlet set er insignifikante i den langsigtede sammenhæng. I lighed med tidligere findes en pengeefterspørgselselasticitet med hensyn til transaktionsomfanget på 1. I forhold til den frie estimation i (2) er koefficienten til r^{dif} steget og er stærkt signifikant.

Faktiske og estimerede værdier for pengemængden for henholdsvis den langsigtede sammenhæng og den samlede model inkl. kortsigtsdynamik er vist i figur 2 og 3. Figur 2 angiver, at tilpasningen til den langsigtede sammenhæng kan være træg i perioder. Specielt lå den faktiske pengemængde over modellens bud i perioden 1993 til 1998. Den korte rente faldt kraftigt i perioden 1993-95, mens den lange rente fulgte mere gradvist med ned fra 1995 til 1998, hvorefter forskellen mellem indskudsrente og obligationsrente var tilbage på niveauet fra sidst i 1980'erne, jf. også figur 1 og tilhørende diskussion. Man valgte at holde penge, selv om det var relativt dyrt, og det fanger den langsigtede relation ikke. En supplerende forklaring kan være øget appetit på likvide midler udfra et forsigtighedsmotiv efter krisen i EMS systemet i 1993.

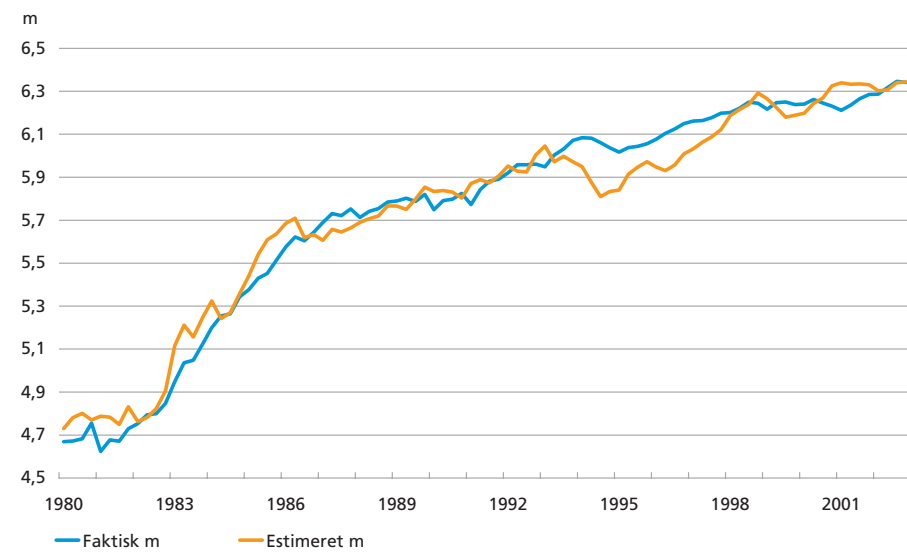
Figur 3 viser, at når den estimerede kortsigtsdynamik inddrages, ligger den estimerede pengemængde tæt på den faktiske igennem hele den betragtede periode. Det bemærkes, at med et lag i den initiale VAR er

¹ Normaliseret på m. Asymptotiske standardafvigelse i parentes.

² Desuden findes, at y og r^{dif} er svagt eksogene med hensyn til parametrene i (3), samt at kernevariablerne til beskrivelsen af pengeefterspørgslen, y og r^{dif} , samlet er signifikante. Endelig findes, at m ikke er svagt eksogen med hensyn til langsigtsparametrene i ligningerne for y og r^{dif} . Samlet understøtter disse tests, at (3) beskriver en pengeefterspørgsel. Se Andersen (2004) for yderligere detaljer.

FAKTISK OG ESTIMERET PENGEMÆNGDE I LANGSIGTS RELATION

Figur 2

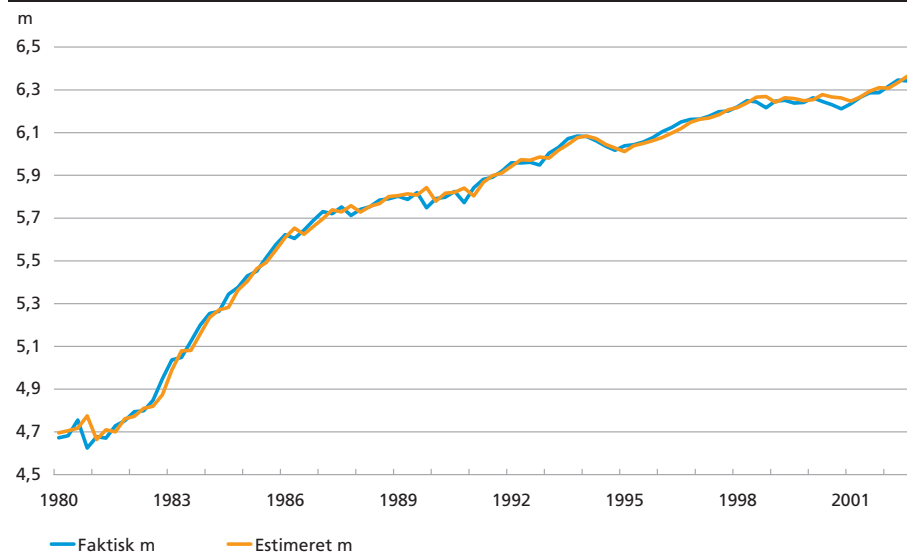


den eneste kortsigts dynamik i modellen afvigelser fra langsigts relationen (3). Det indebærer, at fejlkorrektionen er betydelig i modellen.

Sammenlignet med de tidligere studier er det bemærkelsesværdigt, at modellen i (3) er simplere. Det uddybes yderligere lidt i næste afsnit, hvor der ses på modellens stabilitetsegenskaber.

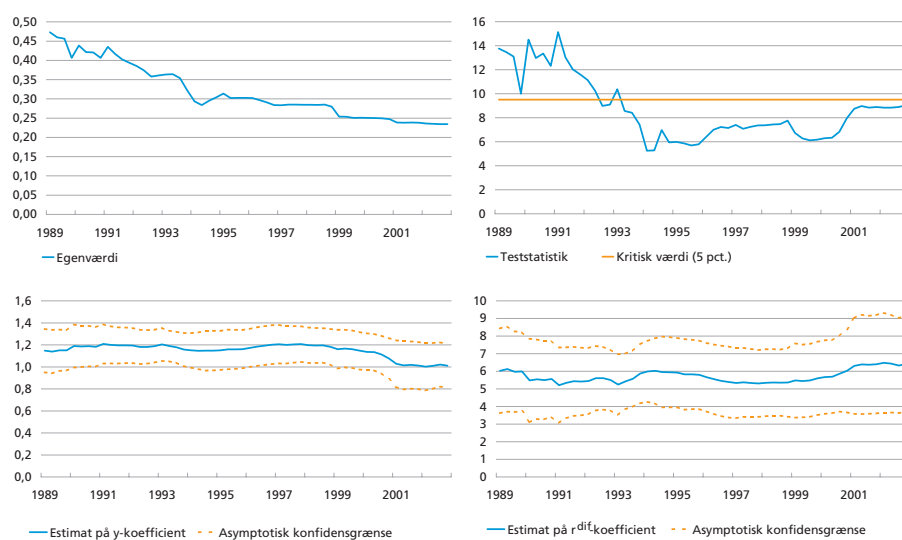
FAKTISK OG ESTIMERET PENGEMÆNGDE INKL. KORTSIGTS DYNAMIK

Figur 3



REKURSIV ESTIMATION

Figur 4



Stabilitetsegenskaber

Der ses først på stabiliteten af egenværdien hørende til den langsigtede relation med den frie estimation, dvs. ligning (2). Fortolkningen af (kvadratroden til) egenværdien er en såkaldt kanonisk korrelation: Jo højere egenværdi, des stærkere er sammenhængen. Rekursive estimer, dvs. egenværdien genberegnet successivt ved gradvis forøgelse af samplet, er vist øverst til venstre i figur 4.

Det fremgår, at langsigtsammenhængen gradvist bliver svagere, dog med et mere konstant forløb sidst i perioden. Det er nyttigt at tolke dette resultat i sammenhæng med figuren øverst til højre, der angiver rekursive skøn på teststatistikken for hypotesen om, at tyske renter og valutaafkast er insignifikante. Det fremgår, at i perioden frem til 1993 har disse variabler en signifikant (på 5 pct. signifikansniveau) forklaringsgrad på pengemængden, men ikke længere frem i perioden. Det medvirker til den mindre kraftige sammenhæng i dag i forhold til tidligere i samplet.

En mulig forklaring på resultatet er, at med de senere års forankrede inflationsforventninger, lave valutakursvolatilitet og øgede integration på kapitalmarkederne opstår der ikke længere meget store forskelle i opfattelsen af afkastmulighederne i Danmark og Tyskland. I den situation vil afkastet på investeringer i Tyskland i højere grad samvariere med afkastet i Danmark. Dette underbygges også af de senere års rentekonvergens mellem Danmark og Tyskland. Konsekvensen er, at tyske renters

forklaringsgrad med hensyn til den danske pengeefterspørgsel er faldet, idet variationen i de tyske renter i den sidste del af stikprøven fanges af variationen i de danske renter.

At valutaafkastet ikke er signifikant kan også være en konsekvens af troværdigheden om Danmarks fastkurspolitik. Den danske euro-valutakurs er ikke længere en afgørende risikofaktor ved investorernes beslutning om porteføljens sammensætning på danske og tyske værdipapirer. Mere teknisk svarer det til, at de senere års beskedne variation og konstante forløb i valutakursen gør, at denne ikke længere har forklaringsgrad i forhold til pengemængden, der har en positiv trend.

Et oplagt spørgsmål er, om modellen lider af et strukturelt brud i 1993. Dette belyses i de nederste figurer i figur 4, der angiver rekursive estimater i specifikationen med frie estimater på koefficienterne til y og r^{dif} og uden r^* og Δs . De rekursive estimater er vist med $\pm$ to gange asymptotiske standardafvigelse. Der er ikke voldsomme problemer med ustabile parametre. Dog bemærkes, at koefficienten til y falder fra et gennemsnit omkring 1,2 til ca. 1 allersidst i perioden, mens koefficienten til r^{dif} stiger lidt med lidt udvidede konfidensbånd. Det skyldes formentligt, at renteforskellen indsnævres som følge af især stigninger i den korte rente, der afkom af eksogene hændelser som gældskrisen i Rusland og euroafstemningen i 2000.

Misspecifikationstest

Resultaterne af testene er givet i Andersen (2004). De forskellige misspecifikationstests tyder umiddelbart på, at modellens statistiske egenskaber ikke er de bedste. En nærmere analyse afslører dog, at modellens statistiske egenskaber kan forbedres kraftigt ved at inkludere to dummy-variabler, der korrigerer for et par outliers i starten af 1980'erne. Desuden er der tegn på en mindre grad af sæsonmæssig variation i de estimerede residualer frem til ca. 1987, der kan elimineres ved at inkludere sæson-dummy variabler i modellen. Med disse tilføjelser består modellen alle misspecifikationstests.

Fælles for disse forhold er dog, at inkluderingen af dummy-variablerne stort set ikke ændrer de estimerede koefficienter, ligesom resultaterne af de forskellige hypotesetests undervejs giver samme konklusioner. Desuden skal det nævnes, at den foretrukne model beskrives med kun fire parametre, hvilket anses som en styrke. Da modellen fremadrettet kan anvendes til at sammenligne det estimerede strukturelle niveau for pengemængden med den faktiske udvikling, anses det for fordelagtigt ikke at korrigere for samtlige afvigelse fra standardforudsætningerne, men i stedet bevare så mange frihedsgrader i systemet som muligt. Det taler for modellen uden dummy-variabler.

KONKLUSION

Estimeringen af pengeefterspørgslen inden for rammerne af en cointegreret VAR model viser overordnet, at den danske pengemængde stadig udvikler sig i overensstemmelse med almindeligt accepterede hypoteser. Modellen giver generelt en rimelig statistisk beskrivelse af data, dog tyder forskellige misspecikationstests på, at kortsigtdynamikken stadig kan forbedres. Den største forskel i forhold til Hansen (1996) ligger i, at tysk rente og valutaafkast ikke længere er signifikante. Det fortolkes som et tegn på, at det inflations- og valutakursmæssige stabile miljø i de senere år har skabt en høj grad af homogenitet i afkastforventningerne, hvorfor tysk rente og euro-valutaafkastet ikke længere har forklaringsgrad i forhold til den danske pengemængde.

LITTERATUR

Andersen, Allan Bødskov (2004), Money Demand in Denmark 1980 – 2002, Danmarks Nationalbank, *Working Paper* No. 18.

Christensen, Anders Møller og Hugo Frey Jensen (1987), Den Danske Pengeefterspørgsel 1975 – 1986, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* nr. 2.

ECB (2004), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank.

Goldfeld, Stephen M. og Daniel E. Sichel (1990), The Demand for Money, i B. Friedman og F. Hahn (ed.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 1, Elsevier Science Publishers.

Hansen, Niels Lynggård (1996), Pengeefterspørgslen i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august.

Johansen, Søren (1996), *Likelihood Based Inference on Cointegration in the Vector Autoregressive Model*, Oxford University Press, Oxford.

Peseran, M. Hashem, Yongcheol Shin og Richard Smith (2000), Structural Analysis of Vector Error Correction Models with Exogenous I(1) variables, *Journal of Econometrics*, Vol. 97.

Sriram, Subramanian S. (2001), A Survey of Recent Empirical Money Demand Studies, *IMF Staff Papers*, Vol. 47, No 3.

