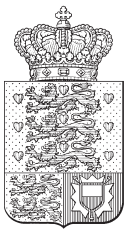
Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 2. kvartal

2002



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



Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 2. kvartal

2002

Det lille billede på forsiden viser et karakteristisk udsnit af Nationalbankens bygning, Havnegade 5 i København. Bygningen, der er opført i årene 1965-78, er tegnet af arkitekt Arne Jacobsen (1902-71).

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen
Redaktør: Anders Møller Christensen

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:
Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K
Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63
E-mail: info@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

Tryk: Scanprint as, Viby J
ISSN 0107-1289
(Online) ISSN 1398-3857

Kvartalsoversigt – 3. kvartal 2002 planlægges offentliggjort 17. september 2002.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling 1

Euromønter fra Monaco, San Marino og Vatikanet 19

Det danske pengemarked 23

Anders Mølgaard Pedersen, Økonomisk Afdeling, og Michael Sand, Handelsafdelingen

I artiklen gøres status over de seneste års udvikling på det danske pengemarked. Der ses på både udviklingen i omsætningen og prisstillelsen. Pengemarkedet er generelt set velfungerende.

Stabilitets- og vækstpagten – status i 2002 41

Tina Winter Frandsen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Internationalt kontor

Størsteparten af EU-landene lever trods vækstafmatningen op til stabilitets- og vækstpagten i 2002, men nogle lande har dog problemer. Først i 2004 ventes EU-landene samlet set at leve op til pagtens centrale bestemmelse om, at de offentlige budgetter skal være tæt på balance eller i overskud.

Fra irske pund til euro 51

Ulrik Bie, Økonomisk Afdeling

Introduktionen af eurosedler og -mønter forløb uden problemer i Irland, og euroen fortrængte det irske pund i daglige transaktioner inden for få dage. Forløbet fra planlægning til nu beskrives. Forskellige offentlige myndigheder og Den Irske Centralbank spillede afgørende roller i forberedelsen af overgangen.

Rentetilpasningslån 59

Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling, og Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen

Den hastige udbredelse af rentetilpasningslån har formentlig styrket pengepolitikkens gennemslag på aktiviteten. Lånene er risikomæssigt langt mere komplicerede end traditionelle faste realkreditlån, men har hidtil været billigere. Selv moderate rentestigninger kan give husstande med stramme budgetter problemer.

Japans økonomiske krise og pengepolitikkens muligheder 77
Niels C. Beier, Økonomisk Afdeling
Japan er i økonomisk krise. Den korte rente er nul, priserne falder, den offentlige gæld er høj og stigende, og banksektoren er svag. I de senere år er der fremsat forskellige forslag til at bringe Japan ud af krisen. Nogle af de forslag, som vedrører pengepolitikken gennemgås.

Grundlag for Bodil Nyboe Andersens udtalelser på Realkreditrådets årsmøde den 11. april 2002..... 95

Tabelafsnit

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra midten af februar til midten af maj 2002

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

I de seneste måneder er billedet af en global økonomisk opgang blevet tydeligere, om end dens styrke fortsat er usikker. Opsvinget har været ledet af USA, men der er også visse tegn på fremgang i euroområdet. Olieprisen er i lyset af bl.a. konflikten i Mellemøsten steget ca. 30 pct. siden midten af februar, men er fortsat lavere end i store dele af 2000 og 2001, jf. figur 1. Dollaren er blevet svækket en anelse over for euroen, men grundlæggende har kursen mellem dollar og euro i mere end 2 år været nogenlunde stabil omkring 0,90 dollar pr. euro. Dollar er også blevet svækket over for yen og britiske pund.

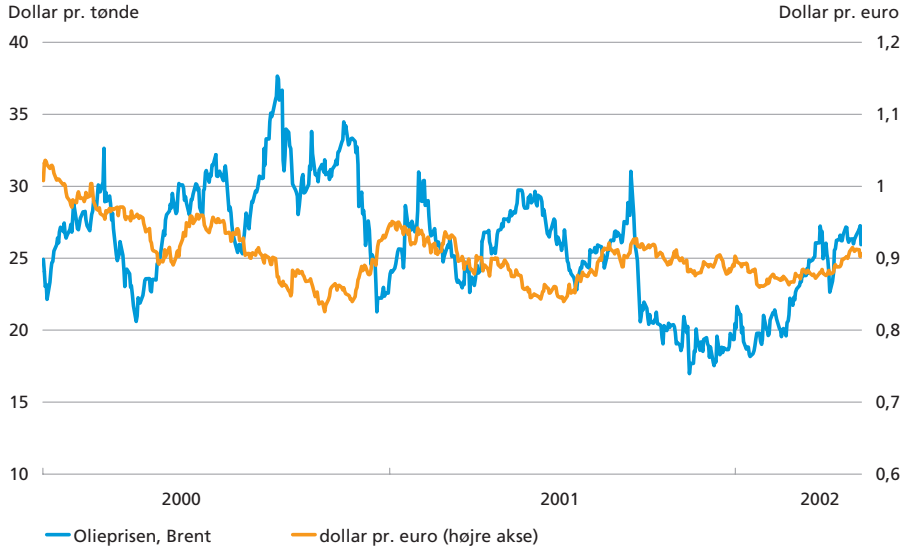
De fleste nøgletal peger på et igangværende opsving i amerikansk økonomi, jf. figur 2. Industriproduktionen er begyndt at stige efter at være faldet gennem hele 2001. Beskæftigelsen steg i april for første gang siden juli 2001. Virksomhedstilliden i fremstillingssektoren har siden februar ligget over indeksværdien 50, hvilket indikerer stigende produktion. Endvidere er forbrugertilliden steget, så den i dag er på samme niveau som før terrorhandlingerne i september 2001.

Ifølge det første skøn for nationalregnskabet steg BNP i 1. kvartal 2002 med 1,4 pct. i forhold til kvartalet før. Det skyldes især et positivt vækstbidrag fra lagrene, som blev kraftigt nedbragt i 2001. Da BNP også steg i kvartalet før, har 3. kvartal 2001 været det eneste kvartal i afmatningen med negativ vækst. I hele perioden med lav vækst er det private forbrug vokset robust, understøttet af bl.a. en lav kort rente, skattelettelser og omlægninger af boliglån, mens de faste investeringer er faldet. Herudover har der været en betydelig vækst i det offentlige forbrug.

Hermed tyder alt på, at den recession, som forsknings- og analyseinstituttet NBER[1] daterede til at være begyndt i marts 2001, nu er afsluttet. Målt ved nedgangen i BNP vil det gøre denne recession til en af de mildeste i NBERs opgørelsesperiode. Udviklingen bekræfter, at recessioner i amerikansk økonomi ofte er forholdsvis korte, og længden kan endda være yderligere afkortet de seneste år som følge af bedre systemer til

[1] National Bureau of Economic Research.

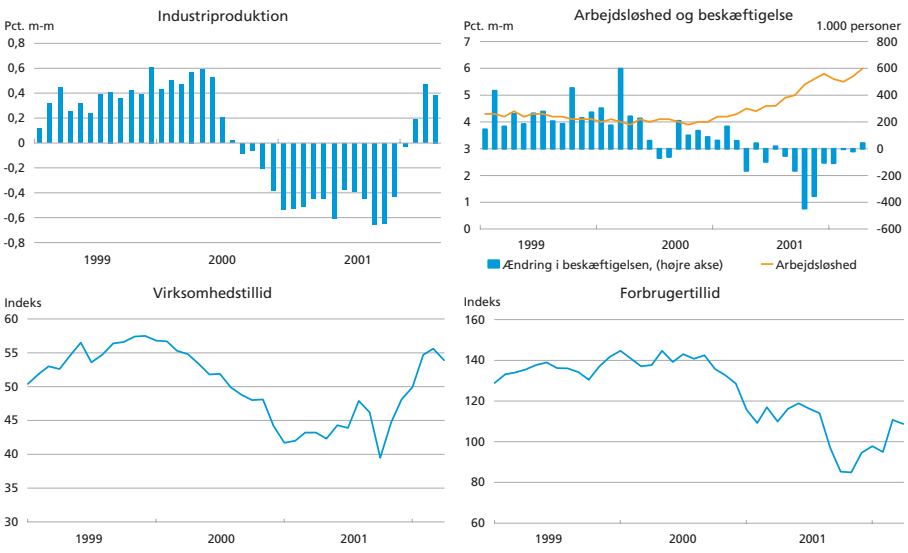
OLIEPRISEN OG DOLLAR OVER FOR EURO — Figur 1



Kilde: EcoWin.

produktions- og lagerstyring, som sætter virksomhederne i stand til at reagere hurtigere på ændrede betingelser. Den kraftige lagerkorrektion i 2001 vidner netop om, at virksomhederne er blevet bedre til at justere deres produktionsbeslutninger tidligt i konjunkturforløbet.

MAKROØKONOMISKE NØGLETAL FOR USA — Figur 2



Anm.: Den procentvise ændring i industriproduktionen fra måned til måned er beregnet på 3-måneders glidende gennemsnit. Virksomhedstilliden er Institute of Supply Management's indeks for fremstillingssektoren. En indeksværdi på 50 svarer til uændret produktion. Forbrugertilliden er målt ved Conference Boards indeks.

Kilde: EcoWin.

Trods den økonomiske nedgang i 2001 er produktiviteten fortsat med at vokse robust. Typisk for et begyndende opsving steg produktivitetsvæksten yderligere i 1. kvartal 2002. En kortere periode med dæmpet vækst i investeringerne kan udmærket være forenelig med en stigende produktivitetsvækst, da udnyttelsen af det eksisterende kapitalapparat i denne periode kan foregå mere effektivt. Den fortsat høje produktivitetsvækst har medvirket til at dæmpe udviklingen i forbrugerpriserne, som i april steg med 1,6 pct. år-til-år. Ekskl. energi og fødevarer var den årlige stigning i forbrugerpriserne 2,5 pct.

Penge- og finanspolitikken i USA er blevet anvendt meget aktivt for at imødegå den stigende forretningsløshed. I løbet af 2001 nedsatte den amerikanske centralbank sin toneangivende rente, fed funds target rate, 11 gange til 1,75 pct., hvilket er det laveste niveau i 40 år. Ved mødet den 19. marts skiftede Federal Open Market Committee (FOMC) imidlertid syn på den økonomiske situation fra "overvægt af risici for økonomisk afmatning" til "balancerede risici". Ændringen af vægtningen af de økonomiske risici var FOMCs første siden december 2000. Boks 1 redegør kort for FOMCs kommunikation efter de pengepolitiske møder.

Finanspolitikken er ligeledes blevet lempet betydeligt. I begyndelsen af marts godkendte kongressen en pakke med stimuleringstiltag, som i finansåret 2002[1] beløber sig til ca. 50 mia.dollars. Dertil skal lægges skattelettelserne vedtaget sidste år og udgiftsforøgelserne efter terroraktionen. Kongressens budgetkontor reviderede for nyligt sit skøn for det føderale budget, så der nu regnes med underskud på henholdsvis 0,4 og 0,3 pct. af BNP i finansårene 2002 og 2003. Lempelserne af finanspolitikken har desuden medført en markant forringelse af den strukturelle saldo for den offentlige sektor. Fra OECDs forårsprognose 2001 til forårsprognosen 2002 er skønnet på USAs cyklisk korrigerede budgetsaldo for kalenderåret 2002 blevet ændret fra et overskud på 1,5 pct. af BNP til et underskud på 0,7 pct. af BNP.

Den 10-årige amerikanske statsobligationsrente steg fra midten af februar til midten af maj med ca. 40 basispoint til 5,25 pct., jf. figur 3. I løbet af perioden er den 10-årige statsobligationsrente både steget og faldet i takt med skiftende holdninger til styrken af opsvinget. Aktiekursindekset S&P500 steg frem til midten af marts, men aftog igen i april, jf. figur 4. Faldet i aktiekurserne i april skyldes primært et mere dæmpet syn på robustheden af opsvinget og mindre positive regnskabsmeddelelser end ventet. Set over hele perioden fra midten af februar til midten af maj var S&P500 stort set uændret.

---

[1] Det amerikanske finansår 2002 løber fra 1. oktober 2001 til 30. september 2002.

FOMCs KOMMUNIKATION EFTER PENGEPOLITISKE MØDER Boks 1

Pengepolitiske beslutninger i USA træffes af Federal Open Market Committee (FOMC), der består af Forbundsbankens direktion og direktører i distriktsbankerne. FOMC mødes otte gange om året. På disse møder vedtages et mål for dag-til-dag renten på interbankmarkedet (federal funds rate), som styres ved hjælp af markedsoperationer med bankerne. FOMC kan også træffe beslutning om at ændre målet for federal funds rate uden for den regelmæssige møderække.

FOMC har gennem årene ændret på sin kommunikation efter pengepolitiske møder. Før 1994 udsendte FOMC ingen meddelelser efter møderne, og det var i stedet op til markedsdeltagerne selv at udlede rentemålet på baggrund af centralbankens operationer. Fra 1994 begyndte FOMC at udsende en pressemeddelelse efter møder med renteændringer. Det blev i 1998 udvidet til, at FOMC også begyndte at annoncere skift i komiteens syn på den sandsynlige udvikling i federal funds rate. Denne praksis blev anvendt første gang efter mødet i maj 1999, hvor FOMC undlod at ændre rentemålet, men meddelte, at den hældede til en renteforhøjelse i fremtiden.

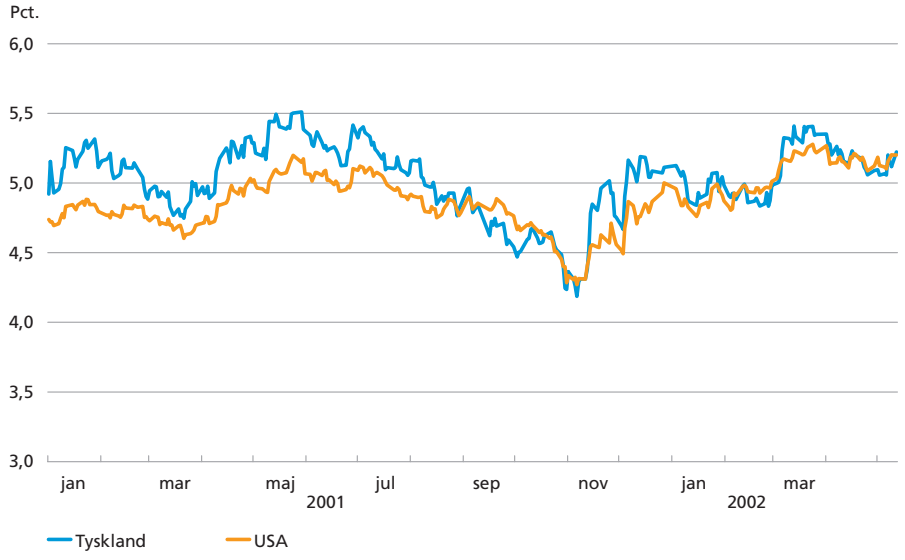
Den nye praksis skabte dog en del forvirring blandt markedsdeltagerne. Bl.a. var der usikkerhed om, hvorvidt annonceringen var udtryk for et større eller mindre skift i FOMCs vurdering af udviklingen i rentemålet. Det var heller ikke klart, om annonceringen vedrørte det næste eller et senere FOMC-møde. På den baggrund besluttede FOMC i december 1999 at ændre sin kommunikation til den nuværende praksis. FOMC udsender i dag en pressemeddelelse efter hvert møde, hvor argumenterne for rentebeslutningen nævnes. Desuden indeholder meddelelsen FOMCs syn på vægtningen af de økonomiske risici i forhold til centralbankens to hovedmål om stabile priser og økonomisk vækst. I praksis sker dette ved, at FOMC betegner den økonomiske situation som karakteriseret ved "en overvægt af risici for økonomisk afmatning", "en overvægt af risici for højere inflation" eller "balancerede risici".

Til og med FOMC-mødet i oktober 2000 vurderede FOMC, at den økonomiske situation var præget af "overvægt af risici for højere inflation". På mødet i december 2000 skiftede FOMC dog vurdering til "overvægt af risici for økonomisk afmatning". Denne vurdering blev fastholdt frem til og med mødet i januar 2002.

På mødet i marts 2002 besluttede FOMC fremover at offentliggøre den individuelle stemmeafgivelse om rentemålet i pressemeddelelsen efter FOMC-mødet. Information herom er tidligere blevet offentliggjort med en vis forsinkelse i mødereferatet.

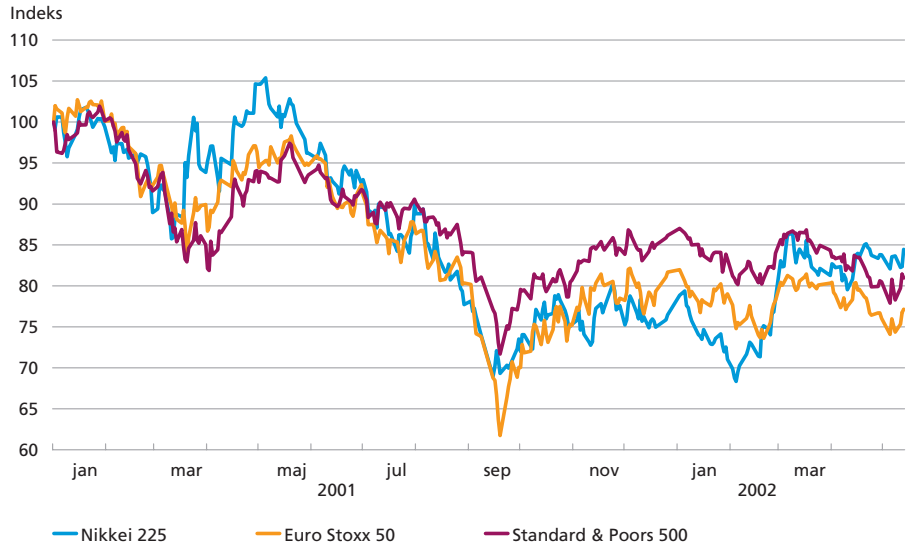
I de kommende måneder ventes et fortsat positivt vækstbidrag fra lagerinvesteringer at understøtte opsvinget. Et mere varigt opsving vil dog kræve, at erhvervsinvesteringerne viser fornyet vækst. Konsensusskønnet for væksten i 2002 er på det seneste blevet opjusteret markant, jf. figur 5, men er fortsat noget lavere end det typiske forløb efter tidligere recessioner. Det mere dæmpede vækstskøn skyldes især, at det private forbrug ikke ventes at vokse så kraftigt som efter tidligere recessioner som følge af den fortsat lave private opsparingskvote. Samtidig kan en stigende arbejdsløshed og stigende energipriser lægge en dæmper på

10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONSRENTER I USA OG TYSKLAND Figur 3



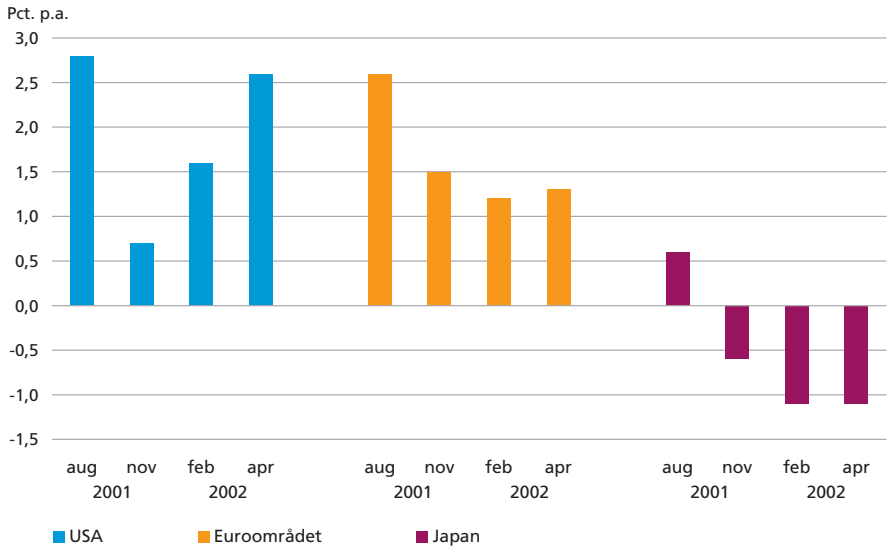
forbrugsvæksten. Herudover er tidspunktet for en opgang i investeringerne endnu uklart på baggrund af virksomhedernes hidtil svage indtjening. Alt i alt er der fortsat en risiko for, at opsvinget viser sig ikke at blive selvbærende.

AKTIEKURSER I USA, JAPAN OG EUROOMRÅDET Figur 4



Anm.: Værdi af aktiekursindekset 1. januar 2001 = indeks 100.

KONSENSUSSKØN OVER VÆKSTEN I 2002 Figur 5



Anm.: Tidsaksen angiver, hvornår skønnene er udarbejdet.
Kilde: Consensus Forecast publiceret af Consensus Economics Inc.

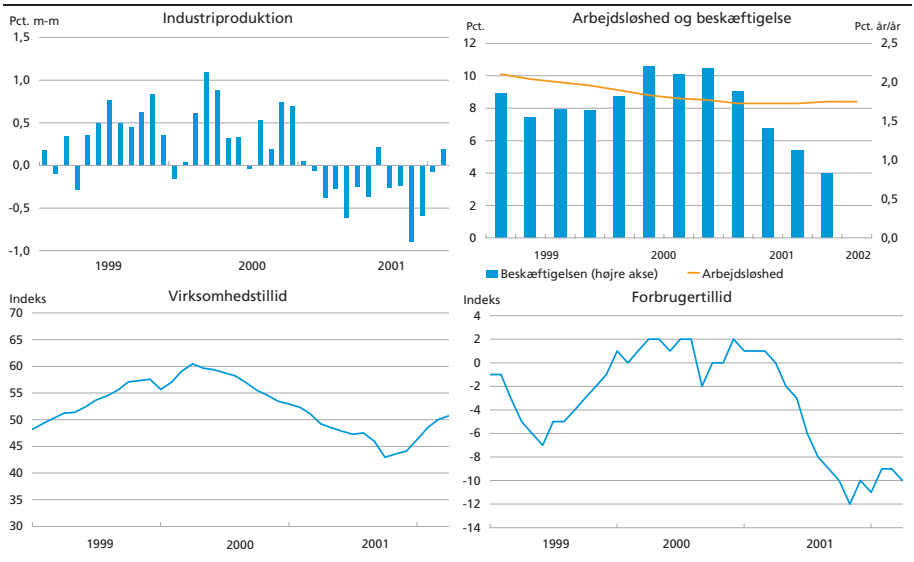
I Japan faldt BNP i 4. kvartal 2001 med 1,2 pct., hvilket var tredje kvartal i træk med produktionsfald. Det private forbrug steg en anelse, men faldende investeringer trak væksten ned. Data for de første måneder af 2002 tyder ikke på nogen mærkbar fremgang i den indenlandske efterspørgsel, og konsensusskønnet for væksten i år er uændret negativt. Opsvinget i USA og det seneste års svækkelse af yen har dog forbedret udsigterne for den japanske eksport, hvilket også har vist sig i de seneste handelstal og i en stigning i industriproduktionen.

Forbrugerpriserne faldt i Japan i 2001 for tredje år i træk. Ultimo februar fremlagde regeringen en såkaldt anti-deflationspakke til imødegåelse af de faldende priser. Pakken indeholdt en række initiativer, herunder øget opkøb af dårlige banklån og begrænsninger på mulighederne for at spekulere i faldende aktiekurser[1]. Efterfølgende steg Nikkei-indekset med ca. 10 pct. op til afslutningen på regnskabsåret ultimo marts, hvilket forøgede værdien af banksektorens aktiebeholdninger.

Den japanske centralbank, Bank of Japan, vedtog på sit møde den 28. februar en række yderligere lempelser af pengepolitikken. Bl.a. besluttede Bank of Japan at øge målsætningen for det månedlige opkøb af statsobligationer fra 800 mia.yen til 1.000 mia.yen. Bank of Japan har de

[1] Initiativerne var rettet mod såkaldt *short*-salg af aktier. Ved disse forretninger lånes en aktie, der omgående sælges spot. Hvis aktien efterfølgende falder i kurs, opnås en kursgevinst, når aktien skal leveres tilbage.

MAKROØKONOMISKE NØGLETAL FOR EUROOMRÅDET Figur 6



Anm.: Den procentvise ændring i industriproduktionen fra måned til måned er beregnet på 3-måneders glidende gennemsnit. Virksomhedstilliden er Reuters indeks for indkøbschefer (PMI) i fremstillingssektoren. En indeksværdi på 50 svarer til uændret produktion. Forbrugertilliden er målt ved EU-Kommissionens indeks.
Kilde: EcoWin.

seneste år lempet pengepolitikken kraftigt uden at kunne hindre faldende priser og lav vækst, og mulighederne med traditionel pengepolitik må anses for udtømte[1].

BNP i euroområdet faldt i 4. kvartal 2001 med 0,2 pct., hvilket var det første kvartalsvise fald siden 1993. Nedgangen i BNP skyldtes især et fortsat fald i investeringerne, idet privatforbruget steg svagt. Den negative vækst dækkede over fald i BNP i både Tyskland, Frankrig og Italien. I Tyskland faldt BNP også i 3. kvartal.

Flere nøgletal tyder dog på, at nedgangen i euroområdet er vendt i 1. kvartal 2002. Der har således været en stigning i tilliden i fremstillingssektoren, som i april var over indeksværdien 50, jf. figur 6. De fleste nationale indikatorer for erhvervstilliden med en længere historie, fx det tyske IFO-indeks, er også steget. I overensstemmelse med tillidsindikatorerne har industriproduktionen de seneste måneder vist tegn på fremgang efter at være faldet gennem 2001. Derimod har der foreløbig ikke været klare indikationer på en opgang i privatforbruget. Bilsalget har været aftagende i begyndelsen af 2002, og detailsalget faldt i januar, men steg dog i februar. Forbrugertilliden er steget moderat efter et kraftigt fald i 2001.

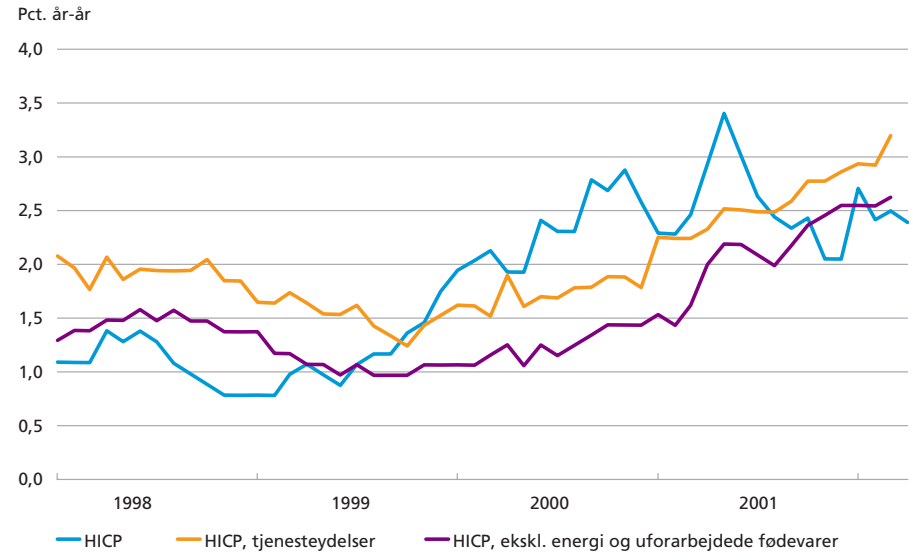
[1] Se Niels C. Beier, Japans økonomiske krise og pengepolitikkens muligheder, denne *kvartalsoversigt*, side 77.

I modsætning til USA har arbejdsløsheden i euroområdet været stort set uændret i perioden med afmatning, og beskæftigelsen fortsatte med at vokse, dog med aftagende stigningstakt. Den uændrede arbejdsløshed i 2001 og begyndelsen af 2002 kommer efter en årrække med uafbrudt fald i arbejdsløsheden. At arbejdsløsheden i euroområdet ikke er steget kan skyldes, at nedgangen kun blev forventet at være kortvarig. Den uændrede arbejdsløshed kan dog også afspejle forskelle i virksomhedernes reaktionsmønstre i USA og i flere europæiske lande.

Alt i alt peger indikatorerne på, at opsvinget i euroområdet kommer senere end i USA, og det ventes at blive mere gradvis, jf. konsensusskønnet for væksten i 2002. Det skyldes delvis, at der i euroområdet ventes et mindre vækstbidrag fra lagerinvesteringer i begyndelse af opsvinget. Styrken af opsvinget i euroområdet vil bl.a. afhænge af udviklingen i det private forbrug. Den højere private opsparingskvote i euroområdet indebærer, at risikoen for en nedadrettet korrektion af forbrugsvæksten er mindre end i USA. Herudover vil en opgang i andre dele af verden, særligt i USA, have positiv effekt på eksporten fra euroområdet og dermed understøtte opsvinget.

Inflationen i euroområdet målt ved stigningen år-til-år i det harmoniserede prisindeks HICP faldt i anden halvdel af 2001, men steg igen i de første måneder af 2002, jf. figur 7. I april var inflationen 2,4 pct. Den højere inflation i begyndelsen af 2002 kan især henføres til prisstigninger på frugt og grønt, afgiftsforhøjelser og stigende energipriser. I de

INFLATIONEN I EUROOMRÅDET Figur 7



Kilde: EcoWin.

kommende måneder vil den målte inflation blive dæmpet af, at store prisstigninger på fødevarer i foråret 2001 indgår i basisperioden. ECB har dog for nylig udtrykt bekymring for, om inflationen kommer under 2 pct. i gennemsnit for 2002. ECBs definition af prisstabilitet er en årlig stigningstakt i HICP på under 2 pct. på mellemlangt sigt.

Opgjort ved HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer har kerneinflationen været stigende siden begyndelsen af 2000. En del af denne stigning kan skyldes indirekte effekter fra tidligere prisstigninger på energi og fødevarer. Inflationen er dog også steget markant for tjensteydelser, hvor råvarepriserne har mindre betydning. Afrunding til priser i euro i forbindelse med indførelsen af eurosedler og -mønter ved årsskiftet kan have medvirket moderat til den seneste stigning i inflationen for serviceydelser.

Væksten i pengemængden M3 er aftaget de seneste måneder. Væksten i M3 nåede et toppunkt i december 2001, hvor den var 8,2 pct., men er siden faldet til 7,3 pct. i marts. Det er fortsat over ECBs referenceværdi på 4½ pct. Ifølge ECB skal den høje vækst i M3 ses i lyset af en stor efterspørgsel efter likvide midler i efteråret 2001 som følge af usikkerhed på de finansielle markeder. Den seneste tids aftagende vækst i M3 tyder på en igangværende normalisering af pengeefterspørgslen i euroområdet. Væksten i udlånet til den private sektor er faldet siden 1. halvdel af 2001 og var 5,5 pct. i marts. ECB har ikke ændret renten siden 8. november sidste år, hvor minimumsbudrenten blev nedsat til 3,25 pct.

I Storbritannien har en robust indenlandsk efterspørgsel mildnet effekten af den globale afmatning. Især har væksten i det private forbrug været høj, understøttet af stigende huspriser og en høj udlånsvækst. BNP var stort set uændret i både 4. kvartal 2001 og 1. kvartal 2002, men indikatorer for erhvervstilliden, herunder også i fremstillingssektoren, peger dog på fremgang. Inflationen målt ved prisindekset RPIX var 2,3 pct. i marts og har i hele perioden været tæt på Bank of Englands inflationsmål på 2,5 pct. Bank of England har ikke ændret renten siden november 2001.

Sveriges Riksbank hævede på de pengepolitiske møder den 18. marts og den 25. april reporenten med 0,25 pct. pr. gang til samlet 4,25 pct. Renteforhøjelserne blev begrundet med, at inflationen på 1-2 års sigt vurderedes at ligge over Riksbankens inflationsmål på 2 pct., dog inden for målzonen på +/- 1 pct. Opjusteringen af inflationsskønnet skal ses i sammenhæng med klarere tegn på opsving både internationalt og i Sverige. Desuden påpegede Riksbanken, at de ledige resurser i økonomien kan være mindre end tidligere antaget, hvilket bl.a. har givet sig

udslag i højere lønstigninger end ventet. Inflationen målt ved UND1X-indekset (forbrugerpriserne renset for renteomkostninger og indirekte skatter) faldt fra 3,4 pct. i marts til 2,8 pct. i april og ventes at falde yderligere i de følgende måneder.

Riksbanken var frem til midten af maj den eneste europæiske centralbank, som havde forhøjet sin styrerente i løbet af 2002. Uden for Europa har centralbankerne i Australien, Canada og New Zealand hævet de pengepolitiske renter. Der er dog ikke tale om nogen entydig global tendens til renteforhøjelser. Den schweiziske centralbank nedsatte den 2. maj sin målkorridor for 3-måneders pengemarkedsrenten med 0,50 pct. til 0,75-1,75 pct. Rentenedsættelsen skete med henvisning til, at den seneste tids hastige styrkelse af schweizerfranc ville svække det igangværende opsving. Målsætningen for pengepolitikken i Schweiz er at opnå stabile priser defineret som en årlig stigning i det nationale forbrugerprisindeks på under 2 pct. Pengepolitikken styres normalt efter en inflationsprognose på mellemlangt sigt, og den viser ikke tegn på et opadrettet prispres. Den schweiziske centralbank meddelte ved rentenedsættelsen, at den vil forsøge at holde 3-måneders pengemarkedsrenten i midten af målkorridoren.

Den økonomiske situation i Argentina er fortsat usikker oven på de politiske uroligheder i december, som var kulminationen på tre års økonomisk tilbagegang. Urolighederne førte til, at Argentina indstillede betalingerne på sin udlandsgæld og i januar opgav den fastkurspolitik, som siden 1991 havde holdt pesoen fast 1 til 1 over for den amerikanske dollar. Desuden gik regeringen af, og efter en periode med politisk ustabilitet trådte den nuværende regering til ledet af præsident Duhalde.

Den økonomiske udvikling frem til medio maj peger ikke på nogen bedring, og der råder fortsat stor tvivl om holdbarheden af den økonomiske politik. Det er således usikkert, om underskuddet på det offentlige budget kan holdes inden for en rimelig grænse, så monetær finansiering og deraf følgende høje inflationsrater undgås. Skatteindtægterne er faldet kraftigt på baggrund af den dybe recession, og det har vist sig politisk vanskeligt at skære yderligere i de offentlige udgifter.

Pesoen er siden opgivelsen af fastkurspolitikken blevet kraftigt svækket. Medio maj var kursen 3,20 pesos pr. dollar, hvilket svarer til en devaluering på 69 pct. i forhold til den tidligere paritet. Devalueringen og det voksende budgetunderskud har betydet, at inflationen er steget. I april var inflationen omregnet til årsrate 125 pct.

Bankernes tilstand udgør et særskilt problem i den argentinske krise. Bl.a. som følge af en asymmetrisk pesokonvertering af indeståender og gæld i dollar i forbindelse med opgivelsen af fastkurspolitikken er bank-

sektoren kommet i store vanskeligheder. I forsøget på at hjælpe bankerne har regeringen indført en indefrysning af alle bankindeståender, så kontohaverene kun må hæve et begrænset beløb hver måned. Hverken på kort eller lang sigt er det en holdbar løsning. Regeringen fremlagde derfor i slutningen af april et lovforslag, der indebar tvangskonvertering af bankindeståender til statsobligationer. Forslaget blev imidlertid ikke godkendt af kongressen, og situationen i banksektoren er fortsat meget usikker.

INDENLANDSK AKTIVITET OG BETALINGSBALANCE

Det sæsonkorrigerede BNP i Danmark steg i 4. kvartal med blot 0,1 pct. og er dermed et tegn på en vis afmatning i økonomien i sidste del af året. For hele 2001 blev væksten i BNP 0,9 pct., hvilket er noget lavere end i de foregående år. Den lavere vækst vedrørte især erhvervs- og byggeinvesteringerne, som voksede kraftigt i 2000. I 2001 ophørte de seneste års stort set ubrudte beskæftigelsesvækst desuden, idet beskæftigelsen var næsten uændret i anden halvdel af året. Udviklingen i produktion og beskæftigelse indebar tilsammen, at produktivitetsstigningerne i 2001 blev moderate, hvilket dog skal ses i lyset af den stærke fremgang i 2000.

Arbejdsløsheden faldt gradvis til 5,0 pct. i 2001, det laveste niveau i over 25 år. I begyndelsen af 2002 har arbejdsløsheden været uændret, og det danske arbejdsmarked er dermed fortsat stramt. Hermed risikerer et kommende internationalt opsving at gå Danmark forbi, medmindre det lykkes at få fornyet vækst i arbejdsstyrken, hvilket må anses for det centrale element i de kommende års strukturpolitik. Der er ingen lette løsninger på dette punkt, da der både er behov for at styrke tilknytningen til arbejdsmarkedet for visse svage grupper, især grupper med lav beskæftigelsesfrekvens, samt at øge antallet af dage, som den enkelte arbejder i løbet af livet. Det er i den sammenhæng et paradoks, at den reelle tilbagetrækningsalder fra arbejdsmarkedet er faldet i takt med, at levetiden er øget. En mere fleksibel, men også senere tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet er en mulig resurse, som i dag udnyttes utilstrækkeligt.

Problemstillingen kan hurtigt vise sig at blive aktuel, da en række indikatorer peger på begyndende fremgang i økonomien. Tillidsindikatorerne for industrien og serviceerhverv og i mindre grad bygge- og anlægssektoren er således alle steget i begyndelsen af 2002, jf. figur 8. Det gælder ligeledes forbrugertilliden, der også aftog i 2001. Mere håndgribeligt viser privatforbruget tegn på fremgang, idet detailomsætning og bilsalg har været stigende de første måneder af 2002.

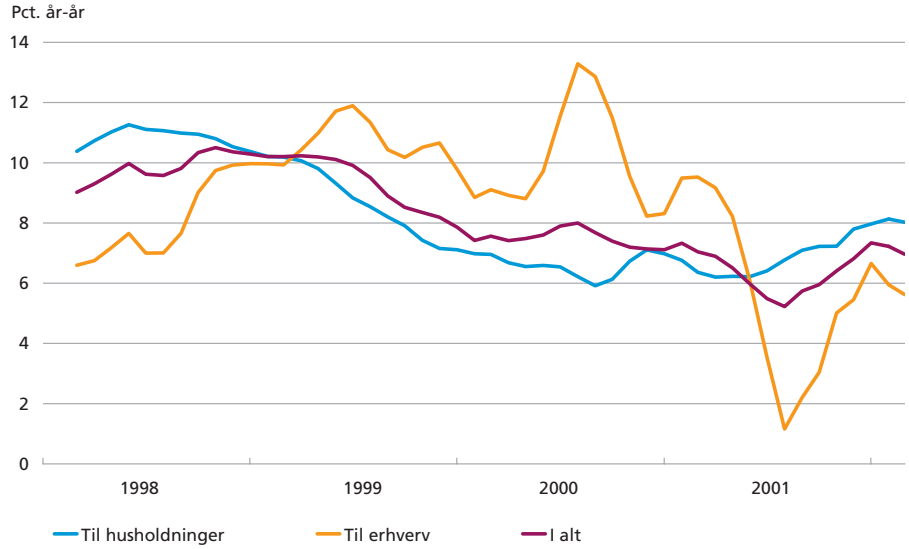
DANSKE KONJUKTURBAROMETRE Figur 8



Anm.: Konjunkturbarometrene for bygge- og anlæg og industri er sæsonkorrigerede.
Kilde: Danmarks Statistik.

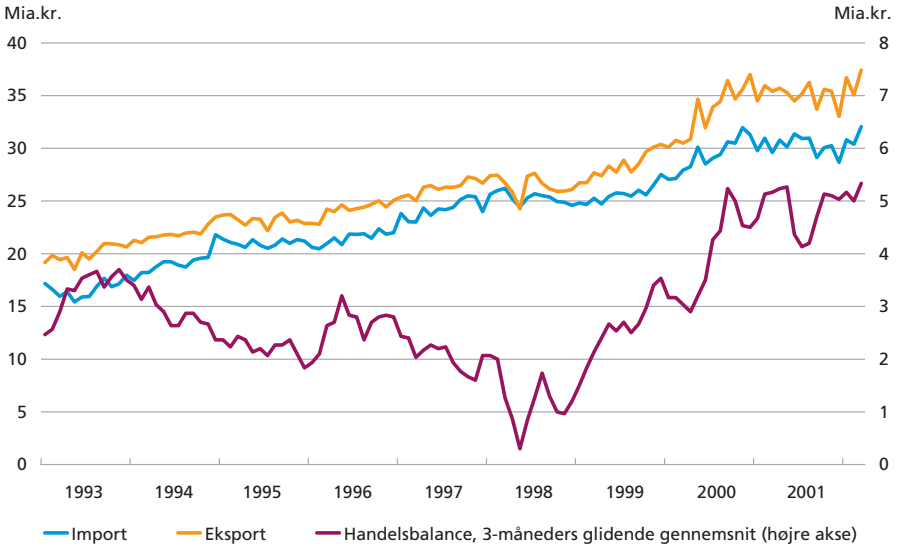
Væksten i penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdningerne har været stigende siden midten af 2001 efter en længere periode med faldende vækstrater, jf. figur 9. I samme periode har væksten i udlånet til erhvervene svinget kraftigt. Væksten steg især markant i 2000 parallelt med den betydelige vækst i erhvervsinvesteringer, hvorefter den

VÆKST I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES INDENLANDSKE UDLÅN Figur 9



Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit. I alt omfatter også udlån til offentlig sektor og ikke-sektorfordelte udlån.

EKSPORT, IMPORT OG HANDELSBALANCE Figur 10



Anm.: Sæsonkorrigeret, gennemsnit ekskl. eksport og import af skibe og fly.
Kilde: Danmarks Statistik.

faldt i 2001, hvor det høje niveau for udlånet i 2000 udgør sammenligningsgrundlaget. I sidste del af 2001 steg væksten i erhvervsudlånet atter til det nuværende niveau på ca. 6 pct. år-til-år.

Huspriserne stagnerede i begyndelsen af 2002. Ifølge Realkreditrådets opgørelse var priserne på parcel- og rækkehuse uændrede fra 4. kvartal 2001 til 1. kvartal 2002. Det seneste år er priserne steget 4,6 pct., hvilket er det laveste i flere år. Priserne på parcel- og rækkehuse under 125 m^2 steg i 1. kvartal 2002, mens priserne på større huse faldt en anelse.

Overskuddet på den sæsonkorrigerede handelsbalance steg i sidste del af 2000 og er siden blevet fastholdt på et højt niveau, jf. figur 10. Det dækker over, at eksporten og importen korrigeret for sæsonudsving stort set lå fladt i 2001. I de første måneder af 2002 har eksporten af industrivarer og importen til erhverv været stigende.

Betalingsbalancens løbende poster viste i marts et overskud på 1,0 mia.kr. mod et overskud på 4,3 mia.kr. i samme måned året før. Set over de seneste 12 måneder har overskuddet været 28,6 mia.kr. Siden september 2001 er 12-måneders overskuddet aftaget, men fra et højt niveau, og overskuddet på betalingsbalancen er fortsat robust.

FORELØBIG OPGØRELSE AF DANMARKS UDLANDSGÆLD

Nationalbanken har offentliggjort en foreløbig opgørelse af Danmarks udlandsgæld ved udgangen af 2001. Den endelige opgørelse ventes at

DANMARKS NETTOAKTIVER, ÆNDRING I 2001 Tabel 1

Mia.kr.	Ultimo 2000	Nettokøb	Værdiregulering	Ultimo 2001
I alt	- 177	34	- 81	- 224
Porteføljeaktier	245	24	- 40	229
Porteføljeobligationer mv.	- 398	- 11	- 29	-437
Direkte investeringer	- 2	17	- 1	14
Andre investeringer	- 139	- 23	- 15	- 177
Valutareserven	117	27	4	148

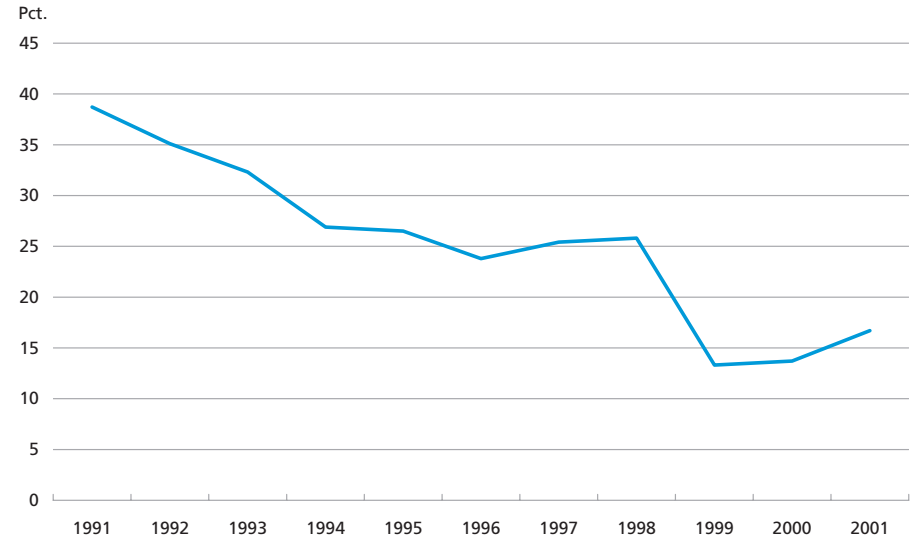
Kilde: Danmarks Udlandsgæld 2001, foreløbig opgørelse, Danmarks Nationalbank, *Nyt*, nr. 31, 27. marts 2002.

foreligge ultimo september, når behandlingen af Nationalbankens spørgeskemaundersøgelse om private selskabers udenlandske mellemværender er afsluttet.

Ifølge den foreløbige opgørelse voksede Danmarks udlandsgæld i løbet af 2001 med 47 mia.kr. til 224 mia.kr., jf. tabel 1. Stigningen i gælden skyldes kurstab på aktier og obligationer, der mere end opvejede overskuddet på betalingsbalancen løbende poster. Opgjort i forhold til BNP steg udlandsgælden fra 14 pct. til 17 pct., jf. figur 11.

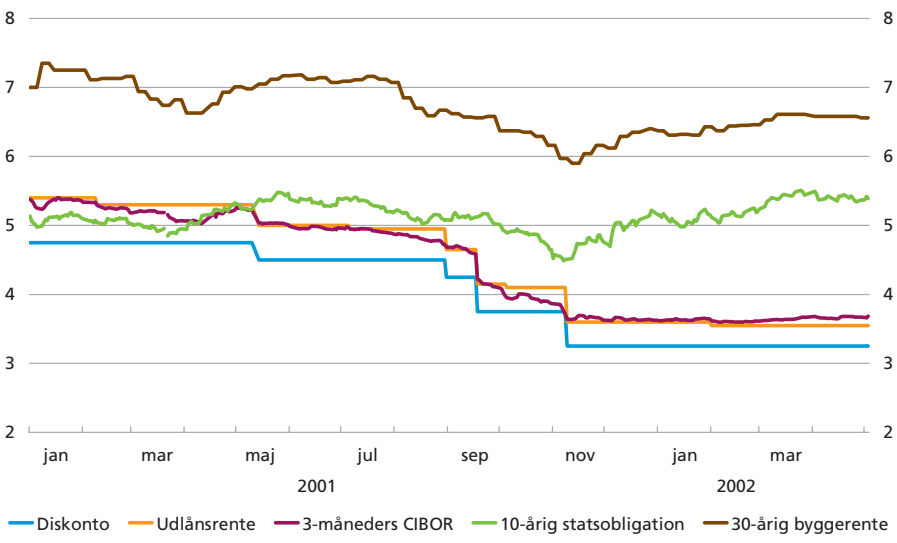
I de seneste år er Danmarks bruttomellemværender med udlandet steget betydeligt. Det har medført, at de årlige udsving i udlandsgælden som følge af kursgevinster og -tab er blevet større. Set over en længere periode afhænger udviklingen i udlandsgælden dog primært af saldoen

DANMARKS UDLANDSGÆLD I PCT. AF BNP Figur 11



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Udlandsgæld 2001, foreløbig opgørelse, Danmarks Nationalbank, *Nyt*, nr. 31, 27. marts 2002.

PENGEMARKEDS- OG OBLIGATIONSRENTER Figur 12



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

på betalingsbalancen[1]. I de tre seneste år har det akkumulerede fald i udlandsgælden således præcist svaret til det akkumulerede overskud på betalingsbalancen. Det dækker over, at store kursgevinster i 1999 er blevet modsvaret af kurstab i 2000 og 2001.

Fremover vil udlandsgælden blive beregnet kvartalsvis. Opgørelsen for 1. kvartal 2002 offentliggøres ultimo juni 2002.

RENTE- OG VALUTAKURSUDVIKLINGEN I DANMARK

Kronen har i hele perioden været lidt stærkere end centralkursen i ERM2, på 7,46038 kr. pr. euro, og de daglige udsving i kronekursen har været små. Der har periodevis været en tendens til styrkelse af kronen, som er blevet modvirket ved opkøb af valuta for samlet ca. 9 mia.kr. i perioden fra februar til april. Renten for udlån og indskudsbeviser blev senest ændret den 1. februar med 0,05 pct. til 3,55 pct., mens diskontoen og foliorenten har været 3,25 pct. siden 9. november 2001.

Pengemarkeds- og obligationsrenterne har også været stabile i hovedparten af perioden, jf. figur 12. 3-måneders pengemarkedsrenten har holdt sig omkring 3,60-3,70 pct., dvs. lidt over Nationalbankens udlånsrente. Rentespændet til euroområdet har været 25-30 basispoint,

[1] Se Tom Nordin Christensen og Jens Hald, Danmarks Udlandsgæld fra 1960-99, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2000.

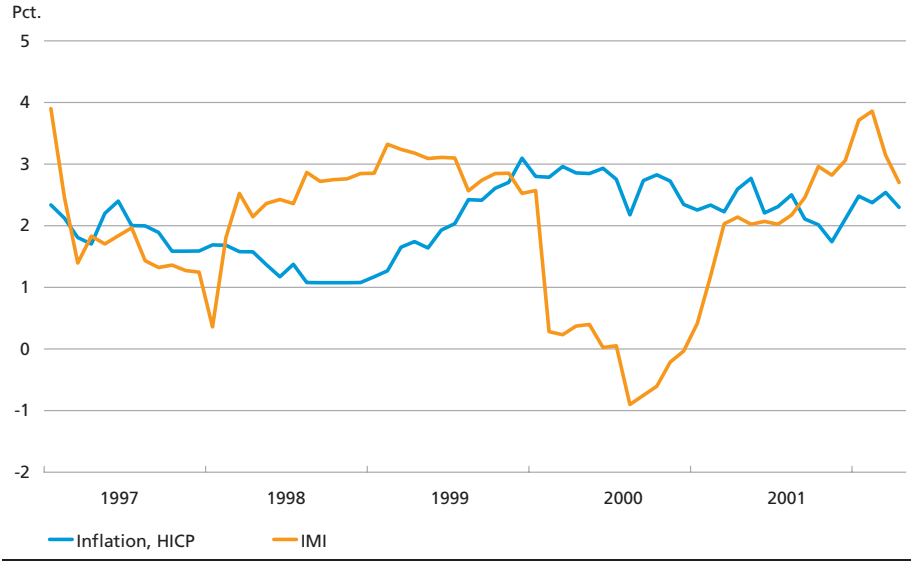
dvs. tæt på forskellen mellem udlånsrenten og ECBs minimumsbudrente. Den 10-årige statsobligationsrente har fulgt bevægelserne i den 10-årige tyske statsobligationsrente med et rentespænd på 20-25 basispoint og steg i starten af marts med ca. 20 basispoint til 5,40 pct. Realkreditrådets 30-årige byggerente steg ligeledes med 15-20 basispoint i starten af marts til 6,60 pct., men har siden været omtrent uændret.