Kapitalens rolle i banker

Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Banker¹ har en særlig rolle i samfundsøkonomien, og de er derfor i modsætning til andre erhvervsvirksomheder underlagt en omfattende regulering, hvor kapitalkrav er et væsentligt element. Kapitalkrav er krav til størrelsen og sammensætningen af den ansvarlige kapital. Bankernes kapitalkrav bygger på internationale standarder fastlagt af Baselkomiteen². Komiteen har i de senere år arbejdet med at etablere nye kapitaldækningsregler for bankerne³. I det følgende forklares den særlige rolle, kapitalen har i banker, herunder betydningen for bankernes rolle som formidlere af kredit, samt hvorfor det er nødvendigt at have særlige krav til bankernes kapital. Endvidere ses der på forventede konsekvenser af de nye kapitaldækningsregler for bankerne.

BANKERS KAPITALSTRUKTUR OG KAPITALENS ROLLE

Kapitalstrukturen i en virksomhed udtrykker, hvorledes virksomhedens aktiver er finansieret ved hjælp af egenkapital og fremmedkapital. Figur 1 viser den gennemsnitlige kapitalstruktur i forskellige brancher i Danmark. Det ses, at andelen af egenkapital er forskellig fra branche til branche, og at banker har en væsentlig lavere egenkapitalandel end ikke-finansielle virksomheder. Dette skyldes, at bankers primære opgave er at modtage indlån og videreudlåne. Indtjenings- og forretningsomfang er derfor knyttet til såvel størrelsen som den relative fordeling af posterne på balancen.

Figur 2 viser kapitalstrukturen i bankerne. Det fremgår, at der er væsentlig forskel i sammensætningen af passiverne mellem de tre grupper. Indlån udgør en væsentlig større andel af de samlede passiver i de mindre banker end i de store bankkoncerner.⁴

¹ I denne artikel behandles banker, men mange af de berørte forhold gælder for pengeinstitutter generelt.

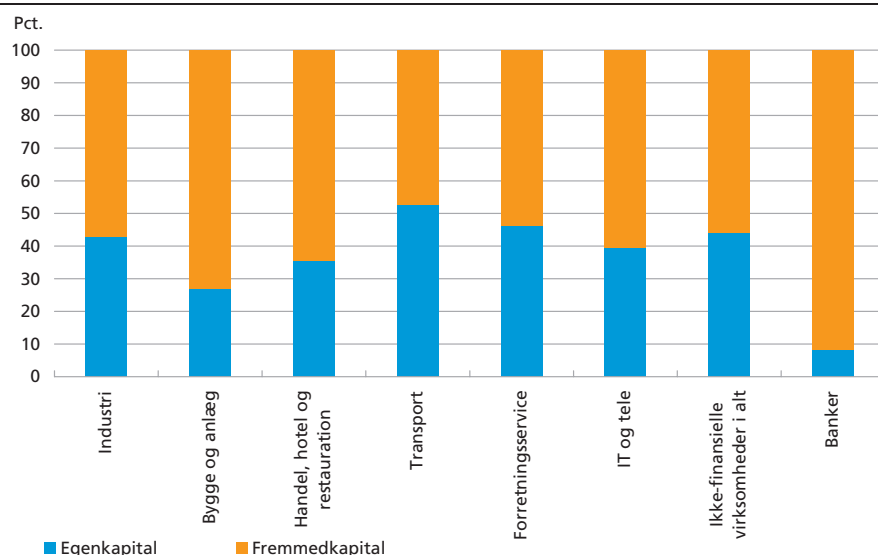
² Baselkomiteen, der har sekretariat i Bank for International Settlements, BIS, blev oprettet i 1974 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet.

³ Borup og Lykke (2003).

⁴ For en nærmere gennemgang af sammensætningen af bankernes kapital, henvises til Bundgaard og Hyldahl (2002).

BRANCHEFORDELT KAPITALSTRUKTUR FOR DANSKE VIRKSOMHEDER

Figur 1



Anm.: Der anvendes et vægtet gennemsnit af kapitalstrukturen. Virksomheder med en balancesum under 50.000 kr. er udeladt af beregningerne. Kernekapitalen anvendes som udtryk for egenkapitalen i bankerne.

Kilde: Købmandsstændens Oplysningsbureau og årsregnskaber for pengeinstitutterne.

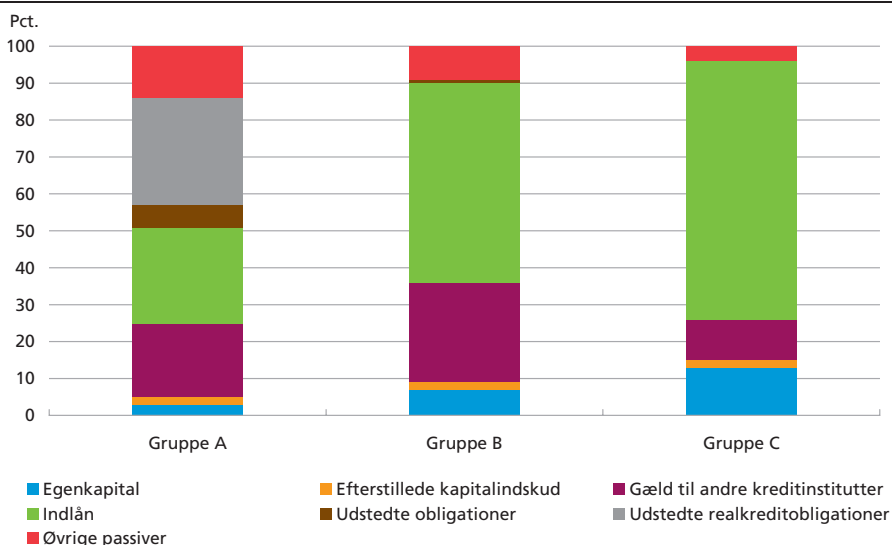
Den centrale funktion for banker er at modtage indskud og yde udlån. Indskuddene kan normalt hæves uden videre eller med kort varsel, mens udlånene reelt har en væsentlig længere løbetid. Bankerne løber en risiko for, at låntagerne ikke er i stand til at tilbagebetale lånene (dvs. kreditrisiko), mens indskyderne i princippet løber en risiko for, at banken går ned, inden indskuddene er blevet hævet. Den sidstnævnte risiko er imidlertid søgt begrænset på flere måder, fx ved, at bankerne er underlagt offentligt tilsyn, der er etableret indskydergarantiordninger, og der er krav om, at bankernes egenkapital skal være over en nærmere fastlagt grænse. Bankernes indtjening består af rentebetalinger på udlån¹ fratrukket rentebetalinger på indskud mv. og omkostninger. Egenkapitalen er residualaflønnnet og bærer derfor den driftsmæssige risiko fx ved faldende indtjening. Forrentningen skal derfor på længere sigt overstige forrentningen af korte risikofrie finansielle aktiver og vil normalt stige, jo lavere egenkapitalandelen er.

Bankerne har stordriftsfordele ved analyse og informationsindsamling af kreditrisikoen på låntagerne. Endvidere opnår bankerne risikospredning ved at udlåne til en lang række låntagere, hvilket reducerer risikoen på de samlede udlån i forhold til en situation, hvor den enkelte ind-

¹ For at forenkle problemstillingen er der ikke taget hensyn til afkast af fondsbeholdningen, gebyrer mv.

KAPITALSTRUKTUR I DANSKE BANKER

Figur 2



Anm.: Gruppe A betegner bankkoncerner med realkredit- og bankaktiviteter på balancen, gruppe B de større danske pengeinstitutter og gruppe C de mindre danske pengeinstitutter, se Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet* 2003, side 91.

Kilde: Årsregnskaber.

låner selv skulle investere i virksomhederne. Da banken har indlån fra mange forskellige individer, begrænses risikoen på denne finansieringskilde. Da indlånerne endvidere er dækket af indskydergaranti,¹ er den rente, de accepterer på deres indskud, lav og overstiger ikke den såkaldte risikofrie rente, som er den rente, der opnås ved at investere i et risikofrit finansielt aktiv med kort løbetid. Som det fremgår af boks 1 nedenfor, vil fremmedkapitalindskydere i ikke-finansielle virksomheder øge deres krav til forrentningen, hvis gældens andel af den samlede balance bliver for stor. Dette er ikke tilfældet for bankernes private indlånere. Som følge af indskydergarantien og det forhold, at det er særdeles vanskeligt for den enkelte indlåner at vurdere risikoen på bankernes drift, er indlånsrenten stort set uafhængig af, hvor stor en andel gælden udgør af den samlede balance i banken.

I USA er bankernes egenkapital i forhold til balancen siden etableringen af de første banker i 1860'erne faldet fra et niveau på over 50 pct. til omkring 5 pct. før indførelsen af de risikobaserede kapitalkrav i 1990, se Berger et al. (1995). De største fald i egenkapitalandelen er sket i forbindelse med reguleringstiltag som fx under den økonomiske krise i 1930'erne, hvor der som følge af de mange banklukninger bl.a.

¹ I Danmark blev Garantifonden for indskydere og investorer oprettet i 1987. Fonden dækker indskud op til en grænse på 300.000 kr.

Udgangspunktet for fastlæggelse af den optimale kapitalstruktur er Modigliani-Miller teorien¹, der tilsiger, at i en perfekt verden uden skatter er værdien af et selskab uafhængig af finansieringen. Dette resultat skyldes, at i den perfekte verden kan investorerne selv sammensætte deres personlige "gearing" kaldet "home made leverage". Selskaberne kan derfor ikke tilføje værdi gennem kapitalstrukturen. Dette resultat ændres markant, når der introduceres selskabsskatter, idet værdien af selskabet da stiger ved stigende gældsætning som følge af, at der er skattemæssigt fradrag for renteudgifter, men ikke for aflønningen af egenkapitalen. I praksis øges lånerenten dog, når gældsætningen bliver så høj, at fremmedkapitalindskyderne begynder at forlange en risikopræmie for at låne yderligere kapital til virksomheden. Hvorvidt den traditionelle kapitalstrukturteori kan anvendes til at fastlægge den optimale kapitalstruktur og derved den optimale kapitaloverdækning for banker er vanskeligt at fastlægge.²

Banker adskiller sig fra andre virksomheder ved at have tilladelse til at modtage indlån fra offentligheden. Endvidere har den enkelte bank unik information om bankens låntagere. Værdien af, at en bank indgår i den finansielle infrastruktur, hvor betegnelsen "bank" er velkendt af offentligheden, betegnes "franchise value". Banker skaber franchise value både på aktivsiden i form af muligheden for at opnå positiv nettonutidsværdi³ på udlånene, samt på passivsiden i form af tilladelsen til at modtage indlån, hvor finansieringsomkostningerne stort set svarer til den risikofri rente. Det betyder, at øget gældsætning, og dermed øget finansiell risiko, ikke fører til øgede finansieringsomkostninger i form af højere indlånsrente, idet de private indskydere ikke reagerer på bankens risikoniveau. Dette skyldes dels, at private indskydere er dækket af indskydergaranti, dels at indskyderne ikke besidder tilstrækkelig viden til at vurdere en banks risikoniveau. Disse forhold har to modsatrettede effekter. Ønsket om at beskytte den uoprettelige "franchise value" tilsiger en høj kapitaloverdækning. Muligheden for at låne risikofrit og investere i projekter med positiv nettonutidsværdi tilsiger så stor gearing, og dermed så lav kapitaloverdækning, som muligt.

¹ Se Modigliani, F. & M.H. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No.3 og Modigliani, F. & M.H. Miller, 1960, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, Vol. LIII, No. 3.

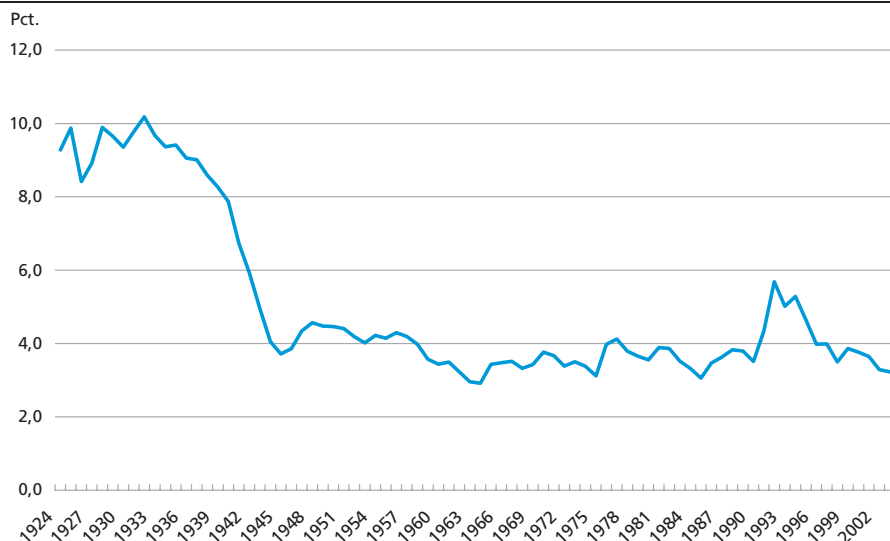
² Merton Miller svarer selv på spørgsmålet i artiklen "Do the M&M propositions apply to banks?", idet abstract til artiklen blot består af svaret "yes and no", jf. Miller (1995).