PRISER OG LØNNINGER

Inflationen, målt ved den årlige vækst i det EU-harmoniserede prisindeks HICP, var 2,3 pct. i april, dvs. marginalt lavere end inflationen i euroområdet. I februar og marts var inflationen 2,4 pct. og 2,5 pct., hvilket i begge måneder svarede til inflationen i euroområdet. I 2001 var inflationen i Danmark lavere end i euroområdet.

Gennem 2001 faldt inflationen i Danmark til under 2 pct., primært som følge af faldende energipriser og en dæmpet udvikling i importpriserne. De højere prisstigninger i begyndelsen af 2002 skyldes udover højere fødevare- og energipriser også en stigning i den generelle inflation, jf. figur 13. Stigningen i den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, i 2001 og begyndelsen af 2002 kan udtrykke et vist kapacitetspres, men skal også ses i sammenhæng med det dæmpede forløb i 2000, hvor stigende import- og energipriser ikke blev lagt til forbrugerpriser-

INFLATION OG MARKEDSBESTEMT INDENLANDSK INFLATION — Figur 13



Anm.: Sæsonkorrigeret.
Kilde: Danmarks Statistik og tabel 10 i tabelbilaget.

ne. I 2001 er der sket en genopretning af virksomhedernes avancer, da fald i råvarepriserne ikke fuldt ud er blevet afspejlet i forbrugerpriserne, hvilket har givet sig udslag i en midlertidig højere IMI. I både marts og april var IMI aftagende.

Kapacitetspresset i dansk økonomi ses også i lønudviklingen. Den seneste lønstatistik fra Dansk Arbejdsgiverforening er for 4. kvartal 2001, hvor lønnen steg med 4,4 pct. år-til-år. Det er fortsat mere end lønudviklingen i euroområdet. Lønstigninger af den størrelse stiller krav om store produktivitetsstigninger, hvis den lave inflation og gode konkurrenceevne skal fastholdes.

Euromønter fra Monaco, San Marino og Vatikanet

INDLEDNING

Den 1. januar 2002 blev eurosedler og -mønter introduceret i de 12 eurolande[1]. Mens sedlerne er ens i alle landene, har mønterne både en national og en fælles side. Monaco, San Marino og Vatikanet har i mange år haft aftaler om brug af henholdsvis Frankrigs og Italiens valuta, og de tre små stater har nu fået tilladelse til, inden for fastsatte rammer, at udstede euromønter med deres egen nationale side, jf. billederne side 21. Der findes således i alt 15 forskellige nationale sider på euromønterne, og alle mønterne kan anvendes i alle eurolande samt de tre små stater. Da Monaco, San Marino og Vatikanet kun udsteder et meget begrænset antal euromønter, vil de næppe forekomme særlig hyppigt i den daglige møntcirkulation.

EUROMØNTER FRA MONACO, SAN MARINO OG VATIKANET

Monaco, San Marino og Vatikanet er selvstændige stater, og de er ikke medlemmer af EU. Imidlertid har de tre små stater meget tætte forbindelser med henholdsvis Frankrig og Italien og har i mange år haft aftaler om brug af det store nabolands valuta. I Monaco var sedler og mønter i franske franc lovligt betalingsmiddel frem til 1. januar 2002. Monaco udstedte også egne mønter, der ikke havde status som lovligt betalingsmiddel uden for Monaco. San Marino og Vatikanet anvendte tidligere sedler og mønter i italienske lire, men begge stater udstedte også egne mønter, der havde samme tekniske specifikationer som de italienske mønter. Mønterne fra San Marino og Vatikanet var ligeledes lovligt betalingsmiddel i Italien i forholdet 1:1 til italienske lire.

I forbindelse med overgangen til ØMUens tredje fase 1. januar 1999 blev kompetencen til at indgå valutaarrangementer med tredjelande eller områder uden for EU flyttet fra nationalt niveau til EU-niveau. Den 31. december 1998 vedtog EUs ministerråd de overordnede beslutnin-

[1] Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

ger[1] om de monetære aftaler med Monaco, San Marino og Vatikanet, og her blev henholdsvis Frankrig og Italien bemyndiget til på EUs vegne at indgå nye monetære konventioner med de tre små stater. I følge disse beslutninger er de tre små stater berettiget til at benytte euroen som officiel valuta, og fra 1. januar 2002 har eurosedler og -mønter status som lovligt betalingsmiddel. Det understreges, at de tre små stater ikke må udstede nogen form for pengesedler, mønter eller pengesurrogater uden Fællesskabets godkendelse af betingelserne herfor, og desuden er de forpligtet til at arbejde tæt sammen med EU vedrørende bekæmpelse af falskmøntneri. Det blev endvidere fastlagt, at kreditinstitutter fra de små stater kan få adgang til betalingssystemerne inden for euroområdet på vilkår, der skal godkendes af Den Europæiske Centralbank, ECB.

I 2001 indgik Italien på vegne af EU monetære konventioner med San Marino og Vatikanet, og heri fastlægges detaljerne for de små staters udstedelse af euromønter.[2] Euromønter udstedt af San Marino og Vatikanet er identiske med de øvrige euromønter, hvad angår pålydende værdi, design på den fælles side samt de tekniske specifikationer, og de har status som lovligt betalingsmiddel i hele euroområdet samt de tre små stater. San Marino og Vatikanet kan fra 1. januar 2002 årligt udstede euromønter til en pålydende værdi af henholdsvis 1.944.000 og 670.000 euro. Den årlige pålydende værdi af euromønterne fra San Marino og Vatikanet lægges sammen med euromønterne udstedt af Italien med henblik på ECBs godkendelse af det samlede udstedelsesomfang i Italien. En tilsvarende monetær konvention mellem Frankrig på vegne af EU og Monaco er endnu ikke offentliggjort.

Andre små stater benytter ligeledes euro som valuta, uden dog at udstede egne euromønter. Det gælder fx Andorra, der tidligere har benyttet spanske pesetas og franske franc parallelt, selv om de ikke havde status som lovligt betalingsmiddel. Hverken Spanien eller Frankrig har indgået en formel aftale med Andorra om omløb af deres respektive valutaer i Andorra, så der har ikke været nogen aftale at genforhandle som en konsekvens af euroens indførelse.

---

1 Rådets beslutninger af 31. december 1998 om Fællesskabets holdning til en aftale om de monetære relationer med henholdsvis Fyrstendømmet Monaco, Republikken San Marino og Vatikanstaten (1999/96-98/EF), EF-tidende nr. L 30 af 4. februar 1999, side 31-36.

2 Monetær konvention indgået mellem Den Italienske Republik, på Fællesskabets vegne, og Republikken San Marino (EF-tidende nr. C 209 af 27. juli 2001, side 1-4) og Monetær konvention indgået mellem Den Italienske Republik, på Fællesskabets vegne, og Vatikanstaten (EF-tidende nr. C 299 af 25. oktober 2001, side 1-4).

EUROMØNTER FRA MONACO, SAN MARINO OG VATIKANSTATEN Boks 1

MONACO



1 cent



2 cent



5 cent



1 euro



10 cent



20 cent



50 cent



2 euro

SAN MARINO



1 cent



2 cent



5 cent



1 euro



10 cent



20 cent



50 cent



2 euro

VATIKANSTATEN



1 cent



2 cent



5 cent



1 euro



10 cent



20 cent



50 cent



2 euro

Det danske pengemarked

Anders Mølgaard Pedersen, Økonomisk Afdeling, og Michael Sand, Handelsafdelingen

INDLEDNING

Artiklen beskriver det danske pengemarked og dets udvikling de seneste år. Ud over den eksisterende statistik for pengemarkedet (statistik for omsætning og renter) er artiklen baseret på en række pengeinstitutters besvarelser af et spørgeskema om det danske pengemarked[1]. Artiklen kan ses som en opfølgning på to tidligere artikler i 1996 og 1997, som omhandlede forskellige aspekter ved pengemarkedet[2].

En af de seneste års større ændringer af rammerne for det danske pengemarked har været indførelsen af en fælles pengepolitik for euroområdet pr. 1. januar 1999. Det førte hurtigt til et integreret pengemarked for hele euroområdet med fælles renter og en stor andel af grænseoverskridende betalinger. For at følge udviklingen på pengemarkedet gennemfører Den Europæiske Centralbank, ECB, regelmæssige undersøgelser blandt markedsaktørerne baseret på spørgeskemaer[3]. Hvor det er relevant, vil der løbende i artiklen blive draget paralleller mellem pengemarkedet i Danmark og i euroområdet.

Hovedindtrykket af gennemgangen er, at det danske pengemarked er velfungerende, men det er dog vigtigt, at deltagerne fortsætter med at vise ansvar og tage aktiv del i udviklingen af markedet.

PENGEMARKEDET

Det danske pengemarked defineres ofte som markedet for låneaftaler og rentekontrakter i kroner mellem pengeinstitutter med løbetid op til omkring et år. Afgrænsningen mellem penge- og kapitalmarkedet er dog ikke entydig, da værdipapirer med kort restløbetid ofte handles på

1 Følgende pengeinstitutter har bidraget til artiklen ved at besvare en række spørgsmål om pengemarkedet: ABN AMRO Bank, Amtssparekassen Fyn, Arbejdernes Landsbank, Danske Bank, Handelsbanken, Jyske Bank, Nordea Bank Danmark, Nykredit Bank, Skandinaviska Enskilda Banken, Spar Nord Bank og Sydbank.

2 Palle Duvier Mehlbye og Jacob Topp, Udviklingen på pengemarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1996, og Birgitte Damm og Anne Reinhold Pedersen, Ny pengemarkedsstatistik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1997.

3 Den seneste undersøgelse er offentliggjort i The Euro Money Market, European Central Bank, juli 2001.

pengemarkedslignende vilkår. Endvidere indgår institutionelle investorer, realkreditinstitutter og større virksomheder forretninger i pengemarkedet, hvorved aktørkredsen ikke alene omfatter pengeinstitutter.

Pengemarkedet tjener en række formål. Bl.a. benyttes det til udveksling af likviditet mellem deltagerne og til styring af kortfristede rentepositioner. Derudover udgør et effektivt pengemarked et væsentligt grundlag for værdipapirmarkedet. Et velfungerende pengemarked er desuden vigtigt for en klar transmission fra Nationalbankens officielle renter til de korte markedsrenter og dermed for pengepolitikken.

Produkterne på det danske pengemarked kan groft inddeles i to grupper afhængig af deres initiale likviditetspåvirkning. Den første gruppe omfatter såkaldte kasseprodukter, også benævnt likviditetsprodukter, hvor aftaleindgåelse medfører umiddelbar udveksling af likviditet. Eksempler herpå er bl.a. deposits, repoforretninger, valutaswaps og obligationer med kort restløbetid. Den anden gruppe består af rentederivater, hvor der alene sker likviditetsudveksling som betaling af renteforskelle på et fastsat fremtidigt tidspunkt. Eksempler på rentederivater er den såkaldte Tomorrow/Next renteswap (T/N IRS) og FRA-kontrakter (Forward Rate Agreement). Produkterne kan handles med både standardiseret og ikke-standardiseret løbetid, afvikling og sikkerhedsstillelse. Bilag 1 indeholder en kort beskrivelse af de standardiserede produkter på det danske pengemarked.

Det overordnede formål med kasseprodukterne er at skaffe eller placere likviditet. Herudover kan visse sikrede forretninger i kassemarkedet være drevet af en efterspørgsel efter det underliggende aktiv. Fx kan en repoforretning være motiveret i et ønske om at opnå et specifikt værdipapir og kaldes i det tilfælde for en "special", jf. boks 1. Rentederivater benyttes til afdækning af renterisici samt aktiv positionstagning.

Afregning af rentederivater på pengemarkedet sker normalt i forhold til såkaldte referencerenter. På det danske pengemarked benyttes primært CIBOR (Copenhagen Inter Bank Offered Rate) og Tomorrow/Next-renten. Bilag 2 indeholder en beskrivelse af forskellige referencerenter.

MARKEDSAKTØRER OG ORGANISERING AF HANDEL

I de senere år er koncentrationen på det danske pengemarked med hensyn til både aktører og handelspladser øget. Fusioner i finanssektoren har bevirket, at pengemarkedet i dag er karakteriseret ved to store aktører.

Handel på pengemarkedet foregår dels gennem mæglere og dels direkte mellem aktørerne. Ved formidling af priser på en række produkter fungerer pengemarkedsmæglere som en form for markedsplads.

MARKEDET FOR SPECIALS Boks 1

En special er en repoforretning, der er baseret på en efterspørgsel efter det underliggende værdipapir (en konkret fondskode). Herved adskiller denne type forretning sig fra en såkaldt GC-repo (*General Collateral*), hvor formålet er at udveksle likviditet, og hvor værdipapirets karakter er mindre væsentligt. Udlånsrenten for en special er normalt lavere end for en GC-repo, idet overdrageren af likviditet accepterer en lavere rente mod at få det specifikke værdipapir. I praksis kan det ofte være svært at afgøre, om en repoforretning er en special eller en GC-repo, da forretningen kan opfylde en efterspørgsel efter både likviditet og et bestemt værdipapir. Derudover vil typen af værdipapir altid være af en vis betydning i en repoforretning. Fx er renten på en GC-repo med statsobligationer typisk marginalt lavere end renten på en GC-repo med realkreditobligationer.

En stor del af omsætningen på det danske specialsmarked skyldes en efterspørgsel efter fondskoder til afvikling af obligationshandler i spotmarkedet. Fx kan en bank have solgt en obligation, som den ikke har i sin beholdning, og som derfor skal skaffes inden afvikling. Ved at låne den i en special opnår banken lidt ekstra tid til at finde en sælger af obligationen i spotmarkedet. Derudover kan efterspørgsel efter en fondskode i en special også skyldes spekulation i obligationens kursudvikling. Hvis en bank skønner, at en obligation er for dyr i forhold til det øvrige marked, kan den vælge at låne obligationen i en special og sælge den spot. Hvis kursen efterfølgende falder, vil banken opnå en kursgevinst, når obligationen skal leveres tilbage. Denne type forretning, kaldet en baisseforretning, kan også bruges til at afdække kursrisikoen på en obligationsbeholdning for en periode. I det tilfælde vil banken typisk vælge at gøre forretningen i en benchmarkobligation.

Hvilke obligationer, der "handler special", varierer over tiden. Væsentlige kriterier herfor er bl.a. størrelsen af den cirkulerende mængde og ejerfordelingen. Hvis den cirkulerende mængde af en fondskode er relativ lille, og en stor andel ejes af fx institutionelle investorer, som er mindre aktive i markedet for værdipapirudlån, vil fondskoden ofte være en special-obligation. Fondskoden kan dog også være for vanskelig at skaffe i markedet til at handle special, da en illikvid fondskode øger risikoen ved baisseforretninger. Benchmarkobligationer efterspørges ofte i specials. Det samme gælder for obligationer, som er på vej til at få status som benchmarkpapirer, men endnu ikke har opbygget en tilstrækkelig stor volumen.

Specials er ikke omfattet af market maker aftalerne på det danske pengemarked. Ifølge aktørerne på markedet varierer rentespændet over for GC-repoer typisk inden for 10-40 basispoint. Visse statspapirer, herunder papirer i statens lånevifte, kan desuden skaffes gennem statens og DSPs værdipapirudlånsordninger, som administreres af Nationalbanken. Udlån i disse ordninger afregnes med et gebyr på 50 basispoint og sker mod sikkerhed i andre statspapirer.

Der findes ingen statistik over omsætningen i specials. I Nationalbankens pengemarkedsstatistik, jf. boks 2, indsamles statistik om en række pengeinstitutters udlån af likviditet i repoer, inkl. specials. For løbetider op til 1 uge er langt hovedparten af dette udlån i form af specials. For løbetider længere end 1 måned er der derimod overvejende tale om GC-repoer.

Mæglerne, der i Danmark er under tilsyn af Finanstilsynet, videregiver de bedste købs- og salgspriser i de enkelte produkter over standardiserede løbetider. Med virkning fra januar 2000 fusionerede de daværende

to pengemarkedsmæglere i Danmark til ét selskab. Størstedelen af det mæglerbaserede pengemarked i kroner foregår i dag via denne mægler. Herudover anvender flere aktører udenlandske mæglere med base i fx London og Frankfurt.

Hovedparten af omsætningen på pengemarkedet foregår ved direkte kontakt mellem modparterne. Herved spares mægleromkostninger og samtidig åbnes mulighed for handel i ikke-standardiserede produkter, løbetider og kontraktstørrelser.

I tilknytning til pengemarkedet findes aftalemarkedet, hvor typisk større virksomheder og institutionelle investorer kan placere indlånsoverskud i bankerne på pengemarkedslignende vilkår. Den eneste mægler på det danske aftalemarked ophørte med virkning fra januar 2000.

De såkaldte market maker aftaler på det danske pengemarked har i dag deltagelse af 10 pengeinstitutter mod 15 i 1996. Under disse aftaler skal pengeinstitutterne over for kredsen af market makere løbende stille forpligtende købs- og salgspriser for faste beløb og løbetider. Faldet i deltagerantallet skyldes fusioner i sektoren, samt at enkelte aktører har trukket sig ud af aftalerne. Pengeinstitutterne deltager i aftalerne i forskelligt omfang. Market maker aftalerne dækker produkterne repoforretninger, valutaswaps, FRA, T/N IRS og skatkammerbeviser, hvorimod deposits ikke længere er omfattet. I aftalerne opereres med flere såkaldte "modeller" med varierende spænd mellem købs- og salgspriser afhængigt af markedsforholdene. I normale tider er spændet typisk 5-10 basispoint stigende til 25-30 basispoint under urolige markedsforhold. Deltagerne aftaler indbyrdes tidspunktet for skift mellem modeller. Market maker aftalerne bidrager til at sikre en vis likviditet i pengemarkedet.

Den generelle tendens til øget brug af fuldt automatiseret handel via elektroniske handelssystemer og internetbaserede løsninger på de finansielle markeder har endnu ikke vundet indpas på pengemarkedet. De eksisterende elektroniske systemer, fx Reuters, anvendes i stedet primært som kommunikationsmiddel ved den direkte handel mellem modparterne.

Tilstedeværelsen af elektroniske handelspladser, hvor købs- og salgsinteresser åbent tilkendegives, øger gennemsigtigheden og reducerer søge-, afviklings- og dokumentationsomkostningerne. En forklaring på fraværet af sådanne handelspladser som standarder i det danske pengemarked kan være manglen på kritisk masse, hvilket kan gøre udvikling og implementering af den fornødne software urentabel.

I euroområdet er fuldt automatiserede handelspladser på pengemarkedet også væsentligt mindre udbredte end på kapitalmarkederne. En undtagelse er det italienske pengemarked, hvor over 200 banker siden

OMSÆTNINGSSTATISTIK FOR KASSEPRODUKTER Boks 2

Nationalbankens omsætningsstatistik for kasseprodukter omfatter deposits, repoforretninger og valutaswaps. Statistikken er baseret på månedlige data fra de 13 pengeinstitutter i Danmark, som også indberetter oplysninger til beregning af T/N-renten, jf. bilag 2. Pengeinstitutterne indberetter kun deres udlån af kronelikviditet, ikke deres indlån. Udlånet af kronelikviditet i form af repoer omfatter også specials, jf. boks 1. Statistikken opdeles på udlån til indenlandske og udenlandske pengeinstitutter og på løbetiderne 1-6 dage, 7-33 dage og over 34 dage.

Statistikken vurderes at dække hovedparten af omsætningen i deposits, repoer og valutaswaps på det danske pengemarked. Pengemarkedsudlånet fra øvrige pengeinstitutter i Danmark er således forholdsvis beskedent, hvilket også gælder udlånet af kronelikviditet fra pengeinstitutter i udlandet til pengeinstitutter i Danmark. Der skønnes heller ikke at foregå nogen betydelig omsætning i kasseprodukter i danske kroner mellem pengeinstitutter i udlandet.

begyndelsen af 1990'erne har anvendt det elektroniske matchsystem e-MID, som nu også markedsføres på europæisk plan.[1]

OMSÆTNINGEN PÅ PENGEMARKEDET

I det følgende beskrives først de seneste års udvikling i omsætningen i kasseprodukter og dernæst udviklingen i omsætningen i rentederivater.

Omsætningen i kasseprodukter

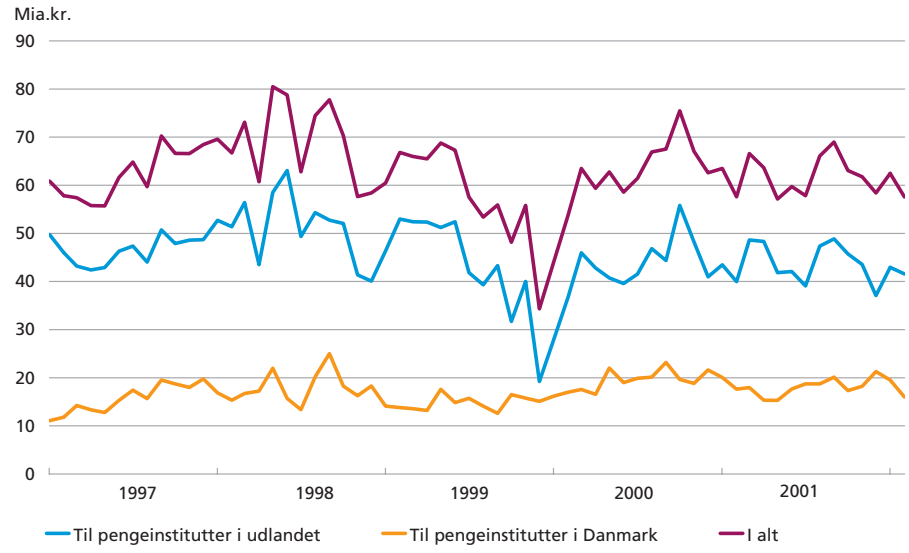
Nationalbanken indsamler statistik fra 13 pengeinstitutter om deres pengemarkedsudlån i kroner i deposits, repoforretninger og valutaswaps. Statistikken skønnes at dække størstedelen af omsætningen i disse produkter. Boks 2 indeholder en kort beskrivelse af statistikken.

Den samlede omsætning i de tre produkter har i dag nogenlunde samme omfang som i 1997, jf. figur 1. I løbet af perioden har der dog været store udsving i omsætningen, især hvad angår omsætningen med udenlandske pengeinstitutter. Fx faldt denne omsætning kraftigt mod slutningen af 1999, hvilket primært skyldtes frygt for computerrelaterede problemer op til årtusindskiftet. Herefter steg omsætningen med udenlandske pengeinstitutter markant frem mod den danske ØMU-afstemning i september 2000, hvor mange udlændinge valgte at afdække deres aktivpositioner i kroner med kortfristede kronelån. Omsætningen varierede også betydeligt i sommeren og efteråret 1998, som var en periode med uro på de internationale finansmarkeder og store udsving i pengemarkedsrenterne. Herudover ses en generel tendens til faldende

[1] Se The Euro Money Market, European Central Bank, juli 2001.

OMSÆTNING I KASSEPRODUKTER FORDELT PÅ MODPARTER – GENNEMSNIT PR. DAG

Figur 1



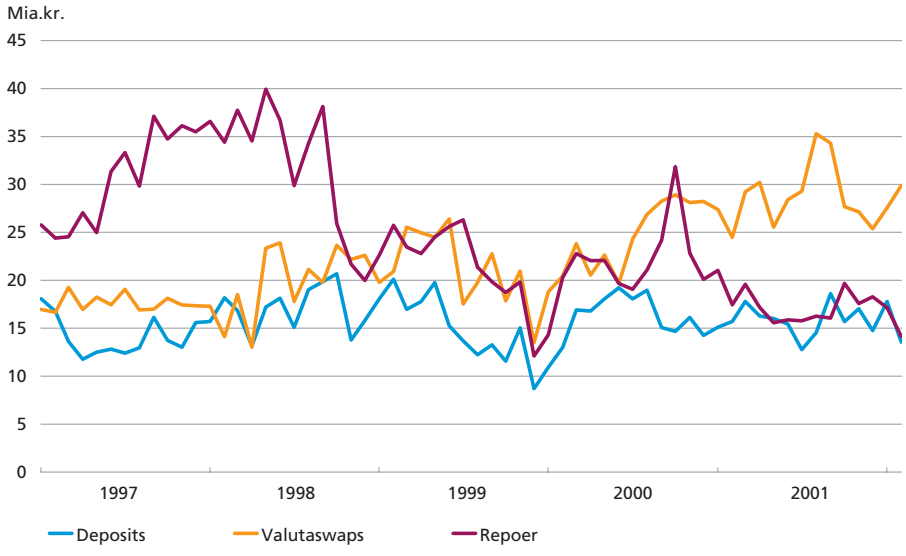
Anm.: Månedsobservationer.
Kilde: Nationalbankens omsætningsstatistik.

omsætning i årets 4. kvartal, hvor mange udenlandske aktører vælger at nedbringe deres forretninger op til årsultimo.

Figur 2 viser udviklingen i omsætningen fordelt på deposits, repoer og valutaswaps. Det mest iøjnefaldende er stigningen i repoomsætningen i 1997 og det bratte fald i denne omsætning i efteråret 1998. Stigningen i omsætningen i 1997 skyldes bl.a. udenlandske hedgefondes køb af danske realkreditobligationer, som i stor udstrækning blev finansieret i repoforretninger. Disse forretninger aftog kraftigt, da det i september 1998 blev kendt, at en stor amerikansk hedgefond, Long Term Capital Management, var i problemer efter finanskrisen i Rusland. Bortset fra en midlertidig stigning i omsætningen op til den danske ØMU-afstemning har repoomsætningen siden været lavere end i 1997-98. Dette skal ses i lyset af en aftagende obligationsomsætning på Københavns Fondsbørs, som især kan have reduceret omsætningen i specials. Nedgangen i repoomsætningen efter 1998 har fået flere pengeinstitutter til at trække sig fra market maker aftalen i repoer. Det har yderligere medvirket til at reducere likviditeten og omsætningen på repomarkedet.

Omsætningen i valutaswaps har været stigende de sidste par år og er i dag større end omsætningen i repoforretninger. Det skyldes bl.a., at udenlandske investorer i stigende grad vælger at finansiere deres køb af kroneobligationer ved hjælp af valutaswaps. For større udenlandske aktører med gunstig adgang til fx dollarlikviditet er dette ofte mere

OMSÆTNING I DEPOSITS, VALUTASWAPS OG REPOER – GENNEMSNIT PR. DAG Figur 2



Anm.: Månedsobservationer.
Kilde: Nationalbankens omsætningsstatistik.

fordelagtigt end at låne kroner mod sikkerhed i danske værdipapirer. Endvidere opfattes valutaswaps af mange aktører som et simplere og mere fleksibelt produkt end repoforretninger. Årsagen er, at den underliggende sikkerhed i form af valuta har flere anvendelser end en specifik fondskode og er enklere at håndtere ved forretningens forfald.

Omsætningen i deposits har været stabil i den betragtede periode. Størrelsen af omsætningen i deposits er vanskelig at sammenligne med omsætningen i repoer og valutaswaps, da den gennemsnitlige løbetid er forskellig. Det skyldes, at langt de fleste forretninger i deposits kun løber en enkelt bankdag og sker i O/N- (OverNight) eller T/N-segmentet. At deposits ikke er særlig udbredt for længere løbetider, skal ses i lyset af disse forretningers relativt store kapitalbelastning som følge af en større kreditrisiko. For repoforretninger og valutaswaps er hovedparten af omsætningen også placeret i de korte løbetider, men dette er ikke så udtalt som for deposits. Målt ved værdien af udestående forretninger på et givent tidspunkt udgør deposits således en mindre andel af de tre produkter, end det fremgår af omsætningstallene i figur 2.

Omsætningen af korte obligationer på pengemarkedet er beskeden sammenlignet med de øvrige kasseprodukter. Ifølge Københavns Fondsbørs omsætningsstatistik[1] handles skatkammerbeviser generelt ikke særlig aktivt mellem auktionerne. Tilsvarende er den samlede omsætning i korte

[1] I statistikken fra Københavns Fondsbørs indgår også omsætningen uden om pengemarkedet.

realkreditobligationer normalt også væsentlig mindre end omsætningen i de øvrige kasseprodukter. Ifølge pengeinstitutterne er især de korte realkreditobligationer i kroner dog inden for de seneste år blevet et vigtigere produkt på pengemarkedet. Det er sket i takt med den voksende udstedelse af rentetilpasningslån, der har medført en stigning i den cirkulerende mængde af disse obligationer. De korte realkreditobligationer i kroner benyttes især til placering af likviditet for længere perioder som alternativ til andre produkter. En fordel ved disse obligationer er, at de kan anvendes som sikkerhed ved lån i Nationalbanken. Den stigende mængde af korte realkreditobligationer kan også have stimuleret omsætningen i andre pengemarkedsprodukter, fx til afdækning af renterisici.

Udviklingen i omsætningen på det danske pengemarked adskiller sig på flere områder fra pengemarkedet i euroområdet. Ifølge ECBs undersøgelser af pengemarkedet i euroområdet har omsætningen i kasseprodukter været stigende siden starten på ØMUens tredje fase[1]. Det dækker især over en betydelig vækst i repoomsætningen, der skal ses i lyset af den voksende integration af euroområdets værdipapirmarkeder. Omsætningen i deposits steg også kraftigt lige efter starten på tredje fase, særligt for de korte løbetider, men er siden stagneret. For valutaswaps var der derimod tale om et fald i omsætningen i begyndelsen af 1999, da forretningerne mellem eurolandenes valutaer faldt bort. Ved ECBs seneste undersøgelse udgjorde omsætningen i deposits knap halvdelen af omsætningen i kasseprodukter, mens omsætningen i valutaswaps udgjorde den mindste andel.

Omsætningen i rentederivater

Der findes kun få oplysninger om størrelsen af omsætningen i rentederivater på det danske pengemarked. Den eneste officielle statistik stammer fra den regelmæssige undersøgelse af valuta- og derivatmarkedet, som koordineres af Bank for International Settlements, BIS. Undersøgelsen gennemføres hvert tredje år i april, senest i 2001[2], og dækker såkaldte OTC-handlede produkter[3]. I undersøgelsen indsamles oplysninger om rentederivater i alle valutaer, men i det følgende refereres kun til omsætningen i rentederivater i danske kroner.

I figur 3 er vist den gennemsnitlige daglige omsætning i FRA-kontrakter og renteswaps i de tre seneste BIS-undersøgelser[4]. Selv om omsæt-

---

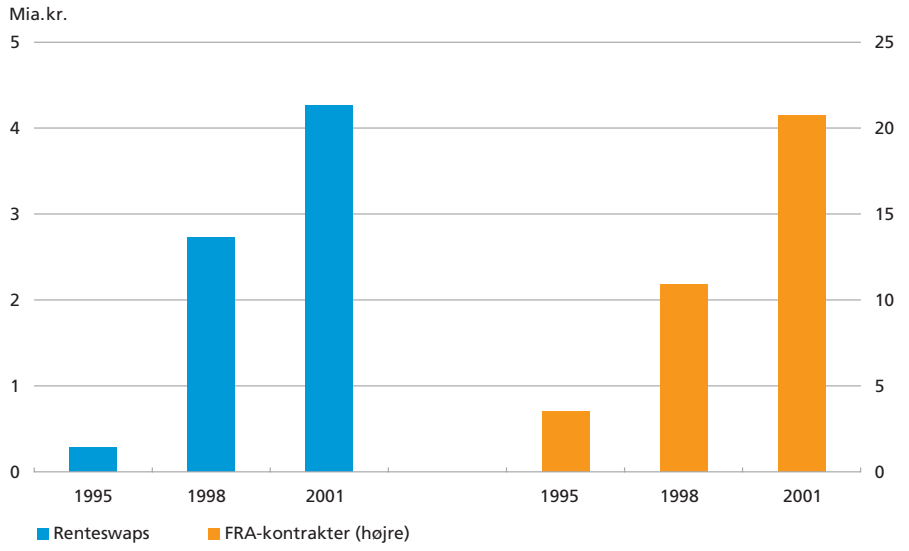
1 De seneste data for omsætningen i likviditetsprodukter på pengemarkedet refererer til 2. kvartal 2000, jf. The Euro Money Market, ECB, juli 2001.

2 Se Tina Christoffersen og Martin Seneca, Omsætning på valuta- og derivatmarkederne i april 2001, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2001.

3 OTC-handler (Over-The-Counter) foregår direkte mellem to parter, dvs. uden om en børs.

4 Omsætningen i figur 2 og 3 kan ikke direkte sammenlignes. I figur 2 indgår således kun bankernes udlån af kronelikviditet, mens omsætningen i figur 3 dækker både køb og salg af kontrakter. Derudover indeholder figur 3 forretninger med alle kunder, mens figur 2 kun dækker udlån til andre pengeinstitutter. Endelig er løbetiden på rentederivater i gennemsnit noget længere end for kasseprodukter, hvorved betydningen af rentederivater undervurderes, når der alene ses på omsætningstal.

OMSÆTNING I RENTEDERIVATER – GENNEMSNIT PR. DAG Figur 3



Anm.: Gennemsnit for april det pågældende år.
Kilde: BIS-undersøgelsen.

ningen kun vedrører en enkelt måned og derfor skal tages med forbehold, er tendensen tydelig. Set over hele perioden fra 1995 til 2001 er der sket en markant stigning i omsætningen i både FRA-kontrakter og renteswaps. Væksten i omsætningen var særlig kraftig fra 1995 til 1998, hvor omsætningen i renteswaps blev næsten 10-doblet, hvilket især skyldes indførelsen af T/N IRS i 1997. I samme periode blev omsætningen i FRA-kontrakter mere end tredoblet.

FRA-kontrakter og renteswaps (primært T/N IRS) er i dag de foretrukne produkter på pengemarkedet til styring af kortfristede rentepositioner. Den væsentligste fordel ved disse produkter er den beskedne kreditrisiko. Det indebærer, at den krævede kapitaldækning ved denne type forretninger normalt er mindre end ved de fleste kasseprodukter[1]. Derudover er både FRA-markedet og markedet for T/N IRS meget likvidt med mange aktører og små forskelle mellem stillede købs- og salgspriser, hvilket har en selvforstærkende effekt på omsætningen. Begge produkter minder desuden om produkter på pengemarkeder i udlandet, hvilket gør dem attraktive ved handel med udenlandske aktører.

[1] Det er svært at kvantificere den enkelte forretnings kapitalbelastning. Ud over typen af instrument afhænger forretningens kapitalbinding ifølge bekendtgørelsen om pengeinstitutters kapitaldækning af bl.a. modpart, løbetid og valuta. Desuden afhænger forretningens kapitalbelastning også af pengeinstituttets øvrige positioner, dvs. af forretningens påvirkning af instituttets nettopositioner.

Omsætningen i rentederivater er også steget betydeligt på pengemarkedet i euroområdet. Ifølge den seneste BIS-undersøgelse blev omsætningen i både renteswaps og FRAer i euro omtrent fordoblet fra april 1998 til april 2001[1]. Væksten har især været stor for omsætningen i renteswaps baseret på EONIA (Euro OverNight Index Average), der svarer til T/N IRS på det danske pengemarked. Herudover foregår der også en stor børshandel i futures- og optionskontrakter baseret på EURIBOR (Euro Inter-bank Offered Rate). Denne handel sker altovervejende på LIFFE (London International Futures and Options Exchange), hvor den udgør hovedparten af omsætningen. Der er også tidligere blevet handlet CIBOR-futures og -optioner på Københavns Fondsbørs, men denne handel blev indstillet i juni 2001 grundet en for lille omsætning.

PRISSTILLELSEN PÅ PENGEMARKEDET

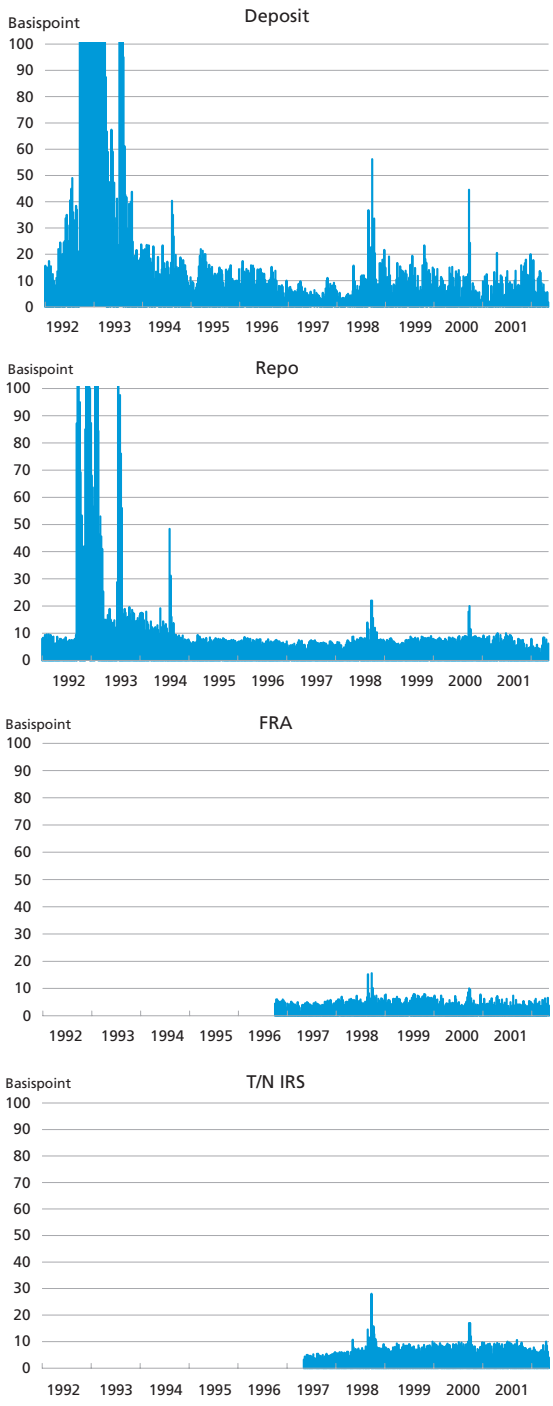
Hvorvidt pengemarkedet og dets delmarkeder fungerer effektivt kan vurderes ved at se på prisstillelsen. Et effektivt marked vil normalt være karakteriseret ved en "skarp" prisstillelse, dvs. små forskelle mellem den enkelte aktørs købs- og salgspriser (bid-offer spændet). De tilgængelige data for købs- og salgspriser er begrænset til priser fra mægleren i Danmark. Disse priser kan stamme fra to forskellige stillere og dermed undervurdere den enkelte aktørs bid-offer spænd. Omvendt kan priserne også indimellem overvurdere bid-offer spændet, da pengeinstitutterne kan handle direkte med hinanden til skarpere priser end det til mægleren stillede bid-offer spænd.

Figur 4 viser udviklingen i bid-offer spændet for en række produkter (deposit, repo, FRA, og T/N IRS) med 3 måneders løbetid. I artiklen fra 1996 blev det konkluderet, at der var sket en forbedring af prisstillelsen siden 1992-93, idet spændene var blevet smallere og mere stabile. Ifølge figur 4 er dette generelt blevet fastholdt. I perioder med store udsving i pengemarkedsrenterne, fx i efteråret 1998 og 2000, er bid-offer spændene blevet udvidet, men der er hurtigt sket en normalisering. De mindste bid-offer spænd ses for FRA-kontrakter, hvilket bekræfter, at der er tale om et meget likvidt marked. De bredere og mere volatile spænd for depositforretninger afspejler bl.a., at deposits som nævnt ikke længere er dækket af market maker aftaler, samt at omsætningen i deposits med længere løbetider er beskeden.

Bid-offer spændene på det danske pengemarked er større end på pengemarkedet i euroområdet, hvor det for enkelte produkter og løbe-

[1] Der sammenlignes med omsætningen i 1998 i eurolandenes oprindelige valutaer.

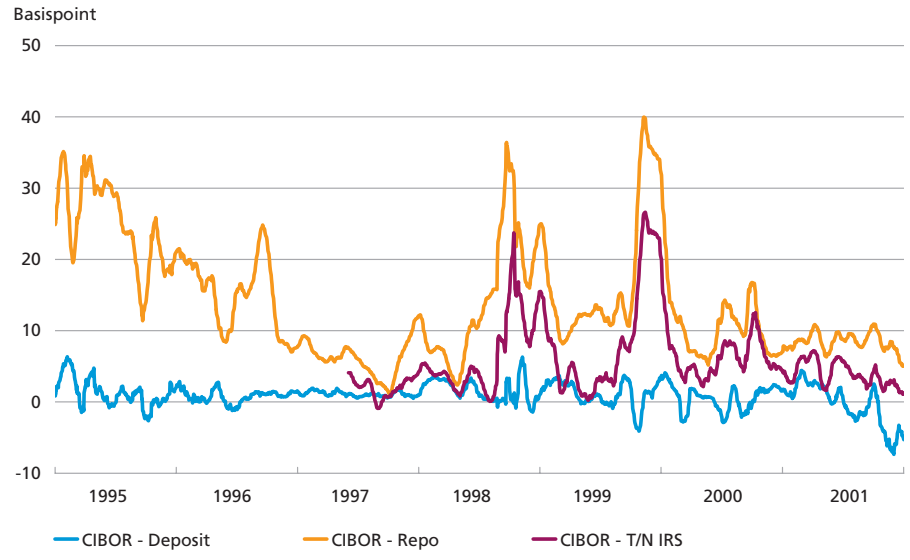
BID-OFFER SPÆND FOR 3-MÅNEDERS PENGEMARKEDSPRODUKTER Figur 4



Anm.: Ugegennemsnit. FRA-kontrakten er kontrakten med en til enhver tid nærmeste afregningsdag. T/N IRS blev indført i maj 1997. For FRA-kontrakten er der kun data tilbage til september 1996. For repo og deposit er en række observationer i 1992 og 1993 blevet skåret af.

Kilde: Pengemarkedsmæglerens skærmside.

RENTESPÆND MELLEM CIBOR OG DEPOSIT, REPO SAMT T/N IRS Figur 5



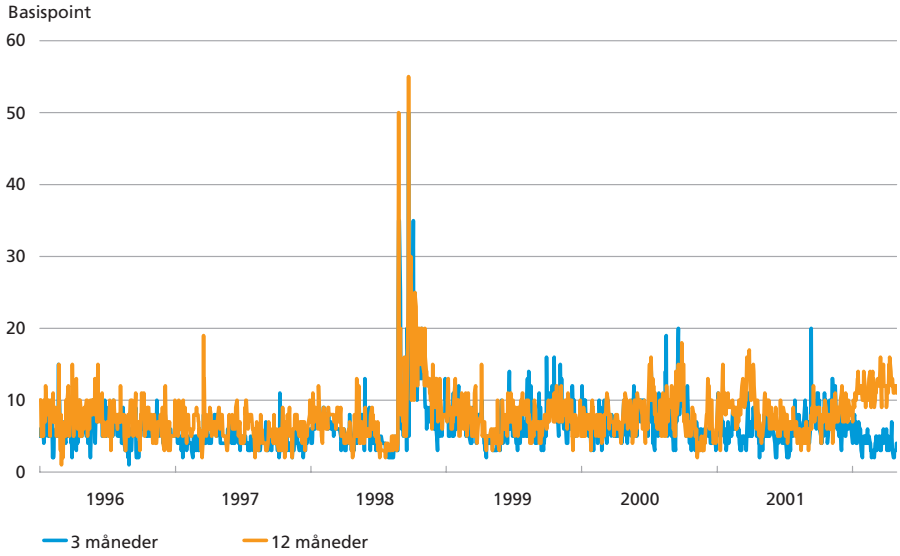
Anm.: Dagsobservationer. 3-måneders renten for deposit, repo og T/N IRS er offer-satser.
Kilde: Pengemarkedsmæglerens skærmside.

tider kan være helt ned til 1-2 basispoint. Forskellen skal bl.a. ses i lyset af den markant større omsætning og de større kontraktstørrelser på pengemarkedet i euroområdet. Bid-offer spændene på det danske pengemarked er dog generelt ikke væsentlig større end spændene på mere sammenlignelige pengemarkeder, fx det svenske.

Der er heller ikke tegn på særlige problemer med de indbyrdes priser på de enkelte produkter. Figur 5 viser rentespændet mellem 3-måneders CIBOR og 3-måneders deposit, repo og T/N IRS. Da CIBOR og renten for deposits er satser for usikrede udlån, er de normalt højere end renten for repoforretninger. I midten af 1990'erne faldt rentespændet mellem usikrede og sikrede udlån, eller risikopræmien på usikrede udlån, til ca. 10 basispoint i normale perioder. I særlige perioder kan dette rentespænd dog stige væsentligt, som fx under uroen på finansmarkederne i sommeren og efteråret 1998 og op til årtusindskiftet. CIBOR og renten for deposits er normalt også højere end renten for T/N IRS, hvor kreditrisikoen kun vedrører afregningen af renteforskellen.

Prisfastsættelsen på pengemarkedet kan ligeledes vurderes ved at sammenholde renten på en FRA-kontrakt med en "syntetisk" FRA-rente beregnet ud fra andre pengemarkedsrenter. Fx kan der konstrueres en syntetisk FRA-rente for et 3-måneders udlån om 3 måneder ved at kombinere en 6-måneders CIBOR (udlånsrenten) med en 3-måneders

FORSKEL MELLEM HØJESTE OG LAVESTE STILLEDE CIBOR-SATS Figur 6



CIBOR (indlånsrenten)[1]. Ved denne type sammenligninger ses normalt kun små afvigelser mellem FRA-renten og den syntetiske FRA-rente uden nogen systematik.

Normalt er den beregnede (fixede) CIBOR således konsistent med prisfastsættelsen af de øvrige pengemarkedsprodukter. Blandt CIBOR-stillerne kan der dog indimellem være en vis spredning i de individuelle satser, hvilket, når spredningen bliver for udtalt, kan virke uhensigtsmæssigt på pengemarkedet. Set over en længere periode har disse forskelle været nogenlunde uændret, jf. figur 6. I Finansrådets regi foregår der løbende drøftelser af tiltag til styrkelse af CIBOR. På grund af CIBORs store betydning som referencerente er det vigtigt, at CIBOR-stillelsen til stadighed giver et troværdigt og retvisende billede af renteniveauet på det danske pengemarked.

KONKLUSION

Analysen i artiklen giver indtryk af et generelt velfungerende dansk pengemarked. Den forbedrede prisstillelse siden 1992-1993 med smallere og mere stabile bid-offer spænd er som helhed blevet fastholdt. Bid-offer spændene på det danske pengemarked er bredere end i euroom-

[1] Af flere årsager er de to forretninger ikke helt ens. Fx er der forskelle i kreditrisiko og den syntetiske forretning er baseret på to offersatser. Beregningen kan desuden kun gøres tilstrækkelig præcist på dagene for afregning af FRA-kontrakter (IMM-dage).

rådet, men er ikke væsentlig større end på mere sammenlignelige pengemarkeder. Der er desuden ikke tegn på særlige problemer med de indbyrdes priser på de enkelte pengemarkedsprodukter, herunder den beregnede CIBOR.

Pengemarkedet spiller en vigtig rolle i mange sammenhænge, fx i pengeinstitutternes likviditetsstyring og som grundlag for værdipapirmarkedet. Som følge af pengemarkedets betydning er det vigtigt, at deltagerne fortsætter med at vise ansvar og tage aktivt del i udviklingen af markedet. Det gælder også med hensyn til de daglige opgaver som udvekslingen af likviditet mellem pengeinstitutter og i CIBOR-stillelsen.

BILAG 1

Produkter på det danske pengemarked

Produkterne på det danske pengemarked kan opdeles i kasseprodukter og rentederivater. Ved handel i kasseprodukter medfører aftaleindgåelse umiddelbar udveksling af likviditet. For rentederivater sker udvekslingen af likviditet som betaling af renteforskelle på et fastsat fremtidigt tidspunkt. I det følgende beskrives kort de standardiserede produkter.

Kasseprodukter

- *Deposits* er usikrede kroneudlån med standardiserede løbetider fra 1 dag og op til 12 måneder.
- *Repoer* er sikrede kroneudlån med standardiserede løbetider fra 1 dag og op til 6 måneder. Sikkerhedsstillelsen består af værdipapirer, typisk obligationer. Disse forretninger betegnes også genkøbsaftaler, da sælger af obligationerne (modtager af likviditeten) ved aftalens indgåelse samtidig forpligter sig til at købe værdipapirerne tilbage på et fastsat fremtidigt tidspunkt til en aftalt kurs. Der gennemføres således en samtidig spot- og terminshandel i værdipapirerne, og de to afledte fondshandler bevirker skift i ejerskab af obligationerne.
- *Valutaswaps* eller FX-swaps er sikrede kroneudlån med standardiserede løbetider fra 1 dag og op til 12 måneder. Sikkerheden foreligger her som valuta, typisk dollar. FX-swappen kan betragtes som et valutabytte, da samtidig indgåelse af en spot- og terminsforretning i valuta foretages ved kontraktens oprettelse. Køber får kroner mod aflevering af valuta til sælger, og ved udløb modtager køber sin valuta mod betaling af sælgers kronetilgodehavende.
- *Obligationer med kort restløbetid* handles ofte på pengemarkedslignende vilkår og kan i så fald henføres til rækken af pengemarkedsprodukter. Til denne gruppe hører bl.a. korte realkreditobligationer, udstedt til finansiering af rentetilpasningslån, og skatkammerbeviser. Skatkammerbeviser er børsnoterede værdipapirer udstedt på auktion gennem Nationalbanken på vegne af staten. Papirerne har ingen pålydende rente, idet de er såkaldte nulkuponpapirer, som sælges under kurs 100 og indfries til pari på udløbsdagen. 1. maj 2001 introduceredes et skatkammerbevis med 12 måneders løbetid, således at beviserne ved åbning har en løbetid på 12 måneder. Der åbnes for udstedelse af en ny serie fire gange årligt, og på de månedlige auktioner sælges normalt kun i serier med en restløbetid på 3 måneder eller derover.
- *Indskudsbeviser* udstedes af Nationalbanken som led i styringen af likviditeten på pengemarkedet. Indskudsbeviserne bærer ingen nominel rente, men er nulkuponpapirer, som sælges til underkurs og ind-

fries til pari, så afkastet svarer til indskudsbevisrenten. Beviserne har normalt 14 dages løbetid og er alene omsættelige blandt Nationalbankens pengepolitiske modparter.

Rentederivater

- *T/N IRS* (Tomorrow/Next Interest Rate Swap) er en kort renteswap, der anvender T/N-renten som referencerente, jf. bilag 2. Ved indgåelse af en T/N renteswap aftaler parterne bytte af en variabel rente (T/N-renten) mod en fast rente. Aftalen kan indgås på standardiserede løbetider mellem 1 og 12 måneder. Køber forpligter sig til at betale en fast rente til sælger mod til gengæld at modtage T/N-renten af sælger over den aftale løbetid. Aftalen giver initialt ikke anledning til hovedstolsbetalinger mellem parterne og ved udløb afregnes alene et nettobeløb afhængigt af T/N-rentens udvikling. CITA (Copenhagen Interest T/n Average) anvendes ofte synonymt med T/N IRS.
- *FRA-kontrakter* (Forward Rate Agreement) indebærer fastfrysning af en rentesats i en given fremtidig periode på en aftalt hovedstol. Køb af en FRA fastlåser finansieringsrenten på et variabelt forrentet lån, mens en solgt FRA fastlåser placeringsrenten på et variabelt forrentet indlån. Standardiserede FRA-kontrakter løber over 3 eller 6 måneder med afregning på såkaldte IMM-dage (International Monetary Market) 4 gange årligt. Ved aftalens indgåelse udveksles ingen betalinger. CIBOR, jf. bilag 2, anvendes som referencerente på standardiserede FRA-kontrakter, og på ikrafttrædelsesdagen afregnes den tilbagediskonterede forskel mellem den aftalte faste rente og 3- eller 6-måneders CIBOR.