³ Banker besidder unik information om låntagerne i form af fx betalingsmønstre mv., som låntagerne ikke kan overføre ved skift af bank. Denne information har værdi for den enkelte bank.

blev indført en indskydergarantiordning. Egenkapitalandelen i bankerne faldt fra ca. 15 pct. i 1930 til omkring 6 pct. i begyndelsen af 1940'erne. Den omfattende regulering begrænsede de risici, bankerne kunne påtage sig, og aktiemarkedets "krav" til kapitalens størrelse reduceredes derfor. Faldet i egenkapitalandelen frem til 1990 forklares med, at de ovennævnte fordele, bankerne har, er blevet reduceret over tid i takt med, at låntagerne selv har mulighed for at rejse kapital på de finansielle markeder. Bankerne har derfor mindsket kapitalomkostningerne ved at sænke egenkapitalandelen for fortsat at kunne være konkurrencedygtige. De fleste danske virksomheder er for små til, at det kan betale sig for dem selv at rejse kapital på de finansielle markeder. Det danske

AKTIEKAPITAL OG EFTERSTILLET KAPITAL I PCT. AF BALANCEN FOR
DANSKE BANKER 1924-2003

Figur 3



Anm.: Bogført værdi af aktiekapital tillagt efterstillet kapital i forhold til den samlede balance. Et mere korrekt billede opnås ved anvendelse af markedsværdien af aktiekapitalen.

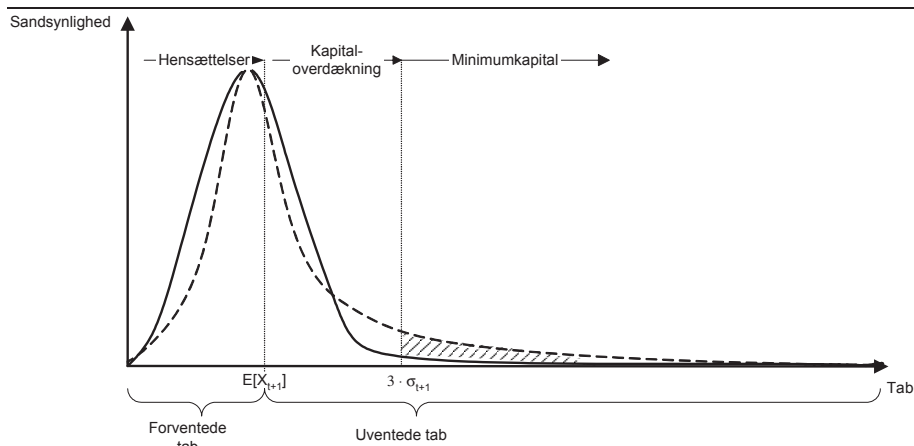
Kilde: Danmarks Nationalbank, *Årsberetning* 1924 - 1985, Finanstilsynet.

realkreditsystem giver til gengæld virksomheder og private mulighed for at låne penge på markedsmæssige vilkår mod sikkerhed i fast ejendom. Figur 3 viser udviklingen i de danske bankers ansvarlige kapital (aktiekapital og efterstillet kapital) i forhold til balancen siden 1924.¹

Af figuren ses, at aktiekapitalen i forhold til balancen faldt fra omkring 10 pct. i begyndelsen af 1930'erne til 4 pct. i begyndelsen af 1940'erne. Faldet skyldtes en kraftig vækst i balancen særlig frem til 1943, mens aktiekapitalen stort set var konstant². Andelen har derefter været nogenlunde konstant frem til i dag, bortset fra et løft i 1975 i forbindelse med den nye bank- og sparekasselov, der åbnede mulighed for i et vist omfang at medregne ansvarlig indskudskapital ved beregningen af egenkapitalkravet. Stigningen i begyndelsen af 1990'erne skyldes primært, at den samlede balance (nævneren i beregningen af andelen) i den danske banksektor faldt i forbindelse med de dårlige år for bankerne. Bortset fra disse perioder er det bemærkelsesværdigt, hvor konstant andelen har været siden anden verdenskrig. En tilsvarende stabilitet ses bl.a. i USA.

¹ Sparekasser, der historisk har haft en betydelig rolle som formidlere af kapital i Danmark, er udeladt, på grund af de særlige finansieringsforhold, sparekasserne var underlagt i en stor del af perioden.

² Dette skyldtes den såkaldte pengerigelighed i forbindelse med anden verdenskrig, hvor indlånene i danske banker og sparekasser steg fra 4,6 mia.kr. ultimo 1939 til 9,7 mia.kr. medio 1945, mens udlånene faldt fra 4,1 mia.kr. til 3,3 mia.kr. i samme periode, jf. *Dansk Pengehistorie* 1914-1960, side 244.



Anm.: Den fuldt optrukne kurve viser den tabsfordeling, der antages, mens den stiplede kurve illustrerer en faktisk tabsfordeling. $E[X_{t+1}]$ og σ_{t+1} betegner henholdsvis middelværdien og standardafvigelsen.

Kilde: Egen tilvirkning.

Kapitalens rolle i banker

Traditionelt er kapitalens rolle at sikre virksomhedernes overlevelse ved uventede tab. For banker er der det særlige forhold, at myndighederne pålægger et minimumskapitalkrav på 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Hvis bankernes ansvarlige kapital falder under de 8 pct., vil myndighederne gribe ind og lukke banken eller at tilskynde en anden bank til at overtage den, såfremt det ikke er muligt at genoprette kapitalen. Det er derfor den kapitaloverdækning, banker har ud over de 8 pct. samt den løbende indtjening, der sikrer bankernes selvstændighed og overlevelse i tilfælde af uventede tab. Den principielle problemstilling er illustreret i figur 4, hvor der er antaget en tabsfordeling for en banks engagementer. Tabsfordelingen viser sandsynligheden for tab af en given størrelse.

Banken hensætter svarende til den forventede værdi af tabene, angivet ved $E[X]$. Kapitaloverdækningen skal med en vis sikkerhed, fx 99 pct. sandsynlighed, dække de uventede tab, såfremt tabene følger den antagne fordeling. I praksis følger tabene formodentligt en anden fordeling, hvilket er angivet ved den stiplede kurve. Banker holder kapital ud over minimumskapitalkravet for at hindre, at uventede tab medfører, at minimumskapitalkravet ikke opfyldes, og aktionærerne derved må overlade kontrollen over banken til myndighederne.

Kapitaloverdækningen tjener endvidere det formål at undgå for store finansieringsomkostninger ved anvendelse af andre finansieringsformer end indlån. Fx vil den rente, banken skal betale på lån fra andre banker eller på obligationer udstedt af banken, være høj, hvis kapitaloverdæk-

ningen ikke findes tilstrækkelig. Den markedsbestemte kapitaloverdækning er udtalt blandt de større banker, der ønsker at bevare en god rating, jf. Jackson et al. (2002). Ratingbureauerne stiller krav til bankernes kapitaloverdækning, hvis de skal tildeles en høj rating. Endvidere betyder en tilstrækkelig kapitaloverdækning, at banken kan indgå større engagementer uden at være afhængig af at skulle rejse ny kapital.¹ Endelig har det også betydning, at en banks omdømme lider skade, såfremt den får problemer med at opfylde myndighedernes kapitalkrav fx i forbindelse med større tab på et udlånsengagement.

Formål med kapitalkrav

Formålet med myndighedernes minimumskapitalkrav er at hindre, at økonomiske problemer i et pengeinstitut spreder sig og dermed truer den finansielle stabilitet. Dette kunne være tilfældet, hvis en hændelse i en bank kan udløse væsentlige økonomiske tab og/eller mistillid til andre dele af det finansielle system. Dette kan i sidste ende lede til, at bankerne ikke fungerer som effektive formidlere af kredit til virksomhederne og husholdningerne. Mistillid til banksektoren vil betyde, at bankerne ikke kan finansiere sig ved indlån eller tiltrække kapital fra investorer, herunder interbanklån. Minimumskapitalkrav skal søge at hindre, at aktivernes værdi i en lukningstruet bank falder under værdien af indskydernes krav. Derved søges sikret, at banken enten kan genoprettes eller afvikles i forholdsvis god ro og orden, således at engagementer kan afvikles uden tab for modparterne. Derved hindres, at der sker blokering af betalingerne mellem bankerne.²

Fastlæggelse af kapitalkravet er en afvejning for at sikre, at der er tillid til bankerne, uden at bankernes rolle som formidlere af kapital hæmmes. Minimumskapitalkravet på 8 pct. af de risikovægtede aktiver er et internationalt kompromis mellem disse to hensyn.

Bankers kapital og konjunkturerne

Banker har som regel stor udlånsvækst i højkonjunkturer, mens kreditgivningen strammes i lavkonjunkturer, hvor værdien af eventuelle sikkerheder for lånet (ejendomme, maskiner mv.) falder.³ Betydningen af kapitalkrav er vanskelig at vurdere. Teoretisk kan der argumenteres for, at kapitalkrav øger bankernes risikotagning, jf. Genotte & Pyle (1991), da finansieringsomkostningerne ved indlån ikke stiger ved øget risiko-

¹ Dette betegnes som "pecking order" teorien for kapital, jf. Myers (1984). Ud fra et "corporate governance" synspunkt mister aktionærerne dog det styringsredskab over for bankens ledelse, der ligger i, at engagementerne underkastes kapitalmarkedernes vurdering, når kapitalen skal rejses her.

² Se fx temaafsnit om Systemiske risici i det danske marked for usikrede dag-til-dag pengemarkedslån i

³ Danmarks Nationalbank *Finansiel stabilitet 2004*.

Se Andersen et al. (1999).

tagning. I praksis er værdien af tilladelsen til at kunne drive bankvirksomhed i de fleste tilfælde så stor, at aktionæerne ikke ønsker at løbe for store risici, jf. boks 1. De kommende Basel II kapitalkrav til bankerne vil formodentligt forstærke bankernes procykliske effekter, da kapitalkravene bygger på, hvilken rating virksomheder, der lånes ud til, har. Ratings forbedres i gode tider, men nedjusteres i dårlige tider. Bankernes egne interne ratings af virksomhederne reagerer formodentligt langt hurtigere ved eventuelle problemer i virksomhedernes evne til at overholde betalingsforpligtelser end eksterne ratingbureauer er i stand til. Dette understøttes af Karacadag's & Taylor's (2000) resultater, der viser, at bankernes egne ratings af virksomheder er væsentlig mere konjunkturfølsomme end eksterne ratingbureauers ratings. I relation til finansiell stabilitet er procyklikalitet et tveægget sværd. På den ene side er det vigtigt for bankernes sikkerhed, at bankerne reagerer på forværrede kreditter og hensætter tilstrækkelig kapital i nedgangstider. På den anden side kan dette være med til at forstærke konjunkturudsvingene, idet kreditgivning strammes, når virksomhederne er pressede.

FASTLÆGGELSE AF KAPITALOVERDÆKNINGEN

Figur 5 viser kapitaloverdækningen i Danske Bank og Svenska Handelsbanken i perioden 1992-2003. Det ses, at der er sket et fald siden midten af 1990'erne, hvor den økonomiske vækst tog fart efter lavvæksten i starten af 1990'erne.

Da ingen af de to banker har modtaget offentlig støtte¹ i perioden, kan kapitaloverdækningen ses som udtryk for, hvilken kapitalstruktur bankerne anser for at være mest hensigtsmæssig. Dvs. den sammensætning af fremmedkapitalfinansiering og kapital ud over kapitalkravet, der anses at maksimere værdien af banken for ejerne.

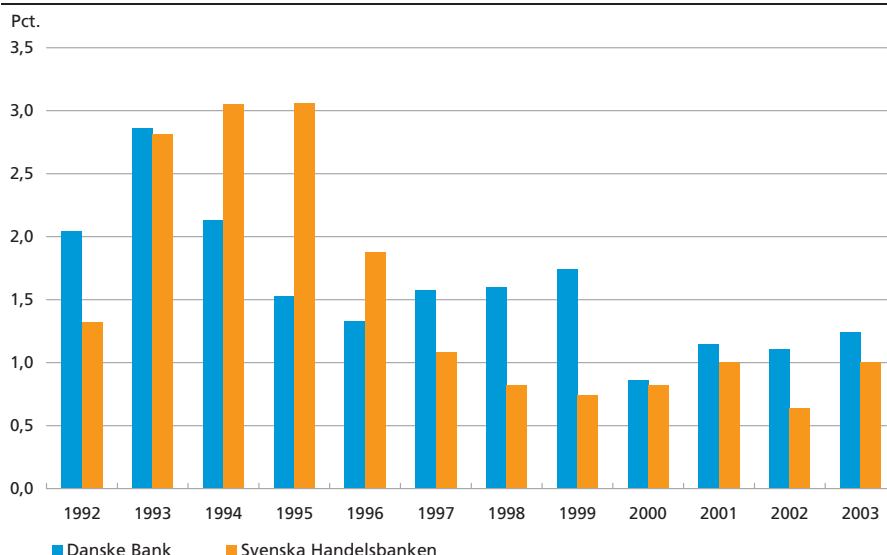
En væsentlig forklaring på, at selskaber holder en vis egenkapital, er de såkaldte konkursomkostninger. For banker er en betydelig konkursomkostning, at værdien af udlånene, som udgør den vigtigste del af en banks aktiver, typisk er væsentlig lavere i en konkurssituation, end når banken er en "going concern". Det skyldes, at den ovenfor nævnte private information, banken har om låntagerne, ikke uden videre kan overføres til andre banker, da den er opbygget i løbet af den periode, banken har haft de pågældende låntagere som kunder. Skal en anden bank overtage lånene forlanges en risikopræmie, da banken ikke har kendskab til låntagerne.²

¹ En række svenske banker modtog offentlig støtte eller blev overtaget af den svenske stat i begyndelsen af 1990'erne i forbindelse med krisen i den svenske banksektor.

² Dette betegnes som en "lemon effect", jf. Akerlof (1970), der modtog Nobel-prisen i økonomi i 2001 for denne teori.