BILAG 2

Referencerenter

Referencerenter, eller renteindeks, spiller en vigtig rolle på pengemarkedet, da de indgår i låneaftaler og benyttes ved afregning af rentederivater. De væsentligste referencerenter på det danske pengemarked er CIBOR (Copenhagen Inter Bank Offered Rate) og T/N-renten (Tomorrow/Next). Begge referencerenter beregnes og offentliggøres af Nationalbanken på daglig basis på baggrund af indberetninger fra en kreds af pengeinstitutter. CIBOR og T/N-renten skal ikke tillægges nogen pengepolitisk betydning.

CIBOR er en referencerente for afgivelse af kronelikviditet på usikret basis til et kreditværdigt pengeinstitut (en primebank). Ingen af de nuværende 8 CIBOR-stillere er forpligtet til at udlåne likviditet på deres individuelle satser. CIBOR beregnes ved, at de enkelte stillere kl. 10.30 indberetter en CIBOR-sats med to decimaler til Nationalbanken for løbetiderne 1-6, 9 og 12 måneder. Herefter fastsættes CIBOR ved at frasortere de to højeste og de to laveste satser for hver løbetid og beregne et simpelt gennemsnit af de fire tilbageværende satser. CIBOR-satserne offentliggøres kl. 11.00 på indberetningsdagen. For at opnå større gennemsigtighed omkring fastsættelsen af CIBOR er de individuelle satser siden den 26. marts 2001 blevet offentliggjort på Finansrådets hjemmeside www.finansraadet.dk.

CIBOR svarer til EURIBOR (Euro Inter Bank Offered Rate) på pengemarkedet i euroområdet. EURIBOR er en referencerente for afgivelse af usikrede euroudlån fra et kreditværdigt pengeinstitut til et andet. I øjeblikket deltager 49 pengeinstitutter i kredsen af EURIBOR-stillere. Et privat informationsbureau har ansvaret for at beregne og offentliggøre EURIBOR. Fastsættelsen af EURIBOR sker ved for hver løbetid at fjerne de højeste og laveste 15 pct. af de stillede satser og beregne et simpelt gennemsnit af de resterende satser. EURIBOR offentliggøres kl. 11 på indberetningsdagen, og på samme tidspunkt offentliggøres også EURIBOR-stillernes individuelle satser. EURIBOR-stillerne er ikke forpligtede til at udlåne likviditet på disse satser.

Mens grundlaget for CIBOR og EURIBOR er stillede satser, er T/N-renten baseret på oplysninger vedrørende faktisk omsætning. T/N-renten fastsættes på grundlag af indberetninger fra 13 større aktører på det danske pengemarked, som oplyser om forrige bankdags usikrede interbank-kroneudlån i T/N-segmentet og udlånenes gennemsnitlige rente. Nationalbanken beregner på baggrund heraf en omsætningsvægtet T/N-rente, som offentliggøres kl. 12 på indberetningsdagen. Når denne rente er valgt som dag-til-dag referencerenten på det danske

pengemarked, skyldes det, at den overvejende del af markedet for usikrede interbankudlån er på T/N-basis.

Den tilsvarende rente i euroområdet benævnes EONIA (Euro Over-Night Index Average), der er referencerente for usikrede interbankudlån i det for euroområdet dominerende O/N-segment. Indberetterkredsen for EURIBOR og EONIA er sammenfaldende. EONIA beregnes af Den Europæiske Centralbank og offentliggøres af et privat informationsbureau mellem kl. 18.45 og 19.00 på indberetningsdagen.

Den 4. marts 2002 påbegyndtes offentliggørelsen af en referencerente for afgivelse af eurolikviditet på sikret basis over udvalgte løbetider, den såkaldte EUREPO. Beregning og offentliggørelse foregår efter samme principper som for EURIBOR. Yderligere information om EUREPO, EONIA og EURIBOR kan findes på hjemmesiden www.euribor.org.

Stabilitets- og vækstpagten – status i 2002

Tina Winter Frandsen og Jens Anton Kjærgaard Larsen, Internationalt Kontor

INDLEDNING

Den generelle vækstafmatning i Europa har betydet, at de offentlige finanser i en række EU-lande er kommet under pres. I 2001 steg EU-landenes samlede offentlige budgetunderskud målt i pct. af BNP for første gang siden 1993. Landenes fremskrivninger af de offentlige finanser viser, at der i 2002 ventes et lille fald i euroområdets samlede budgetunderskud, mens underskuddet for det samlede EU ventes at stige marginalt. Først i 2004 ventes der at være omtrent balance på den samlede budgetstilling.

Stabilitets- og vækstpagten præciserer EU-traktatens bestemmelser om offentlige finanser og har til formål at tilskynde til varig budgetdisciplin efter overgangen til tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU. I denne artikel gøres der status over den praktiske gennemførelse af pagten i foråret 2002.

FORMÅL MED STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

Det er karakteristisk for ØMUen, at pengepolitikken fastlægges centralt i Den Europæiske Centralbank, ECB, mens finanspolitikken fortsat fastlægges i de enkelte medlemslande. For at sikre et passende forhold mellem penge- og finanspolitik i euroområdet og på det nationale plan indeholder EU-traktaten en række bestemmelser om finanspolitikken. Stabilitets- og vækstpagten præciserer disse bestemmelser og tilskynder til varig budgetdisciplin efter overgangen til tredje fase af ØMU. Pagten trådte i kraft samtidig med ØMUens tredje fase 1. januar 1999.

Stabilitets- og vækstpagtens centrale bestemmelse er, at alle EU-lande skal tilstræbe, at det offentlige budget på mellemlangt sigt er tæt på balance eller i overskud. I praksis er dette udsagn blevet fortolket således, at der bør være tilstrækkelig plads i budgettet til, at landet under en "normal" lavkonjunktur ikke kommer i konflikt med EU-traktatens

grænse for offentlige budgetunderskud[1] på 3 pct. af BNP (et såkaldt uforholdsmæssigt stort underskud). Den økonomiske aktivitet påvirker de offentlige finanser direkte gennem de automatiske stabilisatorer. Under en højkonjunktur forbedres de offentlige finanser automatisk via lavere udgifter til fx arbejdsløshedsunderstøttelse samt højere skatteindtægter. Dette medvirker samtidig til at dæmpe vækstudsvingene. Under en lavkonjunktur vil der tilsvarende forekomme en forværring af de offentlige finanser, der igen medvirker til at mindske den økonomiske afmatning. Det er derfor vigtigt, at der altid er plads til at lade de automatiske stabilisatorer virke, hvilket opnås, hvis hvert land i gennemsnit over konjunkturforløbet har en offentlig saldo tæt på balance eller i overskud.

Derudover indeholder stabilitets- og vækstpagten mere proceduremæssige bestemmelser, der dels angiver en tidsplan for behandlingen af overtrædelser af EU-traktatens 3 pct. grænse for offentlige budgetunderskud, dels fastlægger størrelsen på den bod, der i sidste ende kan blive sanktionen, såfremt 3 pct. grænsen vedvarende overskrides. Pagten er gældende for alle EU-lande, om end det kun er eurolandene, der kan pålægges sanktioner.

Alle EU-lande skal hvert år udarbejde nationale programmer, der beskriver, hvorledes landene agter at leve op til stabilitets- og vækstpagten. For eurolandene kaldes de stabilitetsprogrammer, og for udelandene kaldes de konvergensprogrammer. Rådet af økonomi- og finansministre, Ecofin, overvåger udviklingen i de offentlige finanser, og på baggrund af programmerne offentliggør Ecofin-rådet udtalelser, der giver en vurdering af, hvorvidt landene opfylder pagten.[2]

STATUS I FORÅRET 2002

EU-landene afleverede de opdaterede stabilitets- og konvergensprogrammer mellem oktober og december 2001, og Ecofin-rådets udtalelser om landenes opfyldelse af pagten blev offentliggjort efter møderne 22. januar og 12. februar 2002.[3] I henhold til udtalelserne lever størsteparten af EU-landene op til stabilitets- og vækstpagten i 2002, men flere lande har dog problemer. Det gælder specielt Tyskland og Portugal, der er tæt på EU-traktatens 3 pct. grænse, og som først ventes at leve op til

1 Det offentlige budget vedrører den samlede offentlige sektor, dvs. centralregeringen samt regionale og lokale myndigheder.

2 For en mere detaljeret gennemgang af bestemmelserne i stabilitets- og vækstpagten henvises til Niels Bartholdy, Stabilitets- og vækstpagten: Status efter første runde, foråret 1999, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 1999 samt Tina Winther Frandsen, Stabilitets- og vækstpagten – status i 2001, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2001.

3 På grund af regeringsskiftet blev det danske konvergensprogram først afleveret i januar 2002, og programmet blev derfor diskuteret på Ecofin-mødet 5. marts 2002.

pagtens bestemmelse om et budget tæt på balance eller i overskud fra og med 2004. Men også Frankrig og Storbritannien har problemer.

Som følge af den generelle vækstafmatning oplevede EU-landene i 2001 for første gang i mange år en forværring af den samlede saldo for de offentlige finanser, idet underskuddet steg til 0,8 pct. af BNP. I 2002 er der udsigt til, at underskuddet stiger yderligere en anelse til 0,9 pct. af BNP. Herefter ventes budgetunderskuddet igen at falde, og i 2004 er der forventning om noget nær balance på EU-landenes samlede budgetstilling. I henhold til de tidligere programmer var der forventning om balance allerede i 2002. I flere medlemslande kan udviklingen i budgetstillingen i 2002 dog vise sig at blive mindre favorabel end forudset i de seneste nationale programmer, da fremskrivningerne af den økonomiske vækst her er mere optimistiske end i fx EU-Kommissionens seneste prognose fra april 2002.

Tabel 1 viser historiske data og landenes fremskrivninger af saldoen for de offentlige finanser som angivet i stabilitets- og konvergenspro-

OFFENTLIGE BUDGETTER I EU-LANDENE — Tabel 1

Pct. af BNP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Eurolandene, ifølge landenes stabilitetsprogrammer								
Belgien	-0,9	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,6	0,7
Finland	1,3	1,8	6,9	4,7	2,6	2,1	2,6	-
Frankrig	-2,7	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3[1]	-0,5[1]	0,0[1]
Grækenland	-2,5	-1,8	-1,1	0,1	0,8	1,0	1,2	-
Holland	-0,8	0,4	1,5	0,7[2]	1,0	1,0	1,0	-
Irland	2,1	2,1	4,5	1,4	0,7	-0,5	-0,6	-
Italien	-2,8	-1,8	-1,5	-1,1	-0,5	0,0	0,0	0,2
Luxembourg	3,2	4,7	6,2	4,1	2,8	3,1	3,4	-
Portugal	-2,2	-2,0	-1,8	-2,2	-1,8	-1,0	0,0	0,4
Spanien	-2,6	-1,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Tyskland	-2,1	-1,4	-1,3	-2,5[3]	-2,0[3]	-1,0[3]	0,0[3]	0,0[3]
Østrig	-2,3	-2,2	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5
Euro 12	-2,1	-1,2	-0,8	-1,1	-0,9	-0,5	0,0	-
Udelandene, ifølge deres konvergensprogrammer								
Danmark	1,1	3,1	2,5	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1
Storbritannien[4]	0,4	1,7	2,0	-0,2	-1,1	-1,3	-1,1	-1,0
Sverige	1,9	1,9	4,1	4,6	2,1	2,2	2,3	-
EU-15	-1,6	-0,7	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,1	-

Kilde: 3. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne (hvis ikke angivet i 3. opdatering er tallene fra 1998-99 fra 2. opdatering) samt EU-Kommissionen.

[1] Tal for det forsigtige scenario. De tilsvarende tal for det favorable scenario er henholdsvis -1,0, 0,0 og 0,3.

[2] Den 6. december 2001 fremlagde det hollandske finansministerium et revideret budgetskøn for 2001. Dette erstatter fremskrivningen fra det opdaterede stabilitetsprogram fra 17. oktober 2001.

[3] Baseret på tal fra det 3. opdaterede stabilitetsprogram fra december 2001. Den 30. januar 2002 fremlagde det tyske finansministerium reviderede budgettal for perioden 2001-06 på henholdsvis -2,6, -2,5, -1,5, -1, -1 og 0,0, men jf. Ecofin-rådets udtalelse fra 12. februar 2002 har Tyskland tilkendegivet at ville træffe de nødvendige foranstaltninger for at opnå et budget tæt på balance allerede i 2004.

[4] Baseret på tallene for finansårene fra 1998-99 til 2005-06.

grammerne. Som det fremgår, er der store forskelle landene imellem. Mange lande, primært de små EU-lande, har allerede på nuværende tidspunkt budgetoverskud, hvorimod andre lande stadig har markante underskud.

Når Ecofin-rådet vurderer landenes opfyldelse af stabilitets- og vækstpagten fokuseres ikke udelukkende på budgetfremskrivningerne i det nuværende program. Der skeles også til, om landet har været i stand til at leve op til fremskrivningerne fra det forrige program. I tabel 2 vises derfor udviklingen i landenes skøn for de offentlige budgetter for 2001 og 2002 jf. henholdsvis det nuværende og det forrige program. Det fremgår, at specielt Tyskland, Portugal, Storbritannien og Irland har foretaget markante nedjusteringer af budgetforventningerne. Tyskland og Portugal risikerer nu at komme tæt på EU-traktatens 3 pct. grænse. Også de fleste andre lande har i større eller mindre grad nedrevideret forventningerne til de offentlige finanser. Enkelte lande har dog haft den modsatte udvikling og venter nu bedre offentlige budgetter end forudset i det forrige program.

UDVIKLINGEN I SKØN FOR DE OFFENTLIGE BUDGETTER — Tabel 2

	Skøn for 2001			Skøn for 2002		
Pct. af BNP	Forrige program	Nuværende program	Forskel	Forrige program	Nuværende program	Forskel
Eurolandene, ifølge landenes stabilitetsprogrammer						
Belgien	0,2	0,0	-0,2	0,3	0,0	-0,3
Finland	4,7	4,7	0,0	4,4	2,6	-1,8
Frankrig	-1,0	-1,4	-0,4	-0,6[1]	-1,4	-0,8
Grækenland	0,5	0,1	-0,4	1,5	0,8	-0,7
Holland	0,7	0,7[2]	0,0	0,6[3]	1,0	0,4
Irland	4,3	1,4	-2,9	3,8	0,7	-3,1
Italien	-0,8	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5	0,0
Luxembourg	2,6	4,1	1,5	2,5	2,8	0,3
Portugal	-1,1	-2,2	-1,1	-0,7	-1,8	-1,1
Spanien	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,2
Tyskland	-1,5	-2,5[4]	-1,0	-1,0	-2,0[4]	-1,0
Østrig	-0,8	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Udelandene, ifølge landenes konvergensprogrammer						
Danmark	2,8	1,9	-0,9	2,6	1,9	-0,7
Storbritannien[5]	0,6	-0,2	-0,8	-0,1	-1,1	-1,0
Sverige	3,5	4,6	1,1	2,0	2,1	0,1

Kilde: Landenes 3. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne (fra oktober – december 2001) og landenes 2. opdatering af programmerne (fra september 2000 – januar 2001).

[1] Tal for det favorable scenario. Der er ingen tilsvarende tal for det forsigtige scenario.

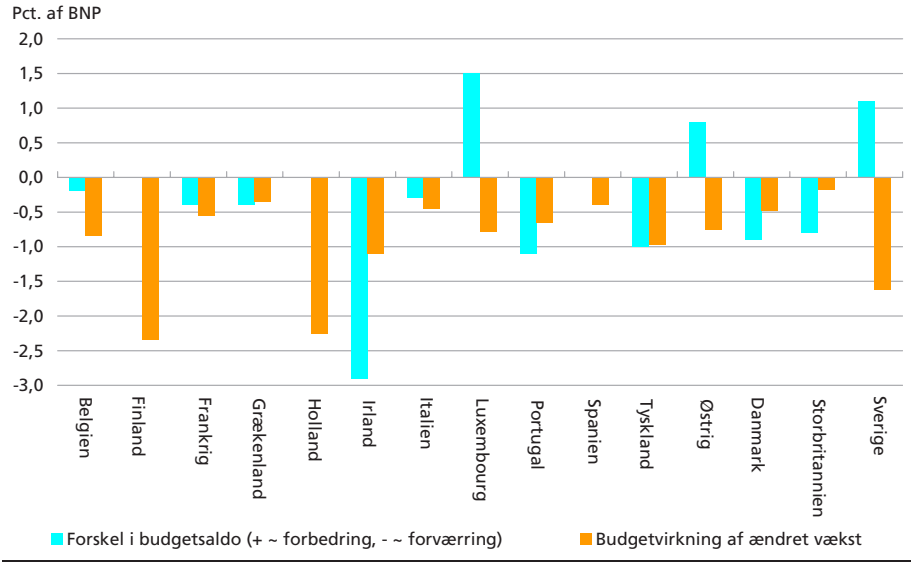
[2] Den 6. december 2001 fremlagde det hollandske finansministerium et revideret budgetskøn for 2001. Dette erstatter fremskrivningen fra det opdaterede stabilitetsprogram fra 17. oktober 2001.

[3] Tal for det favorable scenario. Det tilsvarende tal for det forsigtige scenario er 0,3.

[4] Den 30. januar 2002 fremlagde det tyske finansministerium reviderede skøn for budgetsaldoen i pct. af BNP for bl.a. 2001 og 2002 på henholdsvis -2,6, og -2,5.

[5] Baseret på tal for finansårene 2001-02 og 2002-03.

FORSKEL I BUDGETSALDO OG BUDGETVIRKNING AF ÆNDRET VÆKST, 2001 Figur 1



Anm.: Forskellen i budgetsaldo er beregnet som forskellen mellem fremskrivningen af den offentlige budgetsaldo i 2001 i nuværende program og forrige program. Budgetvirkningen er beregnet som forskellen i fremskrivningen af væksten i 2001 i det nuværende program og det forrige program multipliceret med budgetsaldoens konjunkturfølsomhed.
Kilde: EU-Kommissionen, landenes 2. og 3. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne samt egne beregninger.

Den primære årsag til de forværrede budgetforventninger skal findes i vækstafmatningen. Dette er på baggrund af enkle beregninger illustreret i figur 1. En række lande har dog formået at fastholde eller endog overgå budgetforventningerne trods den lavere vækst. Således er saldoen for de offentlige finanser i 2001 uændret i Finland, Holland og Spanien, mens Sverige, Luxembourg og Østrig har været i stand til at forbedre saldoen. Der er også eksempler på det modsatte. I Irland, Portugal, Danmark og Storbritannien er der således sket en større forværring af saldoen for de offentlige finanser, end vækstforudsætningerne tilsiger.

For Tysklands vedkommende viste væksten sig i 2001 at blive mere end 2 procentpoint lavere end forudset i det forrige program. Ecofin-rådet anerkender i udtalelsen om landets stabilitetsprogram, at dette forhold kan forklare den betydelige afvigelse i det nominelle budgetunderskud. I både Tyskland og mange andre lande er det således de automatiske stabilisatorer, der har fået lov til at virke. Som hovedregel har landene ikke forsøgt at føre aktiv ekspansiv finanspolitik i 2001, og den finanspolitiske disciplin synes dermed fortsat at dominere.

Det har været muligt at lade de automatiske stabilisatorer virke, fordi de fleste lande allerede før vækstafmatningen indtraf havde opnået tilstrækkeligt sunde offentlige finanser med en saldo tæt på balance

eller i overskud. Men lande som Tyskland, Portugal, Frankrig og Italien havde i 2000 fortsat markante underskud på den offentlige saldo, hvor den gunstige vækstsituation ellers medvirkede til, at mange lande oplevede store budgetforbedringer. Eksempelvis gennemførte Tyskland i 2000 en skattereform, der i første omgang var ufinansieret, hvorved landet ikke fik udnyttet de gode vækstforhold til en forbedring af de offentlige finanser. Dette mindre gunstige udgangspunkt betyder, at disse lande under den nuværende vækstafmatning har større risiko for at nærme sig 3 pct. grænsen.

For at få et mere retvisende billede af de egentlige finanspolitiske tiltag og dermed det underliggende pres på de offentlige finanser kan opgørelsen af saldoen for de offentlige finanser korrigeres for konjunkturudviklingen. Denne såkaldte cyklisk korrigerede saldo vil altid indeholde elementer af skøn og er dermed behæftet med nogen usikkerhed. For at undgå overskridelse af EU-traktatens 3 pct. grænse understreger stabilitets- og vækstpagten som tidligere nævnt, at landene skal tilstræbe en "budgetstilling tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt". Til støtte for vurderingen af, om medlemslandene opfylder dette krav, har EU-Kommissionen beregnet en benchmark for den offentlige budgetsaldo for hvert af medlemslandene. Benchmarken kan fortolkes som minimumsværdien for den cyklisk korrigerede saldo, der sikrer, at EU-traktatens krav om et budgetunderskud på maksimalt 3 pct. af BNP overholdes under en for landet "normal" lavkonjunktur. Befinder et lands cyklisk korrigerede budgetsaldo sig på den rigtige side af EU-Kommissiones benchmark kan man med andre ord lade de automatiske stabilisatorer virke frit.[1]

EU-Kommissionens benchmarks har været brugt i vurderingen af de oprindelige stabilitets- og konvergensprogrammer fra 1999 og de opdaterede programmer i 2000 og 2001. Ifølge en ny adfærdskodeks[2] for stabilitets- og vækstpagten, vedtaget af Ecofin-rådet 10. juli 2001, kan EU-Kommissionen fortsat, hvor det er relevant, benytte disse benchmarks som et arbejdsredskab i vurderingen af programmerne, men ikke som et mål i sig selv i medfør af stabilitets- og vækstpagten. Fortolkningen af reglen om "tæt på balance eller overskud" skal være bredtfavnende og tage hensyn til flere elementer end blot en "mekanisk bedømmelse" ud fra EU-Kommissionens benchmarks. Således fokuseres der nu bl.a. på at etablere en supplerende sikkerhedsmargin i budgettet,

---

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

2 Den ny adfærdskodeks fokuserer på relationen mellem stabilitets- og vækstpagten og de overordnede retningslinjer for den økonomiske politik. Derudover refererer adfærdskodeksen til behovet for at sikre kvaliteten og den langsigtede holdbarhed i de offentlige finanser, og der lægges op til en mere ensartet behandling af landene via en standardisering af proceduren.

hvorved der kan tages højde for uventede budgetpåvirkninger, der ikke direkte kan henføres til konjunktursituationen, herunder udsving i renteudgifterne i tilfælde af rentechok. I tillæg kan politiske prioriteringer såsom en hurtigere nedbringelse af gældsraten eller skattereformer såvel som sikring af den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser i lyset af den aldrende befolkning gøre det påkrævet med et yderligere manøvrerum i de offentlige finanser.

Af tabel 3 fremgår det, at der i hovedparten af landene i 2002 forventes en forbedring i de cyklisk korrigerede budgetsaldi, hvilket bl.a. sker som følge af fortsat faldende renteudgifter. Fire lande ventes dog i 2002 at få et cyklisk korrigeret budgetunderskud på mere end 1 pct. af BNP. Portugal, Tyskland og Storbritannien er de eneste lande, hvor den cyklisk korrigerede budgetsaldo overskrider EU-Kommissionens benchmark i 2002.

I det følgende vil der blive fokuseret på fire lande, hvor udviklingen har skilt sig ud fra de resterende EU-lande. Det drejer sig om Tyskland, Portugal, Storbritannien og Irland.

Som tidligere nævnt bød budgetfremskrivningerne fra Tyskland og Portugal på markante nedjusteringer, og dermed opstod der risiko for at landene kommer i konflikt med 3 pct. grænsen. Ecofin-rådets behandling af netop disse to lande medførte da også stor pressebevågenhed. På

CYKLISK KORRIGERET SALDO OG EU-KOMMISSIONENS BENCHMARK — Tabel 3

Pct. af BNP	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Benchmark[1]
Eurolandene							
Belgien	-1,0	-0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	-1,0
Finland	2,8	3,3	2,3	2,1	2,7	-	1,3
Frankrig	-1,6	-1,5	-1,5	-1,4	-0,6	-0,1	-1,5
Grækenland	-1,2	-0,6	0,5	0,6	0,7	-	-1,4
Holland	0,2	0,2	0,6	1,1	1,3	-	-0,1
Irland	2,2	-0,7	-0,3	-1,2	-0,9	-	-0,9
Italien	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-1,2
Luxembourg	4,8	3,7	2,6	2,8	3,1	-	0,0
Portugal	-2,4	-2,5	-1,7	-0,8	0,1	0,5	-0,6
Spanien	-0,6	-0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,4
Tyskland	-1,6	-2,2	-1,3	-0,6	0,1	-0,1	-1,1
Østrig	-2,1	0,0	0,3	0,2	0,3	0,5	-1,3
Udelandene							
Danmark	1,9	1,5	2,0	2,0	2,1	2,2	-0,7
Storbritannien[2]	0,7	-0,3	-1,1	-1,4	-1,2	-1,1	-0,1
Sverige	2,5	3,9	1,5	1,7	2,0	-	0,8

Kilde: EU-Kommissionen.

[1] Benchmarken for de enkelte EU-lande beregnes ud fra det største sandsynlige output gab i landet under et normalt konjunkturudsving samt konjunkturfølsomheden på den offentlige saldo, jf. EU-Kommissionens rapport Public Finances in EMU-2000, Maj 2000.

[2] Baseret på tal for finansårene 2000-01 til 2005-06.

STABILITETS- OG VÆKSTPAGTENS VARSLINGSSYSTEM Boks 1

Ifølge stabilitets- og vækstpagten[1] er EU-Kommissionen forpligtet til hurtigt at forelægge Ecofin-rådet de nødvendige rapporter, udtalelser eller henstillinger for derved at fremme en effektiv anvendelse af varslingssystemet. Selve varslingssystemets funktionsmåde er beskrevet i artikel 6 og 10 i rådsforordning 1466/97. Ecofin-rådet overvåger gennemførelsen af stabilitets- og konvergensprogrammerne med sigte på at identificere faktiske eller forventede væsentlige afvigelser i budgetstillingen fra det mellemfristede budgetmål eller den tilsigtede tilpasning i retning af dette mål. Ecofin-rådets overvågning er baseret på vurderinger fra EU-Kommissionen og det Økonomiske og Finansielle Udvalg, EFC. Såfremt Ecofin-rådet påviser en sådan væsentlig afvigelse, advarer Rådet det pågældende land for at undgå at et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud opstår. Der rettes ligeledes en henstilling til landet om at foretage den nødvendige tilpasning. Hvis Ecofin-rådet efterfølgende konstaterer, at afvigelsen er vedvarende eller forværres, retter Rådet en henstilling til landet om straks at træffe korrigerende foranstaltninger.

Stabilitets- og vækstpagtens varslingssystem klargør således, at et land bør have en advarsel på så tidligt et tidspunkt, at det er muligt at undgå fremkomsten af et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud. Det betyder, at en eventuel advarsel gives, inden proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store budgetunderskud sættes i værk.

[1] Stabilitets- og vækstpagten består konkret af en resolution fra Det Europæiske Råd: *EF-tidende* C 236, 2. august 1997 samt to rådsforordninger: *EF-tidende* L 209, 2. august 1997.

grund af den betydelige risiko for uforholdsmæssigt store budgetunderskud offentliggjorde EU-Kommissionen 30. januar 2002 sin beslutning om at opfordre Ecofin-rådet til at give de to lande en tidlig advarsel i henhold til stabilitets- og vækstpagtens varslingssystem, jf. boks 1. På Ecofin-mødet 12. februar 2002 gav Tyskland og Portugal imidlertid tilsagn om at imødegå risikoen for at overskride 3 pct. grænsen og lovede at træffe de nødvendige foranstaltninger for at opnå en budgetsaldo tæt på balance i 2004. Af det tyske finansministeriums reviderede prognose fra 30. januar 2002 fremgik det, at der først var forventning om budgetbalance i 2006. Landene gav ligeledes tilsagn om, at eventuelle råderum på budgetterne vil blive brugt til at nedbringe underskuddet. På baggrund af disse tilsagn udtalte Ecofin-rådet, at landene havde reageret tilstrækkeligt på den bekymring, der var kommet til udtryk i EU-Kommissionens opfordring, og derfor undlod man at give de to lande en advarsel.

I Storbritannien ventes der med det seneste konvergensprogram en forværring af den faktiske budgetstilling fra en situation tæt på balance i 2001 til et underskud på lidt over 1 pct. af BNP i 2002. Denne forværring indtræder et år tidligere end ventet i det forrige program. Underskuddet på ca. 1 pct. af BNP ventes at være uændret i perioden frem til 2005 både med og uden korrektion for den cykliske situation, jf. tabel 1

og 3. Landet kommer derfor på kant med stabilitets- og vækstpagten. Ecofin-rådet anerkender dog, at det skyldes et meget forsigtigt skøn for trendvæksten, hvilket indebærer, at der reelt ventes en bedre budgetsaldo.

For Irlands vedkommende er der i forhold til det forrige program tale om en anselig forværring i den offentlige budgetstilling i perioden frem til 2004, idet landet går fra pæne overskud til underskud på budgettet. Forværringen i 2001 skyldes ikke kun en kraftig nedgang i væksten, da også den cyklisk korrigerede saldo er forværret betydeligt som følge af en finanspolitisk lempelse. I 2002 viser udviklingen i den cyklisk korrigerede budgetsaldo en stramning af finanspolitikken til et stort set neutralt niveau. Til gengæld indikerer fremskrivningerne af både den faktiske og den cyklisk korrigerede saldo, at kravet om en budgetstilling tæt på balance muligvis ikke overholdes fra 2003. Ecofin-rådet anfører dog, at der i underskuddene for 2003 og 2004 er medregnet store hensættelser til ikke nærmere bestemte fremtidige budgettiltag og uforudsete situationer. Anvendes disse hensættelser ikke, vil målsætningen om en budgetsaldo tæt på balance blive stort set overholdt i hele perioden.

EU-traktatens krav om en offentlig gæld på maksimalt 60 pct. af BNP eller en faldende gældskvote indgår ikke direkte i stabilitets- og vækst-

OFFENTLIG GÆLD I EU-LANDENE — Tabel 4

Pct. af BNP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Eurolandene, ifølge landenes stabilitetsprogrammer								
Belgien	119,6	116,1	109,3	107,0	103,3	97,7	93,0	88,6
Finland	48,8	46,9	44,0	42,7	42,9	43,0	41,8	-
Frankrig	59,5	58,5	57,6	57,1	56,3	55,7[1]	54,5[1]	52,9[1]
Grækenland	105,5	104,6	102,7	99,6	97,3	94,4	90,0	-
Holland	66,8	63,2	56,1	51,8	47,7	45,0	42,0	-
Irland	55,0	50,1	38,6	35,8	33,7	33,8	34,1	-
Italien	116,2	114,5	110,5	107,5	104,3	101,0	98,0	-
Luxembourg	6,4	6,0	5,3	5,0	4,6	4,2	3,9	-
Portugal	55,3	55,0	53,6	55,9	55,7	55,5	54,0	53,2
Spanien	64,7	63,4	60,4	57,5	55,7	53,8	51,9	50,0
Tyskland	60,7	61,1	60,3	60,0	60,0	59,0	57,0	55,5
Østrig	63,9	64,9	63,5	61,8	59,6	57,2	54,7	52,1
Euro 12	73,1	72,0	70,5	68,7	67,2	65,5	63,3	-
Udelandene, ifølge deres konvergensprogrammer								
Danmark	55,8	52,6	46,8	43,5	42,9	40,1	37,6	35,1
Storbritannien[2]	48,1	43,1	39,9	38,1	37,2	37,0	36,8	36,6
Sverige	71,8	65,2	55,6	52,3	49,7	47,3	45,2	-
EU-15	69,0	67,5	64,3	62,6	61,2	59,7	57,9	-

Kilde: 3. opdatering af stabilitets- og konvergensprogrammerne (hvis ikke angivet i 3. opdatering er tallene fra 1998-99 fra 2. opdatering) samt EU-Kommissionen.

[1] Tal for det forsigtige scenario. De tilsvarende tal for det favorable scenario er henholdsvis 55,3, 53,6 og 51,8.

[2] Baseret på tal for finansårene fra 1998-99 til 2005-06.

pagten. Indirekte spiller størrelsen af den offentlige gæld alligevel ind, da en større gæld alt andet lige vil betyde større renteudgifter og dermed en større byrde for det løbende offentlige budget. Fremskrivninger af den offentlige gæld er vist i tabel 4.

Trods den generelle forværring i landenes budgetstilling har der alligevel, takket være den økonomiske vækst, været en reduktion af gældsraten i samtlige EU-lande i 2001, dog ikke i Portugal. I 2002 ventes den økonomiske vækst at føre til et yderligere fald i gældsraten i alle lande undtagen Tyskland og Finland. I 2003 ventes gældsraten for EU-landene samlet set at komme under 60 pct. af BNP. Kun Belgien, Italien og Grækenland har på det tidspunkt en gældsrate på mere end 60 pct. af BNP.

AFSLUTNING

Erfaringerne med stabilitets- og vækstpagten efter den seneste runde opdaterede nationale programmer har medført nogen debat om den mere principielle fortolkning af pagtens virkemåde. Den kraftige vækstafmatning gennem 2001 kan betragtes som den første afgørende prøve for stabilitets- og vækstpagten, idet de offentlige finanser i mange lande blev forværret kraftigt. For hovedparten af landene var dette imidlertid uproblematisk, da udgangspunktet var gunstigt, hvorved de automatiske stabilisatorer uden problemer kunne tillades at virke. Men i enkelte lande var udgangspunktet mindre gunstigt på grund af store underskud på den offentlige saldo, og lavkonjunkturen betød, at disse lande risikerer at komme tæt på EU-traktatens 3 pct. grænse. EU-Kommissionens opfordring til Ecofin-rådet om at give Tyskland og Portugal en tidlig advarsel og den efterfølgende udvikling, hvor landene lovede at leve op til visse forpligtelser, viser, at der på trods af en vis tvivl om den stringente overholdelse af procedurerne alligevel blev opnået et konkret resultat. Stabilitets- og vækstpagten synes derfor stadig at fungere efter hensigten.

Fra irske pund til euro

Ulrik Bie, Økonomisk Afdeling[1]

INDLEDNING

Den 9. februar 2002 ophørte det irske pund med at være lovligt betalingsmiddel i Irland. Hermed afsluttedes omvekslingsperioden, der begyndte 1. januar 2002, da eurosedler og -mønter blev lovligt betalingsmiddel.

Overgangen til euro gik forbavsende let i Irland. I stedet for at foretage en gradvis omveksling, valgte de fleste en hurtig metode, hvorved man slap for at håndtere to valutaer samtidig. Både virksomheder og borgere var godt forberedte takket være et omfattende informationsprogram, og den logistiske opgave med distribution af sedler og mønter forløb upåklageligt. Mediedækningen var overvældende positiv, hvilket afspejlede den begejstrede måde, hvorpå euroen blev modtaget.

Allerede efter en uges tid var overgangen til euro i praksis overstået i Irland.

FORBEREDELSEN

Forberedelsen af introduktionen af eurosedler og -mønter bestod af to hovedelementer: Den fysiske del, bestående af produktion og distribution af sedler og mønter, og den generelle forberedelse gennem målrettede informationskampagner, dels mod erhvervslivet og dels mod offentligheden generelt.

I Irland blev det samlede ansvar for overgangen placeret hos et råd under Finansministeriet, The Euro Changeover Board of Ireland, ECBI. Det var ECBIs ansvar at implementere de overgangsmodaliteter, der var skitseret i regeringens overgangsplan, samt at forestå den nationale koordinering af informationsindsatsen. Ansvaret for produktion og distribution af sedler og mønter vedblev at være i centralbankens regi.

ECBI blev oprettet i 1998, og havde repræsentanter fra mange forskellige dele af det irske samfund, herunder centralbanken og brancheor-

[1] Forfatteren arbejdede i Central Bank of Ireland i forbindelse med omvekslingen.

ganisationerne for pengeinstitutterne og detailhandlen. Ved udgangen af 2001 havde ECBI 23 medlemmer. ECBIs sekretariat fungerede som drivkraft i både den strategiske planlægning og det daglige arbejde.

En væsentlig del af rådets opgave bestod i at få identificeret de enkelte deltageres ansvarsområder i forhold til helheden og derefter sikre bindende tilsagn på området, fx med hensyn til omvekslingsfaciliteter i bankerne og accept af irske pund i detailbranchen. Tilsagn fra de deltagende parter blev indarbejdet i *Ireland's Cash Changeover Plan for 2002*, der blev offentliggjort i april 2000.

De væsentligste øvrige interessenter i den offentlige sfære var:

- *The Central Bank of Ireland* med ansvar for fremstilling af sedler og mønt. Banken blev i tiden omkring selve omvekslingen dybt involveret i offentligt informationsarbejde, særligt i forhold til pressen. Centralbanken spillede den afgørende rolle i forholdet til den finansielle sektor, fx i forbindelse med distributionen af sedler og mønter.
- *Forfàs EMU Business Awareness Campaign*; som var et uafhængigt kampagnesekretariat under noget svarende til Erhvervsfremmestyrelsen. Sekretariatet havde ansvaret for at forberede virksomheder, særligt de små og mellemstore.
- *The Office of the Director of Consumer Affairs*, ODCA med ansvar for et nationalt regelsæt, der havde til formål at beskytte forbrugerne mod skjulte prisstigninger i forbindelse med overgangen.

Produktion og distribution af sedler og mønter

En stor del af den udestående mængde kontanter, såvel i Irland som i andre lande, bruges ikke til daglige transaktioner, men er placeret som opsparing, er forsvundet til udlandet, eller gået tabt. Det var derfor ikke nødvendigt at matche omløbet af irske pund i forholdet 1:1. Værdien af de eurosedler og -mønter, der blev sat i omløb 1. januar, var omtrent halv så stor som det cirkulerende pundomløb. Centralbankens primære fokus var at sikre, at der fra begyndelsen var tilstrækkelig med små denominationer af sedler og mønter i omløb, så der ikke opstod mangelsituationer, inden sedlerne og mønterne havde arbejdet sig gennem systemet. Lokale mangler kunne være opstået, selv om der samlet var nok kontanter, fx fordi mønterne var ophobet i supermarkeder i venten på at blive brugt som byttepenge. En måde at sikre små denominationer i omløb var ved at lade en stor del af pensionerne blive udbetalt i euro.[1] Der blev i omvekslingsperioden ikke rapporteret om mangelsituationer.

[1] Pensioner og andre sociale ydelser udbetales kontant i Irland, hvilket generelt er medvirkende til at gøre samfundsøkonomien mere kontantbaseret end i Danmark. Postvæsenet, der står for udbetalingen, forpligtede sig til at udlevere fire 5-eurosedler, hvis beløbet oversteg 20 euro.

Selve distributionen af sedler og den videre opmagasinering hos modtagerne var underlagt strenge sikkerhedskrav for at hindre falskmøntnere i at få adgang til ægte sedler før 1. januar. På grund af de strenge sikkerhedsforanstaltninger, og opgavens omfang i øvrigt, kunne udsendelsen af sedler og mønter ikke ske inden for rammerne af det normale kontantforsyningssystem. I stedet blev der etableret et alternativt system for både sedler og mønter. For centralbanken og de implicerede parter betød dette en langt højere grad af detailstyring end normalt, bl.a. af hensyn til de politieskorter, der ledsagede alle seddeltransporter.

Foruden centralbanken var pengeinstitutterne de væsentligste aktører i distributionen af kontanter. Det gælder både forsyningen af mindre finansielle institutioner og detailhandlen.

Ligesom i de øvrige lande var der planlagt en gradvis overgang, hvor borgerne afviklede deres beholdninger af irske pund i daglige transaktioner, og så løbende begyndte at bruge euro, efterhånden som de fik udbetalt eller hævede euro. Hermed var detailhandlen tiltænkt en hovedrolle i selve omvekslingen, mens pengeinstitutternes rolle, bortset fra omveksling af store kontantopsparinger, skulle være mere usynlig.

Den finansielle sektor blev ikke kompenseret for sin deltagelse i overgangen. Det blev derimod detailhandlen, primært da indlevering af mønter til bankerne ville være noget nyt og således påføre branchen en betydelig merudgift.[1] Centralbanken betalte de forretningsdrivendes kontanthåndteringsgebyr i omvekslingsperioden, ligesom det var gebyrfrit at få leveret euro før 1. januar. Ordningen har kostet centralbanken op mod 9 mio.euro.

Befolkningen kunne købe startpakker med euromønter fra 14. december. På hovedpostkontoret i Dublin blev beholdningen af 23.000 pakker solgt i løbet af få timer. Næsten hele beholdningen på 1 million pakker blev solgt før 1. januar, hvilket bragte 19 millioner mønter ud til borgerne.

Offentlig information

Både i forhold til virksomheder og offentligheden begyndte informationsindsatsen allerede i 1998. Helt hen til slutningen af 2001 var det dog svært at skabe interesse, da de færreste kunne forholde sig til, hvad euroen egentlig var. Særligt for de små og mellemstore virksomheder kunne den manglende interesse have voldt problemer, men en målrettet og meget praktisk orienteret indsats i de sidste måneder medvirkede til at forhindre dette. I befolkningen (og medierne) skete et tydeligt skift i

[1] Bankernes gebyrer for at håndtere mønter er traditionelt meget høje i Irland, hvorfor der er opstået et uformelt parallelmarked uden for den finansielle sektor, hvor mønter udveksles.

interessen, da sedlerne blev vist i medierne ultimo november, og det blev muligt at købe møntpakker fra medio december.

ECBI producerede en betydelig mængde informationsmateriale, hvoraf en del blev husstandsomdelt i perioden 1998-2001. De vigtigste værktøjer i at forberede borgerne var en håndbog – indeholdende informationer om langt de fleste forhold omkring omvekslingen – og en elektronisk omregner. Håndbogen blev udsendt til alle voksne borgere i oktober, mens omregneren blev husstandsomdelt i november/december. Begge initiativer blev meget rost. Det offentlige informationsmateriale blev suppleret af et tæppebombardement af reklameindslag i samtlige medier.

ECBI udviklede desuden informationsmateriale til svage grupper, fx lydbånd og materiale på blindskrift til blinde og svagtseende, videoer på tegnsprog til døve, samt oversigtsfoldere på en række sprog. Det vigtigste materiale fra centralbanken var om sedlernes udseende og sikkerhedselementer.

Både ECBI og Forfás etablerede hotlines, hvor henholdsvis borgere og erhvervsdrivende kunne stille spørgsmål og bestille materiale, ligesom Internettet blev aktivt inddraget i kampagnerne.

Samlet har alene ECBIs informationsaktiviteter over en firårig periode kostet 22 mio.euro, heraf blev 16,6 mio.euro anvendt i perioden fra 1. maj 2001 til udgangen af februar 2002. Til sammenligning kostede Forfàs omfattende og målrettede kampagne for erhvervslivet 9 mio.euro.

SELVE OVERGANGEN

I Irland valgte de fleste pubber at fortsætte med at lave forretninger udelukkende i pund hele nytårsnat. Kl. 01.30 lukkede kontantautomaterne og fik løbende beholdningerne udskiftet med euro. Den 1. januar var centralbanken symbolsk åben for omveksling, hvilket fik ca. 3.000 personer til at vente op mod to timer for at veksle om til euro. Forretninger, pubber, busser osv. modtog euro uden problemer, og fra 2. januar var pengeinstitutterne åbne for omveksling.

I modsætning til det planlagte forløb, jf. side 53, valgte langt de fleste borgere at gennemføre overgangen ved på én gang at omveksle alle deres pund i et pengeinstitut, og derefter kun anvende euro. Hermed undgik man dobbeltcirkulation, dvs. at anvende to valutaer på en gang. Det betød, at euroen allerede efter få dage var den dominerende valuta. Der blev ikke rapporteret om nogle væsentlige geografiske forskelle.

Den hurtige omveksling betød, at den største byrde blev flyttet fra detailhandlen til pengeinstitutterne, hvorved der opstod en betydelig kødannelse i pengeinstitutterne, især i de første dage og op mod omveks-

lingsperiodens ophør. Presset førte til, at der flere steder lokalt blev indført restriktioner i modstrid med de overordnede tilsagn.

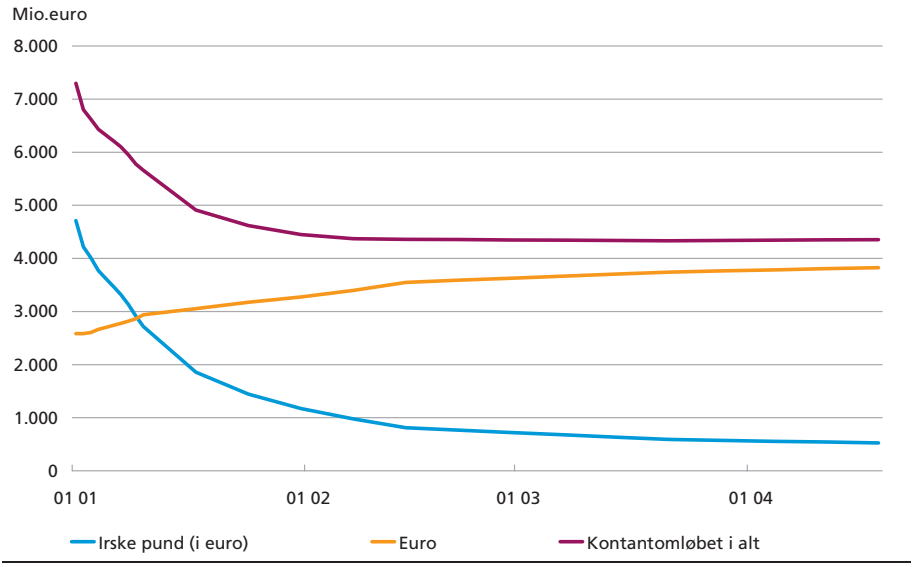
I betragtning af detailhandlens og servicebranchens forholdsvis begrænsede rolle i omvekslingen er det interessant, at en række mindre forretninger og serviceudbydere nægtede at modtage irske pund (især mønter) forholdsvis tidligt i forløbet.

Udviklingen i kontantomløbet

I perioden 1. januar til 9. februar var både irske pund og euro lovligt betalingsmiddel, og kontantomløbet bestod derfor af begge disse valutaer. Det betød, at kontantomløbet steg fra 3,7 mia.pund (4,7 mia.euro) 31. december til 7,3 mia.euro 1. januar, jf. figur 1.

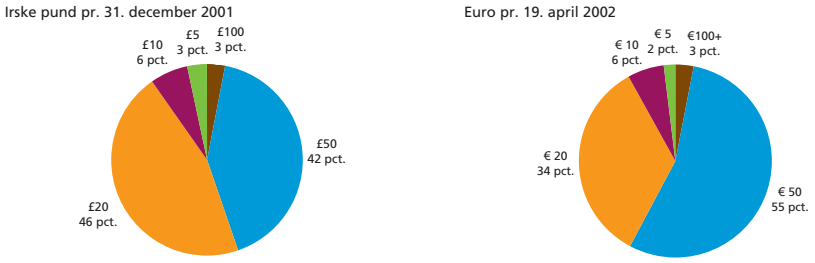
Værdien af euro i cirkulation er vokset løbende igennem hele foråret, og var medio april steget med 48 pct. siden årsskiftet. Foruden et vist trendelement, dækker det over, at kontantopsparingerne er blevet løbende konverteret. Det understreges af, at omløbet af de små denominationer er faldet kraftigt (fx 5-eurosedlen -55 pct.), mens de større denominationer er steget kraftigt (fx 50-eurosedlen +163 pct.). Udviklingen i seddelomløbet er bestemt af, hvilke sedler der lægges i kontantautomaterne (efterspørgsel fra pengeinstitutterne), og hvilke sedler der direkte efterspørges af borgerne og de erhvervsdrivende.

UDVIKLINGEN I KONTANTOMLØBET I 2002 Figur 1



Anm.: I omvekslingsperioden blev det samlede kontantomløb påvirket ved inddragelsen af den gamle valuta og udstedelse af euro. Efter 9. februar udgøres kontantomløbet alene af euro, og inddragelsen af irske pund vedrører således formelt kun kontantomløbet i det omfang, at det fører til nyudstedelser af euro.
Kilde: Central Bank of Ireland.

FORDELINGEN AF SEDDELOMLØBET Figur 2



Anm: Omregningskursen er 0,787564 irske pund pr. euro.
Kilde: Central Bank of Ireland.

Sammensætningen af seddelomløbet har været bemærkelsesværdig konstant, når der korrigeres for værdiforskel, idet 50-eurosedlen foruden at overtage 50-pundsedlens cirkulation, også har overtaget en del af 20-pundsedlens, jf. figur 2.

Det er dermed nærliggende at konkludere, at omvekslingen ikke har medført nogen væsentlig adfærdsændring, når det gælder anvendelsen af kontanter.

Hvis man inkluderer den resterende mængde irske pund, er seddelomløbets størrelse også nogenlunde uforandret[1], idet det medio april var 4,4 mia.euro[2] mod 4,7 mia.euro ved årsskiftet. Dette underbygger dels, at kontantopsparinger i irske pund i overvejende grad er omvekslet til kontantbeholdninger i euro, og ikke til indskud i bankerne, og dels, at kontanter anvendes i samme omfang (og til samme formål) som tidligere.

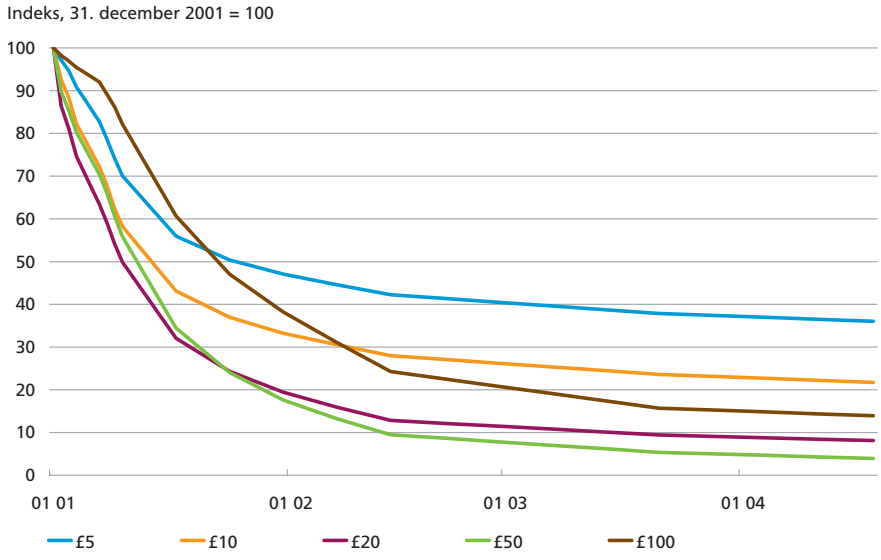
Da euro udstedt i ét land kan anvendes i hele euroområdet, vil det faktiske kontantomløb i fx Irland afvige fra det, som den irske centralbank har sat i omløb. Nationale opgørelser af kontantomløbet baseret på udstedelse vil derfor med tiden blive indikative snarere end præcise.

Inddragelsen af de mest anvendte sedler, 20-pundsedlen og 50-pundsedlen, skete forholdsvis hurtigt, jf. figur 3. Det skyldes dels, at de blev opsuget via detailhandlen og omvekslinger i pengeinstitutterne, og dels, at de udgjorde grundstammen i kontantautomaterne, hvorfor en stor del allerede befandt sig i pengeinstitutterne.