KAPITALOVERDÆKNING I DANSKE BANK OG SVENSKA HANDELSBANKEN

Figur 5



Anm.: Kapital ud over kapitalkravet i pct. af balancen. Danske Bank er valgt, da den er Danmarks største bank. Svenska Handelsbanken er valgt, da det er en stor svensk bank, der kom igennem den svenske bankkrise i begyndelsen af 1990'erne uden at få tilført offentlige midler. Tallene skal tolkes varsomt, da de er følsomme over for virkningen af fusioner mv. i perioden.

Kilde: Årsregnskaber og egne beregninger.

Som det fremgår af figur 2 har bankens størrelse betydning for kapitalstrukturen, idet store banker som regel har mindre kapitaloverdækning end små. Traditionelt er dette blevet forklaret med "to-big-to-fail"; dvs. at der skulle være en implicit offentlig garanti, idet lukning af store banker vil give uoverskuelige konsekvenser for samfundet. Der er dog ikke empirisk belæg for denne hypotese. En alternativ forklaring i litteraturen er, at kapitaloverdækning er alternativ til avanceret risikostyring. Det er billigere for små banker at holde en relativ stor kapitaloverdækning frem for at investere i og vedligeholde avancerede risikostyringsmodeller. En væsentlig økonomisk forklaring er, at små bankers låneportefølje og indlånssammensætning ikke er så veldiversificeret som store bankers, idet små banker typisk er eksponerede mod det lokalområde, de opererer i. Sluttelig skal nævnes, at aktionærpresset i små banker ofte ikke er så stort, bl.a. som følge af stærk lokalt ejerskab af aktierne.

Alfon et al. (2004) har gennemført en kvantitativ og kvalitativ undersøgelse af de faktorer, der bestemmer kapitaloverdækningen i et udvalg af banker i Storbritannien. Et af resultaterne er, at hvis myndighederne øger kapitalkravet, synes bankerne at øge kapitalen, men ikke helt svarende til det øgede kapitalkrav, så kapitaloverdækningen tilsyneladende falder, når myndighedernes kapitalkrav øges.

Betydningen af nye kapitaldækningsregler

Da de nye kapitaldækningsregler er gennemgået i en lang række artikler,¹ gennemgås her alene betydningen i relation til bankernes kapital. De nye kapitalkrav for bankers kreditrisici bygger på ratings af låntagerne enten i form af eksterne ratings eller bankernes egne ratingmodeller. Dette vil formodentligt reducere problemet med, at den enkelte banks private information om lånerne ikke kan overføres til andre banker. En rating betyder, at værdien af denne information i et vist omfang kendes, og en banks engagementer kan derfor nemmere sælges til en anden bank i tilfælde af problemer.

Det er vanskeligt at fastlægge, hvilken betydning de nye kapitaldækningsregler vil få for omfanget af bankernes långivning og risici. Følges argumentationen i Diamond & Rajan (2000) kan den øgede brug af ratings i forbindelse med de nye kapitaldækningsregler betyde, at fordelene ved bankbaseret finansiering i forhold til direkte markedsbaseret finansiering mindskes. Dette skyldes, at en række virksomheder får rating og dermed bliver i stand til enten selv at rejse kapital på de finansielle markeder eller finansiere sig gennem såkaldte *Asset Backed Securities*.² Dette kan medføre en reduktion i bankernes kapitaloverdækning, for at de fortsat kan være konkurrencedygtige. Omvendt betyder rating-baserede kapitalkrav, at kapitalkravene bliver væsentlig mere følsomme over for ændringer i risikoen, og bankerne derfor forventes at holde en større kapitaloverdækning for at undgå omkostninger ved at skulle rejse kapital i dårlige tider, jf. Jokivouille og Peura (2001).

I forbindelse med implementeringen af de nye kapitaldækningsregler har en række banker forbedret deres risikostyring og investeret i avancerede risikostyringsmodeller. Dette vil ikke nødvendigvis føre til, at bankerne vil påtage sig mindre risiko, men kan i stedet gøre det muligt for bankerne at reducere kapitaloverdækningen og udlåne til mere risikobehæftede låntagere, jf. Cebenoyan og Strahan (2001). De finder derfor i modsætning til Jokivouille og Peura, at de nye kapitaldækningsregler vil betyde større kreditgivning frem for reduceret risiko i banksektoren. Kupiec (2001) anfører, at parametrene i kapitaldækningsreglerne kan skabe en såkaldt klienteffekt, hvor banker, der benytter standardmetoden, låner til de mere risikobehæftede låntagere, mens banker på de avancerede metoder låner til de mindre risikobehæftede låntagere.³ Den teoretiske litteratur giver således ikke et entydigt holdepunkt for, hvorledes kapitaloverdækningen vil udvikle sig i fremtiden.

¹ Se fx Borup og Lykke (2003).

² Fx obligationer udstedt mod sikkerhed i specificerede aktiver, Jf. Søren Plesner, (2002), Asset securitisation – ny arbejdsdeling i den finansielle formidling. *Finans/Invest* 5/02.

³ Dette skyldes, at der under den såkaldte standardmetode er et loft over kreditrisikovægten til beregning af kapitalkravet, mens dette ikke er tilfældet ved anvendelse af de avancerede metoder.

LITTERATUR

Akerlof, George A., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84(3).

Alfon, Isaac, Isabel Argimon og Patricia Bascuñana, 2004. What determines how much capital is held by UK banks and building societies?, *Occasional Paper Series 22*, Financial Services Authority, Juli 2004.

Andersen, Jens Verner, Hanne Lyngesen og Erik Haller Pedersen, 1999. Kreditgivning under to højkonjunkturer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999.

Berger, Allen N., Richard J. Herring og Giorgio P. Szegö, 1995, The role of capital in financial institutions, *Journal of Banking and Finance* 19, Nos. 3-4.

Besanko, David og George Kanatas, 1996. The Regulation of Bank Capital: Do Capital Standards Promote Bank Safety?, *Journal of Financial Intermediation*, 5.

Borup, Lisbeth og Morten Lykke, 2003. Nye kapitaldækningsregler for kreditinstitutter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2003.

Bundgaard, Birgitte og Suzanne Hyldahl, 2002. Sammensætning af pengeinstitutternes kapital – nye lovkrav og muligheder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

Cebenoyan, Sinan og Phillip E. Strahan, 2001. Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks. *The Wharton Financial Institutions Center, Working Paper*.

Dansk Pengehistorie, Bind 3 og 4, Danmarks Nationalbank.

Demsetz, Rebecca S., Marc R. Sadenberg og Phillip E. Strahan, 1996. Banks with something to lose: The Disciplinary Role of Franchise Value, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, October 1996.

Diamond, Douglas W. og Raghuram. G. Rajan, 2000. A Theory of Bank Capital, *The Journal of Finance*, Vol. LV, no.6.

Freixas, Xavier og Jean-Charles Rochet, 1997. Microeconomics of Banking, *The MIT Press*, Cambridge, Massachusetts.

Genotte, Gerard og David Pyle, 1991. Capital controls and bank risk, *Journal of Banking and Finance*, 15.

Jackson, Patricia, William Perraudin og Victoria Saporta, 2002. Regulatory and "economic" solvency standards for internationally active banks, *Journal of Banking & Finance*, 26.

Jokivuolle, Esa og Samu Peura, 2001. A value-at-risk approach to banks' capital buffers: An application to the new Basel Accord, Bank of Finland, *Discussion Papers*, 15/2001.

Karacadag, Cem og Michael W. Taylor, 2000, The new capital adequacy framework: Institutional constraints and incentive structures, *SUERF*, Vienna.

Kupiec, Paul H., 2001. The New Basel Capital Accord: The Devil is in the (Calibration) Details, *IMF Working Paper*, 01/113.

Miller, Merton H., 1995. Do the M&M propositions apply to banks? *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, nos. 3-4.

Myers, S.C., 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, July 1984.

Santos, Joao A., 2001. Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: A Review of the Literature, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 10, no. 2, New York University, Stern School of Business.

Den økonomiske situation på Færøerne

Winnie Jakobsen og Pernille Thinggård, Sekretariatet

INDLEDNING

Den markante fremgang i færøsk økonomi siden 1995 er fra 2003 afløst af tilbagegang. Da der gennem de sidste ti år er gennemført en omfattende konsolidering af de offentlige finanser og af de fleste husholdningers og virksomheders økonomi, er der ikke tegn på, at afmatningen udvikler sig til en krise af samme omfang som i begyndelsen af 1990'erne.

Denne artikel giver en oversigt over den aktuelle økonomiske situation på Færøerne og er en opfølgning på artiklen om den færøske økonomi fra Kvartalsoversigt 3. kvartal 2003.¹

Færøerne er en del af det danske valutaområde, og den danske penge- og valutapolitik gælder således også for Færøerne, jf. boks 1.

DEN SENESTE ØKONOMISKE UDVIKLING

Udviklingen i den færøske økonomi er fra 2003 blevet mere negativ efter en årrække med usædvanlig høj vækst, jf. figur 1. Det færøske finansministerium skønner for 2003 en vækst i bruttonationalproduktet i løbende priser i størrelsesordenen nul procent eller let faldende, og at det svarer til et reelt fald på 3-4 pct. Faldet skyldes en generel afmatning i konjunkturerne og nedgang for fiskeopdrættet og fiskeindustrien. Derudover er der tilbagegang for fiskeriet, hvor størstedelen af flåden dog fortsat har en god indtjening.

Arbejdsløsheden har været stigende siden august 2003, men er med 4-5 pct. i maj 2004 fortsat på et lavt niveau. Arbejdsløsheden rammer regionalt skævt, og i nogle af yderområderne af Færøerne er den således næsten fordoblet som følge af den dårlige situation i fiskeopdrættet og fiskeindustrien.

¹ Denne artikel bygger bl.a. på et besøg på Færøerne i maj 2004, hvor der blev afholdt møder med Rigsombudet, Finansministeriet, Det Økonomiske Råd, Færøernes Landsbank, erhvervsorganisationer, Føroya Sparikassi og Føroya Banki.

INSTITUTIONELLE FORHOLD PÅ FÆRØERNE

Boks 1

Færøerne har danske kroner som valuta. Nationalbankens penge- og valutapolitiske beslutninger – herunder rentefastsættelsen – påvirker fuldt ud og direkte Færøerne. De færøske pengeinstitutter kan have konto i Nationalbanken og kan placere indskud og låne mod sikkerhed. Nationalbanken kan yde likviditetsstøtte, hvis et pengeinstitut, der er solvent, alligevel får likviditetsproblemer. Færøerne har egne sedler, der er det lovlige betalingsmiddel på øerne. Sedlerne er trykt og udstedt af Nationalbanken. De færøske sedler kan ombyttes med danske uden gebyr i Nationalbanken i forholdet 1:1. Nationalbanken har kontantdepoter på Færøerne, som udleverer sedler til de lokale pengeinstitutter på samme måde som i Danmark.

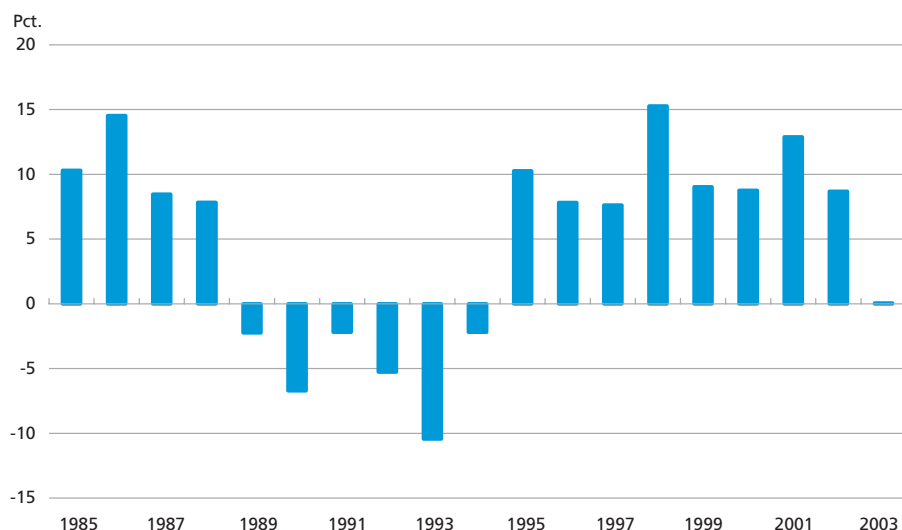
De principielle forhold fremgår af nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens tale "Valutafællesskab eller forskellige valutaer?", som kan ses på side 77 og på Nationalbankens websted www.nationalbanken.dk.

Boligmarkedet er fortsat stabilt. Huspriserne i især Torshavn er siden 2001 fladet ud, men de ligger fortsat på et højt niveau sammenlignet med tidligere.

Nogle hovedtal for den færøske og danske økonomi ses i tabel 1.

VÆKST I BNP I LØBENDE PRISER

Figur 1



Anm.: Der findes ikke et tal for 2003 fra Hagstova Føroya. Tallet for 2003 bygger derfor på skøn fra det færøske finansministerium og Landsbanki Føroya.

Kilde: Hagstova Føroya (Færøernes statistiske kontor).

HOVEDTAL FOR FÆRØERNE OG DANMARK, 2003		Tabel 1
	Færøerne	Danmark
Antal indbyggere	48.214	5.397.640
Indbyggere pr. km ²	34	125
Landbrug og fiskeri, pct. af BNP, 2001	22,1	3,7
BNP i løbende priser, mia.kr.	10	1.398
BNP i løbende priser, pr. indbygger	212.843	259.454
Disp. BNI pr. indbygger, 2002	237.557	243.947
Offentlig bruttogæld, pct. af BNP ¹⁾	58	46
Eksport af varer, pct. af BNP ²⁾	37	31
Import af varer, pct. af BNP ²⁾	36	27
Betalingsbalancen, pct. af BNP	2	3
Nettoudlandsgæld, pct. af BNP	-40	16
Ledighed, pct. af arbejdsstyrken	3,6	6,2

Kilde: Hagstova Føroya, Landsbanki Føroya og Danmarks Statistik.

¹⁾ For Færøerne er tallet for 2002.

²⁾ For Færøerne er tallet opgjort ekskl. skibe og fly.

Samlede lønudbetalinger

Statistikgrundlaget til vurdering af den færøske økonomi er begrænset, og dele af statistikken er behæftet med en betydelig usikkerhed. De samlede lønudbetalinger er en væsentlig indikator for den økonomiske udvikling. Væksten i lønudbetalingerne var i 2003 og de første syv måneder af 2004 klart mindre end i årene forinden, jf. tabel 2.

Der er forskel på udviklingen i sektorerne. Fra januar til juli 2004 er lønudbetalingerne i fiskeriet faldet med ca. 5 pct. i forhold til samme periode i 2003. Omvendt er lønudbetalingerne i serviceerhvervene steget med 5 pct., og i bygge- og anlægssektoren er lønudbetalingerne steget med 12 pct. men niveauet var lavt i første halvår 2003, bl.a. som følge af en strejke. De seneste års mangel på arbejdskraft er aftaget.

I maj/juni 2003 var der en omfattende 4-ugers strejke i forbindelse med overenskomstforhandlingerne, der gav lønstigninger på 9 pct. over

SAMLEDE LØNUDBETALINGER					Tabel 2
Mio.kr.	2001	2002	2003	2003 jan. - juli	2004 jan. - juli
Primære sektor	1.581	1.646	1.476	820	777
Fremstilling inkl. byggeri	1.177	1.306	1.337	755	791
Serviceerhverv	2.792	3.048	3.222	1.860	1.951
I alt	5.550	6.001	6.035	3.435	3.519
Procentvis ændring i forhold til året før.....	13,8	8,1	0,6	1,1	2,4

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

Kilde: Hagstova Føroya.

to år. Strejken betød bl.a., at filetfabrikkerne ikke producerede i denne periode, og at der ikke kunne losses fisk i færøsk havn.

FISKEERHVERV

Fiskeriet, fiskeindustrien og fiskeopdrættet er de dominerende erhverv på Færøerne.

Fiskeriet

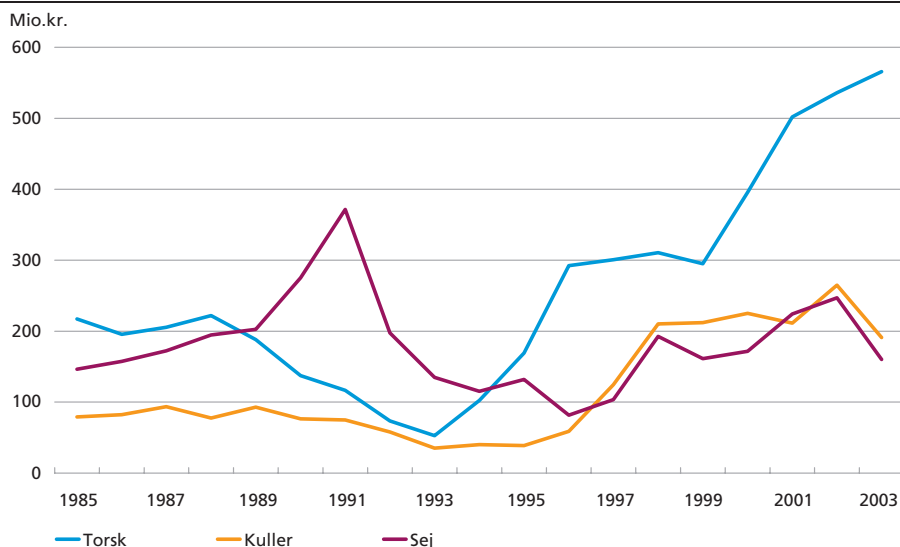
I farvandet omkring Færøerne fanges især torsk, kuller og sej. Torskefiskeriet er fortsat præget af usædvanlig god indtjening. Verdensmarkedspriserne på kuller og især sej er derimod faldet i 2003 og ind i 2004, og for sej er også mængden faldet betragteligt, hvilket afspejler sig i faldende fangstværdier, jf. figur 2.

Fiskeriet i farvandet omkring Færøerne er reguleret ved en såkaldt fiskedagsordning, hvor hvert fartøj får tildelt et samlet antal fiskedage pr. år. Fra 1. september 2004 og et år frem reduceres antallet af disse fiskedage med 1,5 pct.

Fiskeriet i fjernere områder er reguleret af internationale aftaler og kvoter, som indebærer et loft over fangstmængderne. Især på grund af faldende priser blev indtjeningen ved sild, makrel, lodde og blåhvilling reduceret i 2003, men den er stadig god.

VÆRDIEN AF FANGEDE TORSK, KULLER OG SEJ

Figur 2



Anm.: Værdien af fangsten er opgjort som en ren markedsværdi.
Kilde: Hagstova Føroya.

Situationen i rejeflåden er kritisk, hvilket bl.a. skyldes lave priser på rejer. Af 7 rejetrawlere er kun 4 i drift, og fremtiden for rejeflåden er usikker.

Fiskeindustri

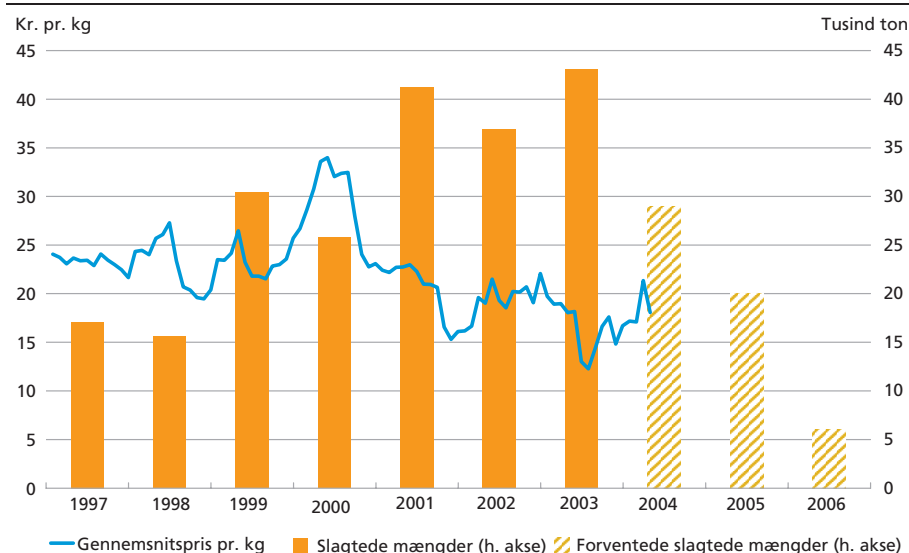
Situationen i fiskeindustrien er generelt vanskelig, og konkurrencen er hård fra især Skotland og Island, men også Kina. En stadig større andel af den samlede mængde fangede torsk, kuller og sej bliver eksporteret uforarbejdet til udlandet i frosset eller iset form frem for at blive forarbejdet på Færøerne. I 2003 var det således 33 pct. af denne fangst mod 28 pct. i 2002, der blev eksporteret til udenlandsk forarbejdning, og den hjemlige produktion faldt fra 81.000 tons i 2002 til 71.000 tons i 2003. For fiskefabrikker, der producerer saltet fisk, er udviklingen dog fortsat god.

Fiskeopdræt

Fiskeopdrættet, hovedsageligt af laks, er det næststørste eksporterhverv, men det er i dyb krise på grund af lave priser og sygdommen ILA. Med gennemsnitlige produktionsomkostninger på 18-20 kr. pr. kg har der i 2003 været produceret med tab. På grund af sygdommen er laks i sygdomsramte områder blevet slagtet, før de har nået den rigtige alder og størrelse, og den samlede slagtede mængde var derfor ekstraordinær høj i 2003, jf. figur 3.

LAKSEPRIS OG SLAGTEDE MÆNGDER

Figur 3



Anm.: Tallene for 2004 til 2006 er skøn for de forventede slagtede mængder.

Kilde: Vinnuhúsið.

I de kommende år vil eksportmængden af laks falde markant, da der er slagtet "forlods" som følge af sygdom, og da mængden af udsat fiskeyngel fra 2003 er nedsat betydeligt. Opdrætserhvervet har i de seneste 5 år eksporteret for ca. 900 mio.kr. årligt, svarende til ca. 20 pct. af den færøske vareeksport.

Produktionen er kapitalkrævende på grund af den lange produktions-tid på 2-3 år. De lave priser og sygdommen har medført konkurser og lukninger, og egenkapitalen, som i 2001 var på 0,5 mia.kr., er væk. Fremtiden for erhvervet er usikker, selv om der fra 2004 er åbnet for udenlandsk kapital. Den kritiske situation afspejles også i regnskaberne fra de færøske pengeinstitutter, som i 2003 havde betydelige tab og hensættelser på opdrætserhvervet.

DEN FINANSIELLE SEKTOR

Pengeinstitutternes samlede resultat blev væsentligt forringet fra et overskud på 293 mio.kr. i 2002 til et underskud på 100 mio.kr. i 2003, jf. tabel 3. Vendingen skyldes de markante tab og hensættelser på 425 mio.kr., hvoraf størstedelen kan henføres til fiskeopdrættet. I 1. halvår 2004 var der ikke behov for yderligere hensættelser, og pengeinstitutterne havde igen overskud. Pengeinstitutterne har fremdeles en høj solvensprocent.

DE OFFENTLIGE FINANSER

Overskuddet på de offentlige finanser faldt i 2003 med 168 mio.kr. til 23 mio.kr., jf. tabel 4. På finansloven for 2004 budgetterer landsstyret med et underskud på 204 mio.kr. Underskuddet og et afdrag på gælden til den danske stat på 77 mio.kr. forventes finansieret ved at trække på landskassens likviditet.

PENGEINSTITUTTERNES SAMLEDE RESULTAT					Tabel 3
Mio.kr.	2000	2001	2002	2003	1. halvår 2004
<i>Indtægter</i>					
Nettorent- og gebyrindtægter mv. ...	531,5	556,2	568,4	599,8	283,1
Kursregulering	-5,1	19,9	50,2	18,2	81,6
<i>Omkostninger</i>					
Driftsomkostninger mv.	266,6	272,2	301,9	293,5	156,6
Tab og hensættelser	-154,0	-5,7	23,3	424,5	95,4
<i>Ordinært resultat</i>	413,8	309,6	293,4	-100,0	112,7

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

LANDSKASSENS INDTÆGTER OG UDGIFTER						Tabel 4
Mio.kr.	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Skatteindtægter	1.234	1.310	1.567	1.676	1.581	1.496
Told og afgifter	1.043	1.117	1.148	1.239	1.274	1.254
Andre indtægter	117	88	90	58	81	31
Bloktilskud inkl. statspensioner	945	973	995	629	632	630
<i>Samlede indtægter</i>	<i>3.339</i>	<i>3.489</i>	<i>3.800</i>	<i>3.602</i>	<i>3.568</i>	<i>3.411</i>
Driftsudgifter	2.400	2.586	2.846	3.147	3.192	3.334
Anlægsinvesteringer	135	174	180	240	262	242
Renteudgifter, netto	156	126	76	24	91	39
<i>Samlede udgifter</i>	<i>2.691</i>	<i>2.886</i>	<i>3.102</i>	<i>3.411</i>	<i>3.545</i>	<i>3.615</i>
<i>Overskud</i>	<i>648</i>	<i>603</i>	<i>698</i>	<i>191</i>	<i>23</i>	<i>-204</i>

Anm.: Landskasseregnskaber 1999-2003 og finanslov 2004. Stigningen i renteudgifterne, netto i 2003 skyldes reduceret renteindtægt af landskassens indestående.

Kilde: Det færøske finansministerium.

Skatteindtægterne blev i 2003 reduceret med 95 mio.kr., og væksten er i første halvår 2004 lavere end i tidligere år. Faldet i skatteindtægterne skyldes skattelettelser og den svagere økonomiske situation. Den seneste skattelettelse, der blev vedtaget i 2003, har reduceret indtægterne med 52 mio.kr. i 2003 og 71 mio.kr. i 2004.

Driftsudgifterne steg i perioden 1998 til 2003 med 39 pct., hvilket svarer til en gennemsnitlig årlig vækst på ca. 7 pct. Lønudgifterne i den offentlige sektor er steget med 4-5 pct. årligt.

Den offentlige gæld

I slutningen af 2003 blev landskassens gæld til den danske stat ekstraordinært nedbragt med 1,7 mia.kr. til 2,2 mia.kr.¹ Nedbringelsen af gælden blev finansieret ved at trække 0,5 mia.kr. på landskassens indestående i landsbanken (Landsstyrets bank) og ved at udstede obligationer for 1,2 mia.kr. Landskassens bruttogæld var ultimo 2003 på 4,4 mia.kr.