Efterhånden som kontantopsparingerne er blevet konverteret har også 100-pundsedlerne fundet vej tilbage til centralbanken. Det er tydeligt, at inddragelsen af de laveste denominationer er foregået langsommere. Det må forventes, at en del af disse sedler, især 5-pundsedlen, enten er gået til eller er blevet beholdt som minde, hvorfor de ikke vil blive returneret.

1 Seddelomløbet er generelt altid større i december end i resten af året.
2 Inkluderer irske pund til en værdi af 527 mio.euro, der formelt ikke indgår i kontantomløbet, da irske pund ikke længere er lovligt betalingsmiddel.

RESTERENDE IRSKE PUND Figur 3



Kilde: Central Bank of Ireland.

Ved omvekslingsperiodens udløb var 79 pct. af de irske pund inddraget. En stor del af det udestående beløb var mønter, der bevidst var blevet nedprioriteret i omvekslingsperioden i forhold til sedlerne, da de i forhold til vægten udgør en ringe værdi. Medio april var udestående beløb af irske pund faldet til 11 pct., og fx manglede kun 3 pct. af 50-pundsedlerne og 7 pct. af 20-pundsedlerne at blive returneret til centralbanken. Der er ikke tidsbegrænsning på omveksling af irske pund til euro i centralbanken.

Prisudvikling

Irland er det eneste af eurolandene, hvor omregningskursen var mindre end 1, hvorfor alle priser så ud til at stige. Meningsmålinger foretaget før omvekslingen viste, at der var udbredt frygt for skjulte prisstigninger. Det var i denne sammenhæng, at den frivillige ordning om et nationalt regelsæt blev introduceret af ODCA. Deltagere i regelsættet forpligtede sig for det første til at anvende omregningskursen ved konvertering af priserne og for det andet til at føre dobbelt prisskiltning i omvekslingsperioden. Den eneste sanktionsmulighed over for overtrædere var en offentlig "name and shame"-politik. Selv om flere konkrete sager blev rejst i medierne, og en række enkelttilfælde blev rapporteret af borgerne, blev sanktionsmuligheden ikke taget i brug.

På trods af regelsættet var skjulte prisstigninger et af de få problemer, der gentagne gange blev fremhævet i medierne, og som mange borgere

også følte de oplevede. Den samlede inflation var i januar på 4,9 pct., en stigning fra 4,2 pct. i december, men ikke på et usædvanligt niveau for Irland. Der er dog en del, der tyder på, at enkelte områder, som fx hotel- og restaurationsbranchen, har haft en markant højere prisstigning i forbindelse med overgangen.

Det problematiske ved at vurdere prisstigninger omkring nytår er, at det for en lang række virksomheder er et naturligt tidspunkt at justere priserne på. Da den generelle inflation og lønstigningstakten i Irland er relativt høje (henholdsvis 4,9 pct. og 9,2 pct. i 2001), vil periodiske justeringer af priserne, særligt i erhverv med et højt indhold af løn i deres omkostninger – såsom hotel og restauration – resultere i høje stigningstakter, når justeringen endelig sker. På en lang række områder må det endvidere forventes, at der løbende sker en afrunding til runde priser i euro.

ERFARINGER FRA IRLAND[1]

Den fysiske tilstedeværelse af euro udgør et markant anderledes udgangspunkt for fremtidige deltagere i eurosystemet. Alligevel er det overordnet set den samme opgave, der skal udføres, nemlig distribution af kontanter og oplysning.

En af de vigtigste erfaringer fra Irland er, at det med god forberedelse er muligt at gennemføre en omveksling hurtigt og effektivt, uden at man mister svage befolkningsgrupper. I fremtidige deltagerlande behøver informationsindsatsen ikke at blive så omfattende som i Irland, da euroen ikke længere er et abstrakt begreb, men en fysisk enhed, som mange – både borgere og forretningsdrivende – har stiftet bekendtskab med.

En anden vigtig erfaring er, at de færreste borgere følte et behov for at have en lang periode, hvor både pund og euro kunne anvendes. Perioden, hvor der både blev anvendt pund og euro i daglige transaktioner, blev således reelt afkortet til nogle få dage.

[1] ECB udgav i april en overordnet evalueringsrapport om overgangen i euroområdet som helhed. Rapporten *Evaluation of the 2002 Cash Changeover* kan findes på ECBs hjemmeside: www.ecb.int.

Rentetilpasningslån

Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling, og Kristian Kjeldsen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG HOVEDKONKLUSIONER

De danske realkreditinstitutter har traditionelt ydet fastforrentede lån med en løbetid på op til 30 år. I de senere år har de såkaldte rentetilpasningslån, hvor renten ikke ligger fast i hele lånets løbetid, men helt eller delvist ændres halvårligt eller årligt, imidlertid fået en betydelig udbredelse. Det rejser to hovedspørgsmål for Nationalbanken. Virker pengepolitikken anderledes end tidligere? Påvirker udviklingen den finansielle stabilitet?

Det første spørgsmål er nok det letteste at besvare. Den udstrakte brug af denne låneform har antageligt styrket pengepolitikkens gennemslag på den økonomiske aktivitet, idet flere husholdninger end tidligere vil få ændret deres renteudgifter, når den pengepolitiske rente ændres.

Svaret på det andet spørgsmål er knap så klart. Rentetilpasningslån har en fundamentalt anden og mere kompliceret risikoprofil end traditionelle fastforrentede realkreditlån. Låntagerne må sammen med deres rådgivere afveje de sikre umiddelbare besparelser mod risikoen for højere fremtidige ydelser og for mindsket friværdi i boligen i tilfælde af en fremtidig rentestigning. Ved rentevariationer svarende til dem, der fandt sted i 1990'erne, kan konsekvenserne for ydelse og friværdi blive betydelige. Det vil ikke udgøre et stort problem for de husstande, som har formue eller luft i budgettet, mens risikoen for at havne i en økonomisk set ubehagelig situation er større for husstande med stramme likviditetsforhold. Anvendt velovervejet med forståelse for risikobilledet vil rentetilpasningslån ikke påvirke den finansielle stabilitet nævneværdigt, mens der er en risiko knyttet til denne låneform, hvis den blot opfattes som en billigere låneform og kombineres med et stramt budget.

REALKREDITLÅN

I Danmark er der en tradition tilbage fra midten af 1800-tallet for at finansiere køb og byggeri af fast ejendom med realkreditlån. De lovgiv-

ningsmæssige rammer er blevet ændret adskillige gange af mange forskellige grunde, som det vil føre for vidt at belyse her. Et centralt element har dog ligget fast. Realkreditinstitutterne yder lån mod sikkerhed i fast ejendom ved at sælge obligationer på kapitalmarkedet. Låntager får provenuet af de solgte obligationer. Den effektive rente på lånet er således den samme for låntager og for obligationens ejer. Instituttet har derfor ikke nogen umiddelbar markedsrisiko knyttet til renteudviklingen, da låntagernes rente- og afdragsbetalinger til instituttet på kroner og ører modsvares af instituttets rente- og afdragsbetalinger til obligationsejerne. Låntagerne betaler endvidere et administrationsbidrag til instituttet.

Da lånet er ydet mod sikkerhed i fast ejendom inden for lovbestemte grænser, er instituttets kreditrisiko meget beskeden, hvis der er foretaget realistiske vurderinger af de belånte ejendomme. Hvis låntager ikke betaler den aftalte ydelse, vil instituttet efter en fastlagt procedure kunne sætte ejendommen på tvangsauktion. Kun hvis ejendommens værdi er lavere end instituttets pant, vil instituttet lide et tab.

Fraværet af umiddelbar markedsrisiko og den beskedne kreditrisiko betyder, at realkreditobligationer er meget sikre værdipapirer.

Den høje grad af sikkerhed afspejler sig i, at renten på realkreditobligationer kun er lidt højere end renten på statsobligationer. Set med obligationsejernes øjne er den største risiko ved traditionelle fastforrentede realkreditobligationer, at de er konverterbare, idet låntageren normalt kan indfri lånet til pari. Hvis det generelle renteniveau falder, kan det være fordelagtigt for låntager at indfri det gamle lån og optage et nyt til lavere rente. Realkreditobligationer med en kurs tæt på pari kan derfor vanskeligt stige i kurs, selv om det generelle renteniveau falder, da låntager altid kan tilbagebetale til pari. En væsentlig grund til, at renten på realkreditobligationer er højere end på statsobligationer, er derfor, at statsobligationerne ikke er konverterbare.

Rentetilpasningslån blev introduceret i Danmark i sidste del af 1990'erne. Der er tale om lån med en løbetid på op til 30 år, hvor renten ændres til den til enhver tid gældende markedsrente med et aftalt interval, fx årligt for det følgende kalenderår, og ofte baseret på auktioner over de bagvedliggende obligationer i december. Der findes former, hvor fx en femtedel af lånet skifter rente hvert år baseret på rullende 5-årslån, ligesom der er produkter med halvårlig tilpasning og med renteloft i en periode. En vigtig forskel til de traditionelle realkreditlån er, at obligationerne ikke er konverterbare, men kun kan indfries til pari i takt med, at rentetilpasningen finder sted. Da lånene fortsat ydes ved salg af obligationer, løber realkreditinstituttet ligesom ved de traditionelle lån ikke nogen umiddelbar markedsrisiko på rentetilpasningslånene, og

kreditrisikoen er fortsat knyttet til, om værdien af restgælden overstiger ejendommens salgsværdi. Når der er efterspørgsel efter denne type lån til en langsigtet investering som boligen, er årsagen nok primært, at den 1-årige rente har været lavere end den 30-årige i de senere år. Det spiller uden tvivl også ind, at den samfundsøkonomiske situation generelt opfattes som stabil. Mere principielt gælder det dog, at det giver låntageren en noget anden afvejning mellem de forventede fremtidige renteudgifter og den dertil knyttede risiko end de traditionelle lån. Der er tale om en egentlig udvidelse af produktsortimentet for både låntagere og obligationsejere, som indebærer et andet risikobillede end de traditionelle fastforrentede realkreditlån og -obligationer.

STATISTISK BELYSNING

De danske husholdningers lån er altovervejende realkreditlån, men også for de ikke-finansielle selskaber er realkreditten en vigtig finansieringskilde, jf. tabel 1.

Privatpersoners lån i realkreditinstitutterne var ultimo marts 2002 mere end 4 gange så store som deres lån i pengeinstitutterne. Mere end 60 pct. af realkreditinstitutternes samlede udlån er foretaget til private husholdninger.

Som nævnt blev realkreditinstitutternes udlån frem til sidste del af 1990'erne ydet med fast rente i lånets løbetid, når man ser bort fra indekslån, som tidligere dominerede finansieringen af det almennyttige byggeri. De fastforrentede låneformer er fortsat dominerende, men rentetilpasningslånene har vundet så kraftigt frem i de seneste år, at

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES INDENLANDSKE UDLÅN FORDELT PÅ LÅNTAGERE, ULTIMO

Tabel 1

	Husholdninger			Ikke-finansielle selskaber	Andre	I alt
Mia.kr.	Privatpersoner	Selvstændige	I alt			
Realkreditinstitutter						
1995	…	…	561,7	205,8	32,8	800,3
2000	662,3	161,1	823,5	225,6	46,8	1.095,9
2001	727,5	173,0	900,5	246,8	44,5	1.191,8
2002 mar.	739,6	176,3	915,9	251,0	44,1	1.211,0
Pengeinstitutter						
1995	…	…	159,0	84,5	111,4	354,9
2000	171,3	64,6	235,9	186,3	220,8	643,0
2001	175,6	74,1	249,7	228,8	221,9	700,4
2002 mar.	173,2	74,8	248,0	235,5	229,3	712,8

Anm.: Tabellen omfatter ikke udlån fra institutternes udenlandske enheder og ikke lån fra andre finansieringskilder. Den altovervejende del af privatpersoners og selvstændiges låntagning er imidlertid dækket af tabellen.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

REALKREDITINSTITUTTERNES INDENLANDSKE UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPER, ULTIMO

Tabel 2

	Rentetilpasningslån					Andre nominelle lån	Indekslån	I alt
	Op til 1 år		Over 1 år					
Mia.kr.	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	I alt			
1999	36,4[1]	7,1[1]	13,9[1]	2,3[1]	59,7	877,5	113,7	1.050,9
2000	67,8	11,2	17,1	3,7	99,8	882,5	113,1	1.095,4
2001	118,5	33,0	67,9	19,6	239,0	843,2	109,6	1.191,8
2002 mar.....	127,0	39,2	86,6	29,0	281,8	819,6	109,6	1.211,0

Anm.: Rentetilpasningslån op til 1 år angiver de lån, som bliver rentetilpasset det kommende år uanset den oprindelige løbetid.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

[1] Fordelingen er delvist skønnet.

omfanget af traditionelle fastforrentede lån er faldet ikke blot relativt, men også absolut, trods en betydelig vækst i de samlede udlån fra realkreditinstitutterne, jf. tabel 2.

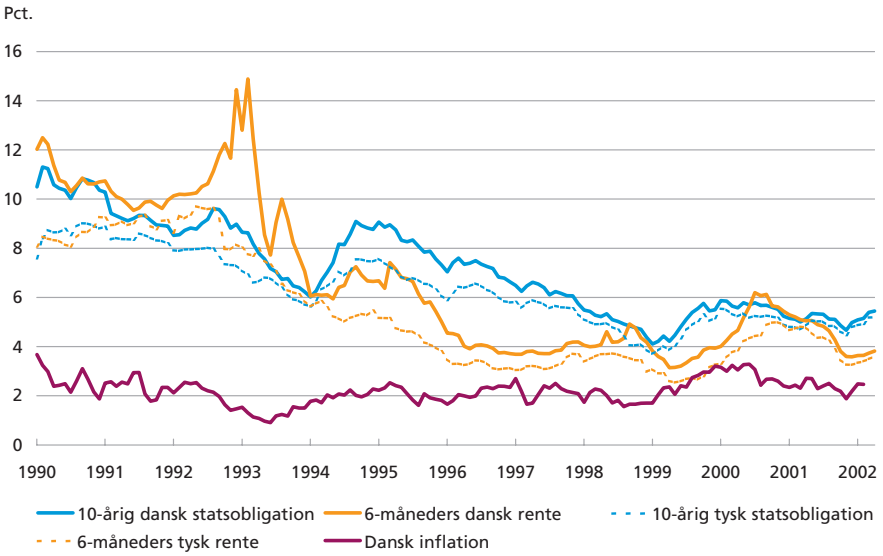
Ved udgangen af marts 2002 var der optaget rentetilpasningslån for ca. 282 mia.kr., heraf 68 mia.kr. i valuta. Valutalånene er stort set alle optaget i euro. Rentetilpasningslånene udgjorde dermed mere end 25 pct. af de nominelle realkreditlån. De fleste rentetilpasningslån får renten tilpasset årligt eller halvårligt, men i løbet af 2001 og de første måneder af 2002 er en mindre hyppig tilpasning end årlig dog blevet ganske udbredt, så det nu er mere end 40 pct. af rentetilpasningslånene, der er af denne type. Det gælder både for lån i kroner og i euro.

KORT OG LANG RENTE

Rentetilpasningslånenes stigende popularitet skyldes uden tvivl flere forhold, jf. også afsnittet om risikobilledet ved fast og variabel rente. Der er tale om et nyt produkt, der skal finde sit naturlige leje. I markedsføringen er der især blevet gjort opmærksom på den lavere ydelse end ved de traditionelle fastforrentede lån og på mulige besparelser i forhold til lån fra andre finansieringskilder end realkreditten.

Som det fremgår af figur 1, er den korte rente normalt lavere end den lange, men figuren viser også, at der ikke er tale om en naturlov. I perioden siden 1990, hvor inflationen alle år har varieret forholdsvis tæt omkring 2 pct., har 6-måneders renten varieret mellem 3,1 pct. og 14,9 pct. omkring et gennemsnit på 6,7 pct., mens den 10-årige rente har varieret mellem 4,1 pct. og 11,3 pct. omkring et gennemsnit på 7,2 pct. Siden 1994 har den gennemsnitlige 6-måneders rente dog været 1,5 pct. lavere end den gennemsnitlige 10-årige. Det er tydeligt, at det er vanskeligt at tale om et normalt niveau for spændet mellem kort og lang

KORT OG LANG RENTE I DANMARK OG TYSKLAND Figur 1

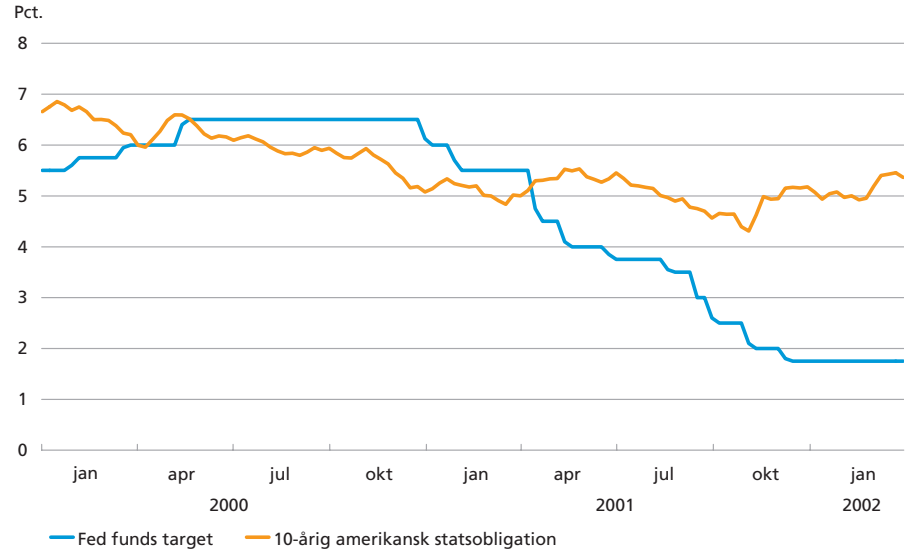


Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

rente. Det afhænger af de globale økonomiske forhold og af, om der har været et særligt dansk behov for at ændre den korte rente, fx i forbindelse med uro på valutamarkedet. Erfaringerne fra renteudviklingen i begyndelsen af 1990'erne hører imidlertid med ved valget mellem fastforrentede lån og rentetilpasningslån. Ingen kan udelukke, at nogle i visse henseender tilsvarende situationer kan opstå i fremtiden. Det er samtidig tydeligt, at den korte og den lange rente ikke nødvendigvis følges ad.

Centralbanken fastlægger den helt korte rente. I Danmark og i eurolandene vil det sige renten på lån til pengeinstitutterne med en løbetid på 14 dage, i andre lande renten på tilsvarende lån med en løbetid på 1 døgn. De øvrige renter bestemmes af udbuds- og efterspørgselsforholdene, men vil især for de korte løbetiders vedkommende være stærkt påvirket af forventningerne til centralbankens fremtidige handlinger. Hvis man forventer, at centralbankens 14-dages rente om to uger vil være den samme som i dag, vil der være en tendens til, at 1-månedsrenten i dag vil være sammenfaldende med 14-dagesrenten. Jo længere løbetiden bliver, jo svagere bliver samvariationen med centralbankens rente. Et tydeligt eksempel på svag samvariation mellem kort og lang rente kan findes i de seneste års renteudvikling i USA. Den 10-årige amerikanske rente var stort set konstant gennem 2001 trods den kraftige nedsættelse af den toneangivende pengepolitiske rente fra 6,50 til 1,75 pct. i løbet af året, jf. figur 2.

AMERIKANSKE RENTER Figur 2



Kilde: Danmarks Nationalbank.

RENTETILPASNINGSLÅN OG PENGEPOLITIKKENS GENNEMSLAGSKRAFT

Teoretisk set påvirker pengepolitikken især den økonomiske udvikling ved at påvirke forbrugernes valg mellem nutidigt og fremtidigt forbrug og virksomhedernes investeringsbeslutninger. Jo højere rente, desto større tilskyndelse er der alt andet lige til at øge opsparingen og desto højere krav til investeringernes afkast med færre investeringer end ellers til følge. Disse forhold påvirkes ikke afgørende af, hvilken udbredelse forskellige låneformer har. Fordelingen af lån på forskellige løbetider og på fast og variabel rente vil afspejle samspillet mellem låntagernes og udlånernes præferencer på det pågældende tidspunkt.

I praksis spiller det imidlertid en rolle, at husholdningernes og virksomhedernes rentebetalinger påvirkes af rentens højde. Låntagere med lån til variabel rente får således deres disponible indkomst beskåret ved en rentestigning, mens udlånerne, i dette tilfælde obligationsejerne, får øget den disponible indkomst. Imidlertid ejes obligationerne kun i begrænset udstrækning direkte af husholdningerne, men af finansielle institutioner og udlændinge. Det umiddelbare indkomsttab for en husholdning med lån til variabel rente, såfremt renten stiger, vil derfor ikke umiddelbart blive modsvaret af en tilsvarende indkomstforøgelse hos andre husholdninger. Endvidere kan der ved den samme ændring af den disponible indkomst hos låntagere og kreditorer godt tænkes at være en påvirkning af det samlede forbrug, idet mange låntageres forbrug vil være begræn-

set af deres muligheder for at skaffe sig likviditet. Likviditeten vil stramme til, når renten stiger, og låntagerne vil i givet fald forbruge mindre. Det kan derfor mindske det samlede forbrug, såfremt kreditorerne fastlægger forbruget ud fra langsigtede indkomst- og formueovervejelser.

Sådanne forhold peger på, at der kan være en direkte indkomstkanal af renteændringer, som bliver mere betydningsfuld, jo mere udbredt lån til helt eller delvis variabel rente er. Pengepolitikken har formentlig fået større gennemslagskraft på den økonomiske aktivitet som følge af den øgede udbredelse af rentetilpasningslån.

I de senere år, hvor rentetilpasningslån er blevet langt mere udbredte end tidligere, har prisstigningerne på fast ejendom været stærkere end ventet på baggrund af de hidtidige modeller for boligmarkedet. Det har givet anledning til overvejelser om, hvorvidt den lavere 1. års ydelse ved finansiering af boliger med rentetilpasningslån har påvirket priserne i opadgående retning. Rentetilpasningslånene øger boligkøbernes mulighed for at påtage sig en større økonomisk risiko end ved fastforrentede lån, idet modstykket til den lavere 1. års ydelse bl.a. er en usikkerhed om de fremtidige ydelser på lånet med en risiko for en væsentlig højere fremtidig ydelse, hvis renten stiger mærkbart.

Det virker sandsynligt, at denne øgede mulighed har øget efterspørgslen efter boliger, som ville være for dyre at købe med traditionelle fastforrentede lån. Det vil i givet fald indebære en vis stigning i huspriserne. Imidlertid er der tale om, at modellerne for boligmarkedet er forholdsvis komplekse, så prisudviklingen kan også skyldes andre faktorer end rentetilpasningslånenes udbredelse, fx en stærkere fornemmelse af sikkerhed i jobbet som følge af de senere års meget lave arbejdsløshed. Uanset den mulige påvirkning af ejendomspriserne gælder det imidlertid, at det private forbrug i den samme periode er vokset mindre, end man skulle vente på baggrund af indkomst- og formueudviklingen. Samlet er der således ikke tegn på, at den såkaldte formuekanal er blevet stærkere i de senere år.

Sammenfattende indebærer den mere udbredte brug af rentetilpasningslån, at den finansielle struktur i Danmark i højere grad end tidligere minder om strukturen i euroområdet, og at de danske pengepolitiske renter via indkomstkanalen betyder mere for aktiviteten i Danmark end tidligere.

RENTETILPASNINGSLÅN OG KAPITALBEVÆGELSER

Som det fremgår af tabel 2, var der ultimo 2001 optaget rentetilpasningslån i valuta, i praksis i euro, for 53 mia.kr. mod 15 mia.kr. et år tidligere. I de traditionelle fastforrentede lån er der næsten ikke optaget

lån i euro. I 1. kvartal 2002 steg rentetilpasningslånene i valuta med yderligere 15 mia.kr.

Isoleret set indebærer optagelse af realkreditlån i euro en tilsvarende kapitalimport. Imidlertid kan man næppe anlægge en alt andet lige betragtning på dette område. Det er ikke blot de danske låntagere, men også de danske investorer i værdipapirer, som bliver mere internationalt orienterede. Kun i den udstrækning, den øgede mængde rentetilpasningslån i euro holdes af udenlandske investorer, vil realkreditlån i euro give anledning til en nettokapitalimport. Sammenlignet med de øvrige kapitalbevægelser knyttet til den stigende internationalisering er der nok tale om betydelige beløb fra rentetilpasningslån i euro, men ikke om større bruttobevægelser end fra så mange andre kilder, fx pensionssektorens stigende placering i udenlandske aktiver, udlændinges køb af kroneobligationer samt virksomhedskøb og andre direkte investeringer. Der er tale om kapitalbevægelser, der underliggende kan påvirke valutakursen bort fra centralkursen i forhold til euro, og dermed i første omgang give anledning til udsving i valutareserven og dernæst i rentespændet i forhold til ECB. Der er samtidigt tale om kapitalbevægelser, som påvirkes af størrelsen af det relevante rentespænd.

Muligheden for at omlægge rentetilpasningslån til og fra euro må generelt ventes at kunne indebære en stabiliserende "spekulation".

For det første er det relevant at inddrage kronens placering i forhold til centralkursen over for euro. Hvis kronen er stærkere end centralkursen, vil en fremtidig bevægelse hen mod denne indebære, at der skal bruges flere kroner, når lånet skal tilbagebetales, end da det blev optaget.

For det andet er rentespændets højde af betydning. Hvis rentespændet er beskedent, vil der være mindre rentebesparelse ved at have rentetilpasningslånene i euro, end hvis rentespændet er højt. Hvis der er tilløb til valutauro, og Nationalbanken hæver de pengepolitiske renter, vil låntagerne kunne undgå det højere rentespænd ved at omlægge lånene til euro, hvilket selvfølgeligt stiller det krav til den samlede økonomiske politik, at låntagernes tillid til fastkurspolitikken er usvækket. Omlægningen vil som nævnt kunne indebære en nettokapitalimport og dermed yde et bidrag til at stabilisere valutamarkedet.