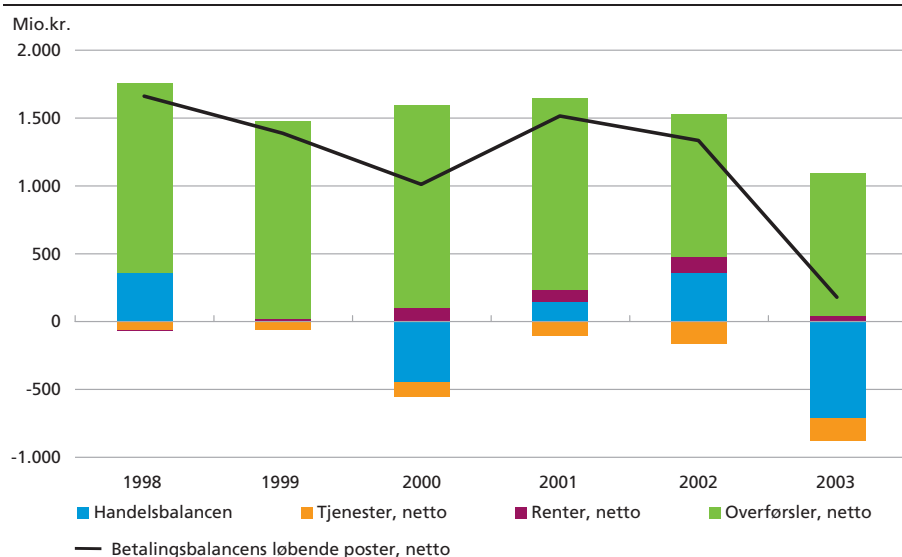
I juli 2004 var landskassens likviditet ca. 1,5 mia.kr. Landskassen er lovmæssigt forpligtet til at have et indestående i landsbanken på mindst 15 pct. af BNP det foregående år svarende til ca. 1,5 mia.kr., og indeståendet er blot 11 mio.kr. fra lovens minimumskrav. Trods den betydelige likviditet kan der derfor blive behov for offentlig låntagning.

Den offentlige sektor har ud over likvide indskud også andre betydelige aktiver. Heri indgår bl.a. den offentlige sektors andel i Finansieringsfonden af 1992 (især Føroya Banki) og andre offentlige virksomheder og

¹ Af de 2,2 mia.kr. henstår 500 mio.kr. som et rente- og afdragsfrit lån, der afskrives i 2018, såfremt der ikke på det tidspunkt er startet udvinding af råstoffer. Det resterende beløb afvikles som et 20-årigt annuitetslån til en fast årlig rente på 5 pct. med udløb i 2018.

BETALINGSBALANCEN

Figur 4



Kilde: Landsbanki Føroya.

fonde. Færingerne har i nogen tid diskuteret, om dele af disse virksomheder skal privatiseres.

UDENRIGSØKONOMI OG UDLANDSGÆLD

Handelsbalancen inkl. skibe blev i 2003 forringet med 1.072 mio.kr. til et underskud på 711 mio.kr., jf. figur 4. Faldet i handelsbalancen kan hovedsageligt tilskrives indkøb af en færge, der sejler mellem bl.a. Færøerne, Island og Danmark. Ekskl. skibe var der et handelsbalanceoverskud på ca. 100 mio.kr. Både eksporten og importen faldt, og faldet i importen er fortsat i 2004. Importen (ekskl. skibe) er i de første fire måneder af 2004 faldet med 10 pct. i forhold til samme periode i 2003, mens eksporten (ekskl. skibe) kun er faldet med 2 pct.

Omsvinget i handelsbalancen har reduceret overskuddet på betalingsbalancens løbende poster, men foreløbige tal tyder på et lille overskud i 2003.

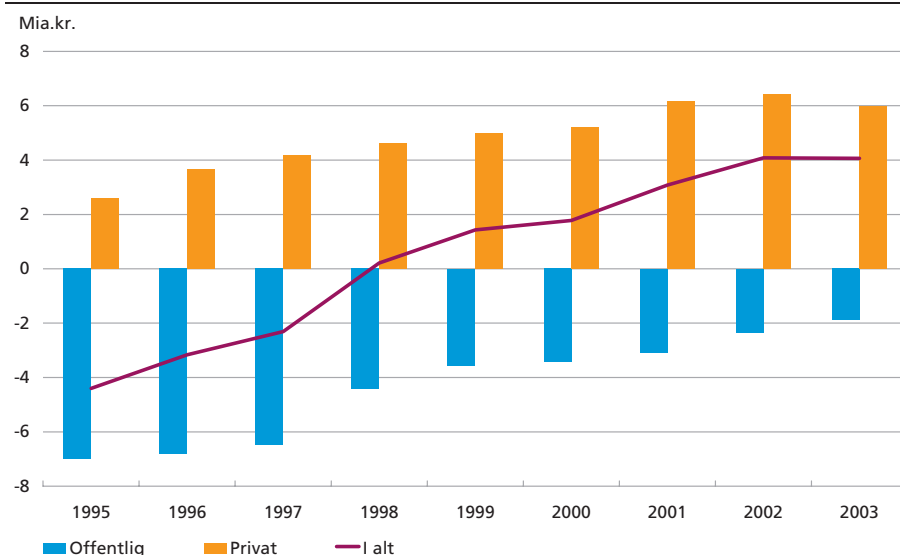
Færøerne har fortsat et stort nettotilgodehavende over for udlandet, inkl. Danmark, på 4,1 mia.kr., jf. figur 5.

SAMMENFATNING

Siden 2003 har den færøske økonomi været inde i en periode med tilbagegang. Det færøske finansministerium skønner for 2003 et reelt fald i

FÆRØERNES NETTOTILGODEHAVENDE TIL UDLANDET

Figur 5



Kilde: Landsbanki Føroya.

BNP på 3-4 pct. De samlede lønudbetalinger er i 2003 og ind i 2004 steget mindre end i de foregående år, og lønudbetalingerne i fiskeriet er faldet. Siden august 2003 er arbejdsløsheden steget, og presset på arbejdsmarkedet er aftaget. Derudover er importen faldet.

Fiskeriet har haft tilbagegang, men størstedelen af fiskeflådens indtjening er fortsat god. Fremtiden for rejefiskeriet og fiskeopdrættet er usikker. Fiskeopdrættet er ramt af lave priser på laks og sygdom, og krisen afspejles i pengeinstitutternes regnskaber for 2003, hvor der blev foretaget store tab og hensættelser på erhvervet. Fiskeindustrien er generelt i en presset situation. Tilbagegangen i fiskeriet var i 1. halvår 2004 ikke slået igennem på økonomiens øvrige sektorer.

Overskuddet på de offentlige finanser har i de senere år været aftagende, og i finansloven for 2004 budgetteres med et underskud.

Gennem de sidste ti år er der gennemført en omfattende konsolidering af de offentlige finanser og af de fleste husholdningers og virksomheders økonomi. Der er således ikke tegn på, at afmatningen udvikler sig til en krise af samme omfang som i begyndelsen af 1990'erne.

Bodil Nyboe Andersens tale ved Folketingets nordatlantiske gruppes konference om økonomien i Rigsfællesskabet den 25. maj 2004

VALUTAFÆLLESSKAB ELLER FORSKELLIGE VALUTAER?

Arrangørerne har bedt mig tale om emnet "Valutafællesskab eller forskellige valutaer?" Efter aftale bliver mit indlæg en overvejende teknisk præsentation af de forskellige muligheder. Det er politiske beslutninger, hvordan man skal indrette sig. Jeg vil kun præsentere alternativerne og de implikationer, de har.

Jeg anskuer i det følgende udelukkende emnet ud fra en økonomisk synsvinkel. De statsretlige og andre juridiske forhold kommer jeg ikke ind på. Men hvis man skal træffe konkrete beslutninger om ændringer, er de juridiske forhold naturligvis af afgørende betydning.

1. HVAD ER EN VALUTA?

Lad os starte med at se på, hvad der egentlig karakteriserer en valuta. Selv om vi normalt ikke er i tvivl i praksis, kan det alligevel være nyttigt at præcisere de grundlæggende kriterier:

- Der skal eksistere sedler og mønter denomineret i den pågældende valuta med status som lovligt betalingsmiddel.
- Der skal være en centralbank med den nødvendige egenkapital og de nødvendige valutareserver, og den skal have ansvaret for valutaen.
- Pengeinstitutterne i valutaområdet skal kunne foretage indlån og optage lån mod sikkerhed i centralbanken.
- Der skal være adgang til et betalingssystem mellem pengeinstitutterne, evt. via centralbanken.
- Solvente pengeinstitutter skal i en likviditetskrise kunne benytte centralbanken som "lender of last resort".

Det er således afgørende for en selvstændig valuta, at der er en centralbank, som har ansvaret for den pågældende valuta, og at centralbanken kan føre penge- og valutapolitik i området, der har denne valuta.

En enkelt centralbank kan ikke varetage funktionerne for to forskellige valutaer. Og der kan ikke være to centralbanker om ansvaret for én valuta.

2. VALUTAER I DET NORDATLANTISKE OMRÅDE

Efter disse kriterier er det umiddelbart, at Island har sin egen valuta, islandske kroner, og sin egen centralbank, Sedlabanki Íslands. Valutaen er knyttet til landet Island.

Danmark, Færøerne og Grønland har samme valuta, danske kroner. Og ansvaret for denne valuta påhviler Danmarks Nationalbank. Lad os se på de nævnte fem kriterier i forhold til brugen af danske kroner inden for Rigsfællesskabet.

ad 1) Danske kroner findes som sedler og mønter og kan bruges i hele området. Det særlige spørgsmål om færøske sedler vil jeg tage op lidt senere.

ad 2) Danmarks Nationalbank har ansvaret for valutaen danske kroner. Nationalbanken har både en stor egenkapital og en betydelig valutareserve, som sikrer valutaens stabilitet og troværdighed.

ad 3) De private penge- og kreditinstitutter i Danmark, i Grønland og på Færøerne kan have konto hos Danmarks Nationalbank og kan placere indskud og låne mod sikkerhed. Nationalbanken er "bankernes bank" i hele Rigsfællesskabet.

ad 4) Betalings- og clearingsystemet er fælles for danske, færøske og grønlandske pengeinstitutter.

ad 5) Nationalbanken er centralbank for alle pengeinstitutter i Rigsfællesskabet. Den kan derfor yde likviditetsstøtte, hvis et pengeinstitut, der er solvent, alligevel får likviditetsproblemer. Denne funktion kaldes "lender of last resort". Den anvendes yderst sjældent, men det er dog sket.

De særlige færøske sedler

I lov nr. 248 af 12. april 1949 bestemmes det, at Færøerne har egne sedler, der er det lovlige betalingsmiddel på øerne. Sedlerne er trykt og udstedt af Nationalbanken. De cirkulerende færøske sedler indgår sammen med de danske i passivposten "seddelomløb" på Nationalbankens balance. De færøske sedler ombyttes i forholdet 1:1 med de danske.

Nationalbanken har kontantdepoter på Færøerne, som udleverer sedler til de lokale pengeinstitutter.

Selv om kontanttransaktioner på Færøerne kan foretages med de særlige færøske sedler, er kontrakter, bankindsud og finansielle transaktioner på Færøerne i danske kroner. Mens seddelomløbet består af de særlige færøske sedler, så er resten af pengemængden bankindsud i danske kroner.

Den internationale valutakode (ISO-koden) for danske kroner er DKK, og den betegnelse benyttes i overensstemmelse hermed også som valutabetegnelse på Færøerne.

De færøske pengeinstitutter anvender Nationalbankens pengepolitiske instrumenter og de danske betalingssystemer.

Nationalbankens penge- og valutapolitiske beslutninger – herunder rentefastsættelsen – påvirker fuldt ud og direkte Færøerne.

Konklusionen er derfor, at Færøerne i dag har danske kroner som valuta. De færøske sedler må betragtes som nationalbanksedler med færøsk tekst, selv om det ikke direkte står på dem. Det ligner i øvrigt den situation, at man i Skotland benytter særlige skotske sedler, selv om valutaen er engelske pund og Bank of England er centralbank for hele UK.

De færøske sedler er en særlig fremtrædelsesform for valutaen danske kroner. De er ikke en særlig valuta – hverken helt eller delvis – selv om nogle af formuleringerne i 1949-loven kunne tyde i den retning.

Rigsfællesskabets valuta

Situationen i dag er altså, at danske kroner er valutaen i Danmark, i Grønland og på Færøerne. Og Nationalbanken er centralbanken for hele Rigsfællesskabet.

3. ER DER ALTERNATIVER?

Ud over at præsentere det nuværende system, bad arrangørerne mig også om at præsentere alternativer til dette. Det vil sige en situation, hvor Danmark bevarer sin valuta, men hvor Færøerne eller Grønland eller begge får egen valuta – altså går ud af valutafællesskabet.

For at forenkle fremstillingen vil jeg i det følgende nøjes med at beskrive alternative valutakursregimer for Færøerne. Men situationen for Grønland vil i princippet være helt parallel.

Det er p.t. ikke aktuelt at drøfte en selvstændig færøsk valuta, da de politiske udmeldinger går på, at penge- og valutapolitik fortsat skal være rigsanliggende.

Men lad os nu for at få emnet belyst gøre den *teoretiske antagelse*, at det besluttes, at penge- og valutapolitikken skal være et selvstyresags-

område på Færøerne. Der er så tre hovedmuligheder: valutaunion med Danmark, en fastkurspolitik eller en flydende valutakurs. Lad os se på disse tre mulige modeller.

En valutaunion

Hvis der indføres selvstyre på det penge- og valutapolitiske område, vil Nationalbanken ikke umiddelbart kunne fortsætte sin virksomhed på Færøerne. Der vil foreligge en helt ny situation. Hvis Færøerne fortsat vil bruge danske kroner, må man indgå en aftale med Danmark om en valutaunion. Denne beslutning kan ikke træffes ensidigt af de færøske myndigheder. Derfor vil fortsat brug af danske kroner i den situation kræve en aftale, som skal godkendes af Folketinget og Lagtinget.

Der kan kun være én pengepolitisk myndighed i hvert valutaområde, som tidligere nævnt. Og man kan ikke forestille sig, at dele af kompetencen over Danmarks penge- og valutapolitik delegeres til Færøernes landsstyre. Derfor vil en valutaunion indebære, at de færøske myndigheder formelt og utvetydigt skal anerkende, at al beslutningskompetence i penge- og valutapolitikken tilkommer rigsmyndighederne, herunder Nationalbanken.

I en valutaunion kan de praktiske forhold fortsætte som hidtil. Valutaen vil fortsat være danske kroner og Nationalbanken vil føre sin pengepolitik som hidtil. Men ganske som nu vil det altså gælde, at der ikke kan føres nogen selvstændig færøsk penge- og rentepolitik.

Derfor må man nok sige, at overtagelse af penge- og valutapolitik som selvstyreområde og samtidig indgåelse af en valutaunion med Danmark vil være en indviklet måde at opretholde den gældende situation på.

Selvstændig valuta – fastkurspolitik

Såfremt det besluttet, at Færøerne (og det samme gælder Grønland) skal have egen valuta, har man samme valgmuligheder som i andre valutaområder. Men det vil blive en meget lille valuta, og den ensidige erhvervsstruktur vil give en række særlige udfordringer.

Den "mest faste" fastkurspolitik er det såkaldte currency board, hvor den lokale valuta holdes helt fast i værdi i forhold til en anden valuta. Et sådant valutasystem anvendes i dag i fx Estland, som har et currency board med en fast kurs i forhold til euro.

For Færøernes vedkommende kunne udgangspunktet være et currency board i forhold til danske kroner med omvekslingsforholdet 1:1.

I et currency board oprettes en centralbank, der fastsætter den pengepolitiske rente og intervenserer på valutamarkedet for at holde kursen. Men centralbanken er underlagt meget mekaniske handlemulighe-

der. Formålet med disse – ofte lovmæssigt fastsatte – begrænsninger på centralbanken er at sikre troværdighed.

Historien viser, at der både er vellykkede eksempler på currency boards, som fx Estland, og eksempler på eklatante fiaskoer, som fx Argentina.

Landet, der har valgt currency boardet, må nemlig selv forsvare sin valuta. Hvis der opstår spekulation mod valutaen, kan man ikke forvente bistand fra det land, hvis valuta man har knyttet sig til. Spekulation kan derfor nødvendiggøre meget drastiske renteforhøjelser.

Hvis risikoen for sammenbrud under spekulation skal fjernes, må der aftales en garanti fra en ekstern og meget solid part. I det færøske eksempel ville dette fx være en dansk statsgaranti for, at kursen i forhold til danske kroner kunne opretholdes. Med en sådan – beløbsmæssigt og tidsmæssigt ubegrænset garanti – ville ordningen vinde troværdighed, medmindre der da opstod spekulation i en afskaffelse af statsgarantien.

Men man kan ikke forestille sig en sådan ubegrænset garanti fra den danske stat uden nogen form for indsigt i eller kontrol med boardets eller de færøske myndigheders øvrige økonomisk-politiske dispositioner. Herudover vil den pengepolitiske rente være fuldstændig bestemt af den danske rente.

Så en sådan ordning ville i praksis ikke give Færøerne mere selvstændighed i den økonomiske politik end den nuværende situation med direkte brug af den danske krone som valuta. Det skal her understreges, at det faktum, at der eksisterer særlige færøske sedler, ikke er udtryk for, at man i dag har et currency board på Færøerne.

En traditionel fastkurspolitik vil være meget vanskelig på Færøerne, da økonomien er lille, og fangsten og fiskepriserne kan svinge meget. Selv for Island, der er en meget større økonomi, har fastkurspolitik i flere perioder voldt store problemer, og den islandske krone er flere gange blevet nedskrevet betydeligt. Og i dag har Island opgivet fastkurspolitikken.

En traditionel fastkurspolitik, hvor myndighederne søger at stabilisere valutakursen gennem interventioner og brug af renten, kræver undertiden meget krasse økonomiske indgreb for at skabe troværdighed. Den danske fastkurspolitik i forhold til euro og tidligere i forhold til D-mark har i dag en meget høj troværdighed. Men denne troværdighed baserer sig på over tyve års stadig fastholden af valutakursen samt den danske villighed til at stramme både penge- og finanspolitik, hvis det er nødvendigt for at sikre valutaen mod spekulative angreb.

Flydende valutakurs

Igen på grund af den ensidige erhvervsstruktur og valutaens beskedne størrelse vil en frit flydende færøsk valuta kunne blive udsat for meget

voldsomme kursbevægelser. I Island har man – ligesom i Sverige og Norge – valgt en flydende valutakurs, men har så forankret pengepolitikken i en målsætning om at styre inflationsudviklingen. En sådan model vil være meget vanskelig at anvende på Færøerne, idet kun en lille del af forbrugsvarerne produceres lokalt. Det er derfor begrænset, hvor stor effekt renten direkte har på inflationen. Renten vil især påvirke økonomien via dens indflydelse på valutakursen.

Internationalt set er erfaringerne med flydende kurser på meget små valutaer ofte dårlige. Hvis valutakursen bliver for svingende, fristes befolkningen og virksomhederne til i stedet for de lokale penge at anvende en eller flere udenlandske valutaer for at opnå større stabilitet.

Problemerne for små valutaer har i de senere år ført til en stigende interesse for valutaunioner og fælles valutaer, sådan som vi mest markant har set det med skabelsen af euroen.

4. AFSLUTNING

Sammenfattende vil jeg konkludere, at det selvfølgelig kan besluttes, at Færøerne og/eller Grønland skal have deres egen valuta. Men hvis man skal undgå risikoen for spekulation mod valutaen og meget store kursudsving, må en sådan egen valuta knyttes så stærkt til en anden valuta – i eksemplerne her den danske krone. En sådan tilknytning vil betyde, at det økonomisk set ikke giver flere frihedsgrader end den situation, man har i dag med danske kroner som valuta for hele Rigsfællesskabet.

Endelig vil jeg godt til allersidst slutte med at pege på det særlige forhold, at de finansielle markeder er meget følsomme over for forventninger om ændringer.

Hvis man åbner en debat på Færøerne eller i Grønland om overgang til en selvstændig valuta, kan man risikere, at alene debatten skaber spekulative bevægelser. Det kan føre til "run" på lokale pengeinstitutter, hvor indskuddene flyttes til danske pengeinstitutter, og til, at man på Færøerne massivt veksler færøske sedler til danske. Det sidste er uskadeligt, men omfattende flytning af indskud væk fra lokale pengeinstitutter kan skabe store problemer for erhvervslivet.

Derfor er penge- og valutaforhold et emne, myndighederne skal omgås med varsomhed. Hvis man vil foretage en ændring, skal man samtidig være klar med en helt præcis plan for, hvad der skal foregå, og hvordan man vil sikre valutaen, dvs. pengenes værdi i det nye regi. Finansielle markeder hader usikkerhed, og pengene kan flyttes meget hurtigt, hvis der opstår usikkerhed.

Pressemeddelelser

DEN 28. JUNI: TRE NYE VALUTAER I ERM2

Med virkning fra mandag den 28. juni 2004 er Estland, Litauen og Slovenien indtrådt i EUs valutakurssamarbejde, ERM2.

Centralkurs og udsvingsbånd for de tre landes valutaer er fastlagt i forhold til euro og fremgår af pressemeddelelser fra EU og ECB.

Nationalbanken hilser de nye deltagere velkomne i ERM2, hvor Danmark i en årrække har været eneste deltagerland.

Optagelsen af de nye lande medfører ingen ændringer i centralkurs, udsvingsbånd og øvrige vilkår for den danske krone i ERM2.

Pressemeddelelserne fra EU og ECB kan ses på Nationalbankens websted under Pengepolitik – Valutapolitik/ERM2.

DEN 30. JULI: SVANEKE VANDTÅRN PÅ TEMAMØNT

Svaneke vandtårn præger den femte mønt i serien af tårnmønter, som Nationalbanken udsender. Det karakteristiske, trebenede vandtårn tegnet af Jørn Utzon og opført i 1952 står som et vartegn for Svaneke. Vandtårnet bruges ikke mere til sit formål. Det blev taget ud af drift i 1988, da vandforsyningen i Svaneke blev lagt om. Tårnet blev bygningsfredet i 1990.

Billedhugger, professor Morten Stræde er kunstneren bag relieffet af Svaneke vandtårn. Om arbejdet med mønten fortæller Morten Stræde: "Det er en stor udfordring at skulle arbejde med en bygning af så stor geometrisk enkelhed, og stadig holde den nærværende. Jeg har derfor valgt at afbilde tårnet i en "menneskelig" synsvinkel, som tårnet møder den ankommende. Det har givet mulighed for at arbejde mere åbent skulpturelt med tårnets rum og proportioner. Og det har ikke mindst muliggjort, at den meget stramme bygning kunne placeres skulpturelt meningsfuldt på møntens runde flade."

Svaneke vandtårn er valgt som motiv blandt de mange forslag, Nationalbanken har modtaget. Svaneke tårnmønten udsendes som en 20-krone i 1,2 mio. eksemplarer. Den har samme størrelse og er af samme

materiale som de almindelige cirkulerende 20-kroner. På møntens forside vises Dronningens portræt i profil. Portrættet er udformet af billedhugger, professor Mogens Møller og har været anvendt på 10- og 20-kroner siden 2001. Mønten kan købes til pålydende værdi fra 2. august 2004 i pengeinstitutter og i Nationalbanken.

Den næste tårnmønt udsendes i starten af 2005.

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 3. september 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 AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente		Penge- markeds- rente, 3 mǎne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks KFX
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100
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	feb 04	2,11	4,22	5,23	275,94
2003 7. mar ...	2,50	2,70	2,50	mar 04	2,04	4,10	5,20	258,75
23. maj	2,50	2,65	2,50	apr 04	2,14	4,38	5,35	254,99
6. jun	2,00	2,15	2,00	maj 04	2,15	4,47	5,47	253,14
				jun 04	2,17	4,51	5,49	267,43
2004 3. sep	2,00	2,15	2,00	jul 04	2,16	4,61	5,41	266,31
				aug 04	2,14	4,41	5,28	267,18

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
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
maj 04	225,9	49,3	96,4	134,5	4,4	71,1	67,8
jun 04	227,6	49,5	105,6	140,5	12,4	92,3	60,6
jul 04	228,0	50,0	98,4	141,1	6,1	79,2	68,0
aug 04	228,5	49,8	109,3	136,9	14,2	93,5	57,7

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
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
maj 04	-3,6	-9,0	5,3	3,1	0,0	-1,1	7,3	67,8
jun 04	2,0	13,5	-11,5	4,1	0,1	0,2	-7,2	60,6
jul 04	19,5	12,4	7,1	0,4	0,3	-0,5	7,4	68,0
aug 04	-14,7	-3,8	-10,9	0,5	0,2	-0,2	-10,3	57,7

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.	
				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
feb 04	3.369,5	87,3	2.078,4	124,1	44,8	803,1	1.159,0	-89,5
mar 04	3.452,3	91,0	2.124,9	134,8	44,4	846,4	1.180,9	-68,3
apr 04	3.465,6	91,4	2.145,9	139,5	44,4	890,6	1.151,9	-84,8
maj 04	3.458,3	90,6	2.157,1	128,7	44,5	890,3	1.158,6	-73,3
jun 04	3.522,2	93,2	2.179,1	134,5	45,8	874,5	1.190,1	-40,0
jul 04	3.476,1	94,4	2.168,0	124,8	45,7	906,4	1.158,4	-55,0
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	...
feb 04	...	7,2	5,9	-19,4	23,6	2,5	2,5	...
mar 04	...	11,0	6,8	-21,3	19,0	7,7	1,5	...
apr 04	...	10,1	7,5	-20,5	15,4	7,7	2,9	...
maj 04	...	4,1	8,5	-18,0	14,9	7,8	2,9	...
jun 04	...	6,8	7,9	-16,8	15,4	8,9	3,1	...
jul 04	...	5,5	7,9	-22,0	15,2	11,0	3,3	...

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske monetære finansielle institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb	Indlån på anfor- dring	M1	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
feb 04	40,0	437,8	477,7	137,7	19,0	634,5	4,1	119,8	758,3
mar 04	39,9	437,0	476,9	141,1	19,2	637,2	3,5	120,7	761,4
apr 04	41,6	463,7	505,3	145,2	20,2	670,7	8,7	123,2	802,6
maj 04	41,7	471,8	513,5	144,6	20,1	678,1	9,1	117,0	804,3
jun 04	41,7	458,7	500,3	133,2	19,9	653,5	10,1	102,0	765,6
jul 04	42,3	476,7	519,0	154,7	19,9	693,6	8,9	103,6	806,1
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	...	...	12,5
feb 04	...	...	6,2	...	...	6,6	...	...	13,9
mar 04	...	...	8,3	...	...	10,8	...	...	18,6
apr 04	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	15,3
maj 04	...	...	7,9	...	...	9,0	...	...	14,3
jun 04	...	...	7,7	...	...	9,1	...	...	12,9
jul 04	...	...	8,3	...	...	10,3	...	...	14,1

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

Ultimo	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			
	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
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
apr 04	2.265,3	451,2	705,2	278,1	308,6	827,7	825,9	869,4
maj 04	2.223,4	447,6	706,7	279,9	304,5	792,7	775,8	877,4
jun 04	2.281,9	494,7	720,4	292,3	303,0	800,7	837,0	866,9
jul 04	2.210,6	439,2	706,0	291,1	291,7	801,9	760,8	890,8
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	21,8	18,8	4,0
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
apr 04	...	-3,2	7,5	12,0	6,9	10,8	7,9	1,9
maj 04	...	-4,8	10,5	14,0	7,7	3,6	-0,2	4,9
jun 04	...	-1,2	8,6	14,8	4,0	2,6	-5,4	9,6
jul 04	...	-5,4	9,5	15,9	4,6	0,1	-7,4	8,5

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er udlånet påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årsstigningstakt.

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
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
apr 04	1.628,3	52,8	1.431,9	1.098,9	296,4	114,8	22,6	1.537,3
maj 04	1.673,0	62,9	1.442,1	1.106,8	297,8	135,0	30,5	1.556,5
jun 04	1.728,2	87,7	1.453,2	1.115,7	298,9	160,0	26,9	1.590,3
jul 04	1.652,9	44,5	1.457,3	1.119,0	300,4	121,8	18,1	1.538,3
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
feb 04	...	-39,5	7,7	7,4	9,4	-26,1	-45,6	2,6
mar 04	...	-32,1	7,9	7,3	9,8	-17,8	13,8	2,3
apr 04	...	-5,3	7,8	7,3	9,8	9,7	56,7	6,8
maj 04	...	2,8	7,4	7,0	9,4	4,6	46,4	4,6
jun 04	...	-35,0	7,6	7,3	8,9	29,2	0,0	3,8
jul 04	...	-31,0	7,2	6,9	9,0	-1,0	15,6	3,6

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger 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	1.285,1	988,0	266,2
2003	2.087,7	1.343,7	683,1	693,2	271,6	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
feb 04	2.103,0	1.350,3	694,8	689,5	266,3	396,8	1.413,6	1.084,0	297,9
mar 04	2.150,1	1.372,2	718,5	723,4	278,4	418,5	1.426,6	1.093,8	300,0
apr 04	2.169,3	1.377,1	733,5	736,1	278,1	431,0	1.433,2	1.098,9	302,4
maj 04	2.180,9	1.386,7	735,0	737,6	279,9	431,1	1.443,3	1.106,8	303,9
jun 04	2.206,4	1.408,1	733,9	751,4	292,3	428,9	1.455,1	1.115,7	304,9
jul 04	2.195,5	1.410,1	721,8	736,9	291,1	415,3	1.458,5	1.119,0	306,5
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
feb 04	6,0	7,7	3,2	2,7	9,0	-0,9	7,7	7,4	9,1
mar 04	7,0	7,9	5,4	5,4	10,0	2,6	7,9	7,3	9,6
apr 04	7,5	8,2	6,6	7,1	12,0	4,6	7,8	7,3	9,6
maj 04	8,2	8,3	9,0	9,9	14,0	9,0	7,4	7,0	9,1
jun 04	7,8	8,8	6,2	8,1	14,8	4,6	7,6	7,3	8,7
jul 04	7,8	8,6	7,0	9,2	15,9	5,7	7,2	6,9	8,8

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er pengeinstitutternes udlån påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årstigningstakt.

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

		Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
				I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹	
Ultimo		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	
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
apr	04		100,6	762,6	568,7	331,5	1.431,9	85,9	...
maj	04		100,4	761,2	580,5	339,2	1.442,1	86,0	...
jun	04		98,0	753,9	601,3	351,1	1.453,2	86,8	120,4
jul	04		97,9	747,7	611,7	356,1	1.457,3	87,0	...

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
2. kv. 04	5,2	7,2	4,8	2,9	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
apr 04	5,3	7,3	4,8	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1
maj 04	5,2	7,2	4,8	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1
jun 04	5,2	7,2	4,8	2,9	1,5	1,1	1,7	2,1
jul 04	5,2	7,1	4,8	2,9	1,5	1,2	1,7	2,1

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

Ultimo	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
Mia.kr.							
1999	203,6	84,8	112,3	121,4	43,3	29,0	9,6
2000	258,1	100,5	147,3	140,8	56,8	49,0	10,4
2001	282,8	135,4	137,1	143,4	62,2	66,9	9,6
2002	288,9	180,8	89,5	153,6	68,9	52,7	8,9
2003	367,1	237,2	108,7	188,2	103,2	60,4	12,3
2. kv. 03	328,3	216,1	89,4	173,0	83,4	56,8	11,0
3. kv. 03	341,3	221,3	98,4	179,8	88,8	58,8	10,8
4. kv. 03	367,1	237,2	108,7	188,2	103,2	60,4	12,3
1. kv. 04	481,3	282,9	135,3	199,5	120,7	145,0	12,9
2. kv. 04	478,5	277,5	138,8	199,6	120,8	143,4	12,8
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
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	10,8	-0,7	1,0
1. kv. 04	...	40,0	17,1	7,5	12,6	80,0	0,6
2. kv. 04	...	1,2	5,1	5,1	2,8	0,0	0,1

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						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
feb 04	1.926,7	411,9	493,4	221,2	1.327,5	189,0	556,4	238,7
mar 04	1.972,8	443,0	501,7	242,2	1.364,0	199,1	530,0	224,9
apr 04	1.959,9	430,0	511,3	237,7	1.341,1	190,5	519,1	225,2
maj 04	1.960,2	434,3	488,4	245,7	1.360,9	186,9	515,2	218,5
jun 04	1.988,7	454,8	493,4	249,6	1.382,8	202,9	543,3	228,5
jul 04	1.944,0	456,5	493,3	260,8	1.340,3	193,3	539,3	227,9

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	-21,6	40,1
2002	60,1	18,1	78,2	-27,5	-23,4	27,3
2003	65,3	24,8	90,0	-25,8	-25,3	38,9
jul 02 - jun 03	65,0	21,6	86,6	-30,2	-25,2	31,2
jul 03 - jun 04	60,5	32,4	92,9	-21,6	-27,0	44,3
jan 04	3,3	1,2	4,5	-2,4	1,8	3,9
feb 04	3,7	2,4	6,1	0,3	-3,9	2,5
mar 04	6,4	2,7	9,1	-3,0	-1,9	4,2
apr 04	4,7	2,7	7,4	-3,6	-2,6	1,2
maj 04	4,1	3,4	7,5	0,5	-2,5	5,6
jun 04	6,4	3,4	9,8	0,4	-3,5	6,8

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				
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	40,1	-107,9	92,5	-35,0	5,9	31,8	27,5
2002	27,3	-44,6	52,4	1,0	20,2	-10,9	45,4
2003	38,9	-8,2	17,9	-99,7	72,0	9,8	30,8
aug 02 – jul 03	32,7	-28,9	28,9	-22,1	45,5	-5,7	50,5
aug 03 – jul 04	...	14,2	-15,1	-90,0	-12,1	...	-4,2
feb 04	2,5	-3,1	-0,9	-27,8	9,8	11,4	-8,2
mar 04	4,2	9,8	-13,2	28,9	-18,9	-1,7	9,1
apr 04	1,2	-1,1	3,4	-26,1	25,1	5,1	7,6
maj 04	5,6	-5,8	-0,2	5,9	-8,7	6,0	2,8
jun 04	6,8	5,2	-12,2	13,5	-19,1	7,5	1,7
jul 04	...	2,8	-1,6	-18,3	14,0	...	0,4

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	64,8	9,1	-121,4	-21,9
feb 04	-17,8	7,2	-0,4	-9,8	-7,0
mar 04	15,0	21,5	-2,3	-2,2	-3,1
apr 04	-5,6	-0,2	0,3	-19,4	-1,2
maj 04	1,3	2,0	-1,9	5,2	-0,7
jun 04	14,5	3,5	12,6	-12,6	-4,5
jul 04	-6,1	-2,4	0,6	-9,8	-0,6

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.			
	Mia.kr.						
Ultimo							
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	580	30	301	442	755	228	2.336
1. kv. 03	572	30	226	407	828	202	2.265
2. kv. 03	584	30	246	421	894	240	2.416
3. kv. 03	584	30	273	405	844	234	2.371
4. kv. 03	580	30	301	442	755	228	2.336
1. kv. 04	575	30	339	460	789	219	2.412
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	771	983	3	2.554
1. kv. 03	33	551	144	815	983	1	2.528
2. kv. 03	33	567	164	822	1.078	3	2.666
3. kv. 03	33	572	180	824	1.019	3	2.632
4. kv. 03	33	575	189	771	983	3	2.554
1. kv. 04	33	570	203	835	982	1	2.625
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	-329	-228	224	-218
1. kv. 03	539	-521	82	-408	-155	202	-263
2. kv. 03	551	-537	82	-400	-184	237	-251
3. kv. 03	551	-542	93	-419	-175	231	-261
4. kv. 03	548	-545	112	-329	-228	224	-218
1. kv. 04	542	-540	136	-375	-193	218	-213

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		
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	1.398,3	659,3	371,8	279,6	-3,7	1.307,0	605,0	513,6
2. kv. 03	347,5	162,7	93,4	67,7	0,8	324,5	147,5	124,5
3. kv. 03	346,6	161,3	93,3	67,8	-2,1	320,2	152,3	126,0
4. kv. 03	367,0	174,0	95,8	78,2	-3,5	344,6	156,4	133,9
1. kv. 04	348,6	168,0	91,9	67,1	1,9	328,9	151,2	131,6
2. kv. 04	361,8	169,8	95,2	71,7	0,4	337,1	163,2	138,5
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	0,5	0,8	1,0	0,1	...	0,3	0,0	-0,6
2. kv. 03	-1,4	-0,3	1,3	-6,2	...	-2,5	-1,5	-3,8
3. kv. 03	0,4	1,2	0,3	1,5	...	-0,1	-1,2	-2,5
4. kv. 03	1,4	2,6	0,6	6,2	...	2,5	-0,9	1,3
1. kv. 04	1,4	3,3	-0,5	2,7	...	2,2	0,9	2,4
2. kv. 04	2,5	3,6	-0,3	6,6	...	3,2	7,1	9,4
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
2. kv. 03	-0,8	0,1	0,2	-2,0	...	-1,3	-1,0	-2,1
3. kv. 03	0,8	0,8	-0,4	5,0	...	1,2	-0,4	1,4
4. kv. 03	0,5	2,0	0,3	3,6	...	2,0	0,0	2,0
1. kv. 04	1,0	0,4	-0,5	-3,1	...	0,4	2,2	1,1
2. kv. 04	0,2	0,4	0,2	1,5	...	-0,2	5,0	4,7

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	1,8	0,4	2,6	1,8	2,7	7,9	2,2					
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	10,9	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	-0,8	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					
2. kv.	0,8	1,1	1,4	5,2	0,0	1,4	-0,3	2,2	4,0	1,0					

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2002.

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

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

HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 19

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	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	6,2	102,7	107,8	3.039	96.502	1	-6	-18	-2
Sæsonkorrigeret									
mar 04	6,4	101,7	111,7	231	9.156	5	1	-7	11
apr 04	6,4	105,9	111,8	256	9.764	6	1	-5	3
maj 04	6,4	105,3	108,9	246	9.012	7	3	-6	13
jun 04	6,4	103,7	112,6	214	9.825	7	6	-7	15
jul 04	6,2	...	112,7	213	9.340	8	8	-8	12
aug 04	...	...	...	...	...	10	8	-7	16

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 20

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
1999	2.721	1.901	114,6	114,3	110,1	143,7
2000	2.736	1.917	118,7	118,3	113,9	153,0
2001	2.746	1.922	123,7	123,4	117,3	162,0
2002	2.741	1.907	128,5	128,4	120,7	168,0
2003	2.720	1.885	133,3	133,7	124,3	173,2
Sæsonkorrigeret						
2. kv. 03	2.720	1.883	132,3	132,6	123,9	173,2
3. kv. 03	2.718	1.885	134,3	134,5	124,6	175,0
4. kv. 03	2.719	1.883	135,1	135,8	125,6	175,0
1. kv. 04	2.729	1.889	136,0	136,7	126,5	178,1
2. kv. 04	2.731	1.885	136,4	137,8	127,4	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
1999	2,1	2,6	4,2	4,1	2,9	6,7
2000	0,6	0,9	3,6	3,5	3,5	6,4
2001	0,4	0,3	4,2	4,3	3,0	5,9
2002	-0,2	-0,8	3,9	4,0	2,9	3,7
2003	-0,7	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,1
2. kv. 03	-0,8	-1,1	3,8	4,0	3,1	2,9
3. kv. 03	-0,8	-1,3	3,7	4,3	2,8	3,3
4. kv. 03	-0,6	-1,2	3,5	4,0	2,7	3,3
1. kv. 04	0,2	0,1	3,3	3,5	2,7	5,0
2. kv. 04	0,4	0,1	3,1	3,9	2,8	...

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
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
maj 04	744,06	1.107,53	81,46	90,62	620,24	5,5293	483,03
jun 04	743,42	1.119,18	81,31	89,73	612,49	5,5964	489,36
jul 04	743,55	1.116,87	80,85	87,73	606,26	5,5457	486,93
aug 04	743,65	1.110,96	80,96	89,26	610,81	5,5280	483,29

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 22

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i eurområdet
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					1996=100
1999	99,6	213,0	203,7	104,3	102,8	103,8
2000	95,6	219,3	208,3	100,6	98,6	106,0
2001	96,9	224,4	213,5	101,8	101,2	108,5
2002	97,7	229,9	217,1	103,5	103,3	110,9
2003	101,2	234,7	220,9	107,5	108,2	113,2
mar 04	102,1	237,5	223,6	108,4	109,9	115,0
apr 04	101,4	237,7	224,4	107,5	...	115,5
maj 04	101,8	238,3	225,0	107,8	...	115,9
jun 04	101,8	237,9	224,7	107,8	109,2	115,9
jul 04	102,0	237,0	224,7	107,6	...	115,7
aug 04	101,9	...	...	...	...	...
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	2,2
2003	3,6	2,1	1,7	3,9	4,8	2,1
mar 04	1,4	0,7	1,2	1,0	3,1	1,7
apr 04	0,6	0,8	1,5	0,0	...	2,0
maj 04	-0,1	1,3	1,9	-0,7	...	2,5
jun 04	-0,4	1,1	1,9	-1,1	1,1	2,4
jul 04	0,2	1,3	1,9	-0,4	...	2,3
aug 04	0,4	...	...	...	...	...

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 apreciering 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 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.