RISIKOBILLEDET VED FAST OG VARIABEL RENTE

I det følgende vurderes nogle af de mere principielle forhold ved valg mellem fast og variabel rente til boligfinansiering stort set uden hensyn til den aktuelle situation med en lav lang rente og en særdeles lav kort rente. Disse forhold vil blive inddraget i de efterfølgende beregninger og vurderinger.

Højere inflation

Teoretisk set er inflationen den dominerende faktor bag større udsving i renten. Jo højere inflation, jo højere rente. Der er imidlertid tale om en langsigtet sammenhæng, der kan forklare, hvorfor renten i 1990'erne i gennemsnit har været langt lavere end i 1970'erne og til dels 1980'erne. Som følge af, at myndighederne tillægger lav inflation stor vægt, er en tilbagevenden til tidligere tiders inflationsrater næppe sandsynlig, men risikoen herfor hører principielt set med ved valget mellem finansiering til fast eller variabel rente.

Stiger inflationen permanent, vil renten stige nogenlunde tilsvarende. Finansiering til variabel rente vil dermed blive væsentlig dyrere end finansiering til den nuværende lange rente. I tilfælde af en permanent højere inflation vil lønnen imidlertid også stige, så risikoen ved variabel finansiering og højere inflation består for de erhvervsaktive primært i, at ydelsen på lånet umiddelbart vil stige væsentligt mere end lønnen, og at de har afskåret sig fra at opnå de såkaldte debitorgevinster, som låntagere med fast rente i givet fald vil få. Gevinsten skyldes dels, at kursværdien af restgælden på et fastforrentet lån vil falde, dels at ydelsen på lånet ligger nominelt fast, mens indkomsterne nogenlunde følger den generelle inflation. Den reale ydelse over tid bliver således lavere end ventet, da lånet blev optaget.

Personer, der er pensionerede eller tæt på pensionsalderen, løber en større risiko end de erhvervsaktive ved finansiering til variabel rente, idet de ikke har samme udsigt til, at indkomsterne med tiden stiger ved stigende inflation. Det vil afhænge af de helt konkrete forhold ved pensionsordningen. Højere inflation og lån til variabel rente vil derfor indebære ikke blot en nominel, men også en real risiko for mange pensionister og personer tæt på pensionsalderen. Risikoen stiger selvsagt med størrelsen af lånet, men selv ved mindre lån til fx modernisering af boligen er det principielt set relevant at inddrage spørgsmålet om, i hvilken grad den fremtidige indkomst ligger nominelt fast, ved valget mellem fast og variabel rente.

Fortsat lavinflation

Som nævnt ovenfor er der ikke udsigt til en tilbagevenden til 1970'ernes inflationssamfund. De seneste 20 års erfaringer, ikke blot i Danmark, men også globalt, har været, at der er store velfærdsgevinster for et lands borgere ved at have nogenlunde stabile priser[1]. I den økonomiske politik i alle velordnede samfund indgår hensynet hertil

[1] Disse forhold er beskrevet af Erik Haller Pedersen og Tom Wagener, Samfundsøkonomiske fordele og ulemper ved prisstabilitet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt,* 3. kvartal 2000.

med en stor vægt. Derfor er risikoen for højere inflation og dertil knyttet højere rente nok relevant fra et principielt synspunkt, men næppe det vigtigste forhold at inddrage i risikobilledet af forskellige finansieringsformer.

Begrænser man sig således til erfaringerne fra lavinflationsårene siden 1990, er det tydeligt, at der ikke eksisterer nogle klare lovmæssigheder for, hvorledes den korte og den lange rente bevæger sig, jf. figurerne 1 og 2. Rentens højde og relationen mellem kort og lang rente afhænger af den økonomiske udvikling, herunder hvilke udefra kommende begivenheder, der indtræffer. Det indebærer, at det er problematisk kun at inddrage renteudviklingen i de allerseneste år ved afvejning mellem fast og variabel rente. Ved boligkøb og anden optagelse eller omlægning af større realkreditlån er det relevant for låntagerne at vurdere, hvorledes husstandens økonomi vil blive påvirket, såfremt renten i nogle år måtte blive mærkbart højere end det aktuelle niveau, og lade resultatet af et sådant stress-test indgå i valget af finansieringsform.

Principielt set er der betydelig forskel på risikobilledet ved fast og variabel rente. Gennemgangen af disse forhold bliver forholdsvis teknisk, men da valget dagligt træffes af mange husstande, skal det understreges, at nok er forholdene tekniske, men ikke desto mindre af betydelig praktisk relevans for dem, der træffer valget. Overvejelserne er primært knyttet til to forhold: Hvorledes påvirkes den årlige ydelse af renteændringer, og hvorledes påvirkes friværdien i boligen. Mere indirekte effekter i form af, at aktivitet og beskæftigelse kan blive påvirket af ændret rente, vil generelt ikke blive inddraget i det følgende.

Hvis *kun den korte rente stiger,* vil renteudgifterne på et rentetilpasningslån stige i den kommende periode. Hvis der er tale om et annuitetslån, vil ydelsen dog stige mindre end renteudgifterne, da afdragene umiddelbart vil falde. Den præcise stigning i ydelsen vil afhænge af, hvorledes lånet konkret er indrettet, herunder om hele lånet tilpasses halvårligt eller årligt, og om lånets løbetid ligger fast. Renteudgifterne på et allerede optaget fastforrentet lån vil ifølge sagens natur ikke ændre sig. Såfremt den korte rente er medbestemmende for ejendomspriserne, vil friværdien i ejendommen falde, uanset om der er valgt fast eller variabelt forrentet finansiering.

Hvis *kun den lange rente stiger,* vil låntagerne have uændrede ydelser uanset valget mellem fast og variabel rente. Friværdien i ejendommen vil være nogenlunde uændret for låntagerne med fast rente, da ejendomsværdien og kursværdien af restgælden vil falde i omtrent samme grad. Låntagerne med rentetilpasningslån vil få et fald i friværdien, da kursværdien af restgælden stort set ikke påvirkes, mens ejendomsværdien vil falde.

Hvis *kun den korte rente falder*, vil renteudgifterne på et rentetilpasningslån falde i den kommende periode. Ydelsen vil udvikle sig modsat af forholdene beskrevet ovenfor under stigninger kun i den korte rente. Tilsvarende vil gælde for friværdien uanset valget af fast eller variabel rente. Ydelsen på lån med fast rente vil være uændret.

Hvis *kun den lange rente falder*, vil låntagere med rentetilpasningslån få en uændret ydelse, mens låntagere med fast rente afhængigt af rentefaldets størrelse vil have muligheden for at konvertere til en lavere rente og dermed en lavere ydelse. Låntagere med rentetilpasningslån vil få en højere friværdi, da ejendomsprisen vil stige, mens kursværdien af lånet vil være uændret, og de vil have mulighed for at skifte til et fastforrentet lån til den nye lange rente, som kan være kommet tæt på den hidtidige variable. Kursværdien af fastforrentede lån vil stige, hvis lånet er langt fra at kunne konverteres, mens den vil være uændret, hvis der er mulighed for at konvertere. Låntagere med fastforrentede lån vil derfor enten have uændret eller stigende friværdi.

Sammenfattende viser den ovenstående skematiske gennemgang, at låntagere med rentetilpasningslån er mere udsatte end låntagere med fastforrentede lån for at få deres økonomiske forhold ændret, hvis renten ændrer sig. Det er indlysende for så vidt angår ændringer i den korte rente, men ved optagelse af rentetilpasningslån bliver man også påvirket af ændringer i den lange rente via størrelsen af friværdien i ejendommen. Til gengæld for den større usikkerhed om de fremtidige økonomiske forhold har låntagere med rentetilpasningslån generelt fået en umiddelbart billigere finansiering, idet ydelsen efter skat har været lavere end ved fast rente, selv om afdragene har været lidt større.

Der kan ikke gives et generelt svar på, hvorledes denne afvejning mellem besparelse nu og risiko siden mest hensigtsmæssigt foretages. Det vil afhænge af den enkelte husholdnings økonomiske omstændigheder, herunder af, om likviditeten er stram eller ej. Såfremt en del af besparelsen ved at anvende rentetilpasningslån anvendes til at øge afdragene, fx via en forkortet løbetid, kan det være en fornuftig disposition, selv om renten måtte stige betydeligt i nogle år, idet der vil være en reserve at tære på. Ligeledes må det anses for uproblematisk, hvis rentetilpasningslånene erstatter lån med en højere variabel rente fra andre kilder. Gennemgangen viser til gengæld også, at en udstrakt brug af rentetilpasningslån kan skabe problemer, hvis husholdningens likviditet er så stram, at det bliver vanskeligt at klare den højere ydelse ved en rentestigning på nogle få procent, eller hvis man vanskeligt kan klare, at friværdien i ejendommen formindskes.

Negativ friværdi er især problematisk, hvis boligejeren ønsker at sælge sin bolig. Salg af boligen kræver i givet fald, at boligejeren har anden

formue eller låner for at kunne indfri gælden til realkreditinstituttet. Det kan derfor hæmme mobiliteten i samfundet, hvis et større antal boligejere har negativ friværdi.

Gennemgangen viser, at der ikke kan gives entydige råd i valget mellem forskellige finansieringsformer. Det er en afvejning mellem forskellige umiddelbare ydelser og forskellige fremtidige risici. Det må anses for ønskeligt, at de husstande, som vælger rentetilpasningslån, er i stand til at klare nogle år med et renteniveau som i første del af 1990'erne, hvor inflationen også var lav. Der er ikke tale om en prognose for, at det vil ske. Der er tale om, at der er en risiko for, at det kan ske, såfremt der af den ene eller den anden grund, som pr. definition ikke kan forudses i dag, kommer pres på renten. Det aktuelle renteniveau må anses for så lavt, at der ikke er tale om et symmetrisk risikobillede. Sandsynligheden for, at det globale, og mere snævert det europæiske, renteniveau stiger, må anses for større, end sandsynligheden for, at det falder. Hvis de europæiske renter stiger, vil de danske renter også stige.

FØLSOMHEDSBEREGNINGER

For at give de ovenstående teoretiske betragtninger et mere konkret indhold er der i det følgende regnet på, hvorledes den årlige ydelse og ejendommens friværdi vil blive påvirket ved rentestigninger, såfremt en bolig helt eller delvist er finansieret med lån med årlig rentetilpasning op til den lovmæssige overgrænse på 80 pct. af handelsværdien. Der er tale om en form for stress-test. Hvad sker der, hvis renten stiger, og boligen er finansieret på en bestemt måde. Det er således ikke en prognose for, at det ventes at gå sådan. Det er et forsøg på at synliggøre de risici, som boligejere med rentetilpasningslån kan være udsat for, hvis renten stiger, uden at vurdere, hvor sandsynligt det er, at rentestigningen finder sted, eller inddrage, hvor mange husstande der i givet fald vil være omfattet af beregningerne.

Beregningerne vedrører en boligejer med negativ nettokapitalindkomst med en skattesats for rentebetalinger på 32,5 pct.[1] Friværdien og ydelsen efter skat ved rentestigninger beregnes ved forskellig anvendelse af rentetilpasningslån som finansieringsform.

Boligejere med rentetilpasningslån har i mange tilfælde udnyttet de nuværende lavere renter på rentetilpasningslån til at afdrage mere på gælden end minimumskravene ved 30-årige annuitetslån. Rentetilpasningslån kan som nævnt også anvendes til at afløse variabelt forren-

[1] Se Kristian Kjeldsen og Erik Haller Pedersen, Kapitalafkastbeskatningens betydning for kapitalmarkederne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002.

EJERBOLIG ANVENDT I BEREGNINGERNE Boks

Der tages udgangspunkt i køb af en større ejerbolig på 180 kvm. i kommunegruppe 4[1]. I 2001 blev et sådant hus handlet til en kvm. pris på ca. 8.500 kr.[2] Markedsværdien af huset sættes derfor i beregningerne til 1,5 mio.kr. Som udgangspunkt antages en friværdi på 20 pct. af markedsværdien, dvs. 300.000 kr. Der tages ikke hensyn til, om dette beløb er finansieret fra anden side, og hvordan lånevilkårene i givet fald er. Renten på købstidspunktet antages at være 6 pct. for et fastforrentet 30-årigt obligationslån og 4 pct. for et 30-årigt rentetilpasningslån med ét-årig rentetilpasning. Med disse rentesatser vil den gennemsnitlige månedlige nettoydelse ved finansiering med annuitetslån (ydelse efter rentefradrag) første år være 5.245 kr. ved 100 pct. fastforrentet finansiering og 4.429 kr. på rentetilpasningslånet.[3]

[1] Odense, Esbjerg, Kolding, Randers, Århus og Aalborg.
[2] Jf. www.realkreditraadet.dk.
[3] Lånenes faktiske ydelsesrækker beregnes, jf. bilaget. Nettoydelsen er stigende i lånets løbetid som følge af, at rentedelen af ydelsen er faldende, og dermed falder den del af ydelsen, der giver rentefradrag, over tid. Derfor betragtes alene ændringer i den gennemsnitlige ydelse første år i følsomhedsanalyserne. Der ses i beregningerne bort fra andre omkostninger ved lånene (fx administrationsbidrag) end de rene finansieringsomkostninger.

tede lån med højere rente og samme løbetid. Der er ikke taget hensyn til disse forhold i de følgende analyser.

Påvirkning af nettoydelse

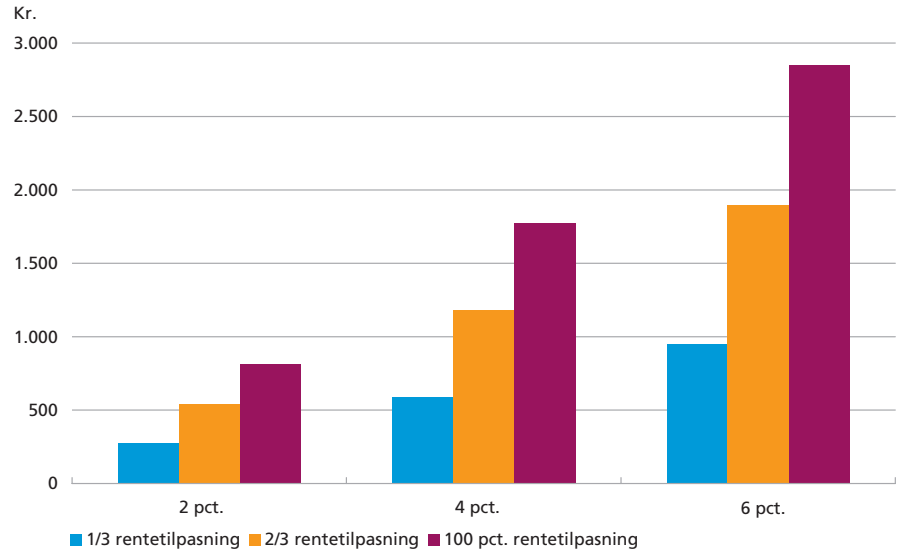
Ved at finansiere ejerboligen med fastforrentede lån sikrer boligejeren sig, at finansieringsomkostningerne er kendte i hele lånets løbetid.[1] Dvs. for et 30-årigt fastforrentet lån ved boligejeren, hvor stort et beløb der skal betales hver måned for at betale rente og afdrag på lånet i alle 30 år, lånet løber. Ydelsen på et rentetilpasningslån ændrer sig derimod, når renten ændrer sig. Som beskrevet har renteniveauet udvist store udsving de sidste 10 år, men dette kan naturligvis ikke tages som udtryk for, at renten også fremover vil udvise så markante ændringer.

Figur 3 viser ændringer i nettoydelsen (ydelsen efter rentefradrag) ved en rentestigning på henholdsvis 2, 4 og 6 pct. ved forskellige grader af finansiering med rentetilpasningslån. Ydelsen på det fastforrentede lån ændres som nævnt ikke ved rentestigninger.[2]

Af figuren fremgår, at ved en rentestigning på 2 pct. stiger den månedlige nettoydelse med ca. 800 kr., når hele gælden er i form af rentetilpasningslån. Stiger renten med 4 pct., stiger nettoydelsen ca. 1.700 kr. pr. måned.

[1] Der ses her bort fra muligheden for at konvertere til lavere rente i tilfælde af et rentefald. Ved fastforrentede lån er boligejeren sikret mod større finansieringsomkostninger ved rentestigninger, mens det er muligt ved tilpas store rentefald at konvertere til en lavere rente.
[2] De valgte rentestigninger kan forekomme høje, men det resulterede renteniveau ligger i alle tilfælde inden for erfaringsgrundlaget i 1990'erne.

STIGNING I MÅNEDLIG NETTOYDELSE VED RENTESTIGNING PÅ 2, 4 OG 6 PCT. Figur 3



Anm.: Ydelsen på et fast forrentet lån er uændret ved rentestigninger og er derfor ikke medtaget i figuren. Forudsætningerne fremgår af boksen.
Kilde: Egne beregninger.

Påvirkning af friværdi

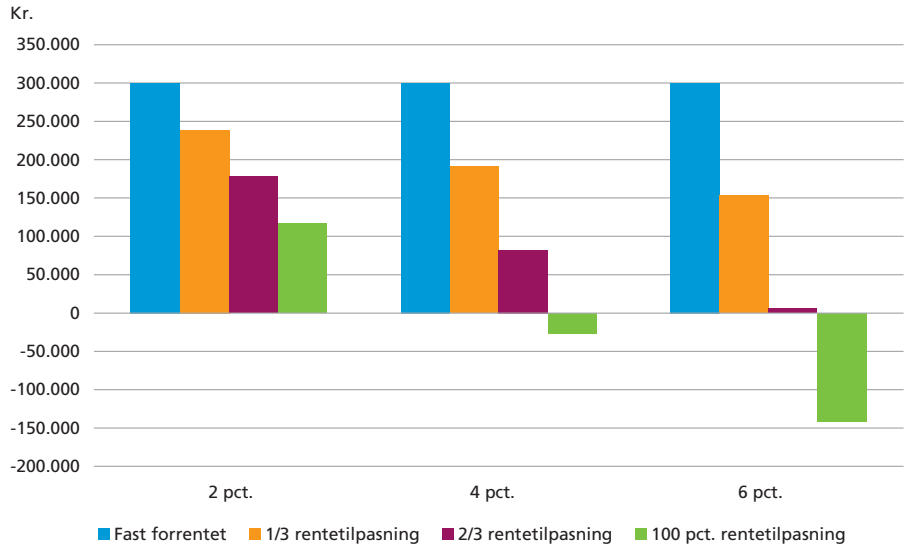
Rentestigninger kan direkte give anledning til husprisfald som følge af de øgede finansieringsudgifter ved huskøb, men også indirekte via en afdæmpning af den økonomiske aktivitet.

I følsomhedsanalyserne beregnes den direkte effekt på friværdien af en rentestigning ved, at husprisfaldet antages at svare til faldet i nutidsværdien af ydelserne på det fastforrentede lån. Dvs. det antages, at både den korte rente og den lange rente har samme stigning. Nutidsværdien af nettoydelserne vil falde som følge af den højere diskonteringsrente. Der ses bort fra mulige indirekte virkninger. Det skal bemærkes, at den faktiske udvikling i huspriserne ved en rentestigning ikke nødvendigvis vil afspejle faldet i ydelsernes nutidsværdi.

Det fremgår af figur 4, at friværdien i en ejerbolig, der udelukkende er finansieret med fastforrentede lån, bevares ved rentestigninger. For en ejerbolig udelukkende finansieret med rentetilpasningslån falder friværdien i ejerboligen fra 300.000 kr. til godt 100.000 kr. ved en rentestigning på 2 pct. Stiger renten med 4 pct., bliver friværdien svagt negativ.

Som det fremgår af figuren, er friværdien meget følsom over for rentestigninger. Dette skyldes den "gearing", der er i nyerhvervede ejerboliger, hvor friværdien (egenkapitalen) i ejerboligen er væsentlig mindre

FRIVÆRDI VED RENTESTIGNING PÅ 2, 4 OG 6 PCT. Figur 4



Anm.: Forudsætningerne fremgår af boksen.
Kilde: Egne beregninger.

end gælden. Ved stor gearing vil relativt små udsving i renten slå ud i store udsving i friværdien. Ved finansiering til fast rente er man så godt som beskyttet mod dette formuetab.

Sammenfatning

Rentetilpasningslån er en udvidelse af realkreditens produktsortiment. Låneformen er på kort tid blevet meget populær, da 1. års ydelsen siden introduktionen generelt har været lavere end renten på fastforrentede lån.

Den udstrakte brug af denne låneform har antageligt styrket pengepolitikkens gennemslag, idet flere husholdninger end tidligere vil få ændret deres renteudgifter, når den pengepolitiske rente ændres.

Rentetilpasningslån har desuden en fundamentalt anden og mere kompliceret risikoprofil end traditionelle fastforrentede realkreditlån. Låntagerne må sammen med deres rådgivere afveje de sikre umiddelbare besparelser mod risikoen for højere fremtidige ydelser og for mindsket friværdi i boligen i tilfælde af en fremtidig rentestigning. Ved rentevariationer svarende til dem, der fandt sted i 1990'erne, kan konsekvenserne for ydelse og friværdi blive betydelige. Det vil ikke udgøre et stort problem for de husstande, som har formue eller luft i budgettet, mens risikoen for at havne i en økonomisk set ubehagelig situation er større for husstande med stramme likviditetsforhold, hvil-

ket er belyst med regneeksempler. Mange låntagere har været opmærksomme på disse forhold og valgt lån med mindre hyppig rentetilpasning. Anvendt velovervejet med forståelse for risikobilledet vil rentetilpasningslån ikke påvirke den finansielle stabilitet nævneværdigt, mens der er en risiko knyttet til denne låneform, hvis den blot opfattes som billigere end fastforrentede lån og kombineres med et stramt budget.

BILAG

BEREGNING AF ÆNDRING I MÅNEDLIG YDELSE EFTER SKAT — Boks 1

Den gennemsnitlige nettoydelse (ydelse efter rentefradrag) første år beregnes ved først at beregne bruttoydelsen, som er den samme i hele lånets løbetid ved et fastforrentet lån. Rentedelen og afdragsdelen af ydelsen beregnes, og nettoydelsen beregnes som rentedelen multipliceret med (1 – 0,325) tillagt afdragsdelen, når kapitalindkomstskattesatsen er 32,5 pct. Dette er illustreret i nedenstående formler:

$$ydelse^{brutto} = \left(\frac{rente}{1-(1+rente)^{-360}} \cdot restgæld_0\right)$$
$$rentedel_t = rente \cdot restgæld_t$$
$$afdragsdel_t = ydelse^{brutto} - rentedel_t$$
$$nettoydelse_t = rentedel_t \cdot (1-0{,}325) + afdragsdel_t$$

Hvor "rente" er kuponrenten på lånet (6 pct. for det fast forrentede lån og 4 pct. for rentetilpasningslånet før rentestigning). "Restgæld$_0$" er gælden på købstidspunktet.

Dette er illustreret for den første ydelse på det fastforrentede lån:

$$ydelse^{brutto} \frac{0{,}06/12}{1-(1+0{,}06/12)^{-360}} \cdot 1.200.000 = 7.195\,\text{kr.}$$
$$rentedel_1 = 1.200.000 \cdot 0{,}06/12 = 6.000\,\text{kr.}$$
$$afdragsdel_1 = 7.196 - 6.000 = 1.195\,\text{kr.}$$
$$ydelse_1^{netto} = 6.000 \cdot (1-0{,}325) + 1.196 = 5.245\,\text{kr.}$$

Tilsvarende formler bruges til beregning af nettoydelsen på rentetilpasningslånet, som ved 4 pct. er 4.429 kr. Ved en rentestigning på 4 pct. med 2/3 af gælden i form af rentetilpasningslån beregnes den første ydelse som:

$$ydelse^{rentetilpasningsdel,brutto} = \tfrac{2}{3} \cdot \frac{0{,}08/12}{1-(1+0{,}08/12)^{-360}} \cdot 1.200.000 = 5.870\,\text{kr.}$$
$$rentedel_1 = \tfrac{2}{3} \cdot 1.200.000 \cdot 0{,}08/12 = 5.333\,\text{kr.}$$
$$afdragsdel_1 = 5.870 - 5.333 = 537\,\text{kr.}$$
$$ydelse_1^{netto} = \tfrac{1}{3} \cdot 5.245 + [(1-0{,}325) \cdot 5.333 + 537] = 5.885\,\text{kr.}$$

En rentestigning på 4 pct. giver derfor en stigning i nettoydelsen på:

$5.885 - (\tfrac{1}{3} \cdot 5.245 + \tfrac{2}{3} \cdot 4.429) = 1.184\,\text{kr.}$

når 2/3 af gælden er finansieret ved rentetilpasningslån.

BEREGNING AF ÆNDRING I FRIVÆRDI VED RENTESTIGNING Boks 2

I forbindelse med rentestigninger antages prisen på ejerboligen at falde svarende til, at nettoydelsen på det fastforrentede lån er den samme efter rentestigningen. Dvs. det antages, at husprisen falder svarende til faldet i nutidsværdien af nettoydelserne (NV). Friværdien i huset vil være uændret efter en rentestigning, når det er finansieret med et fastforrentet lån, da faldet i markedsværdien af gælden svarer til husprisfaldet. Ved 100 pct. finansiering med rentetilpasningslån vil friværdien falde med det beregnede husprisfald.

$$NV^{nettoydelse,før}_{fastforrentet} = \sum_{t=1}^{360} \frac{nettoydelse^{før}_{fastforrentet,t}}{(1+rente^{før}_{efterskat})^t}$$

$$NV^{nettoydelse,efter}_{fastforrentet} = \sum_{t=1}^{360} \frac{nettoydelse^{før}_{fastforrentet,t}}{(1+rente^{efter}_{efterskat})^t}$$

$$Fald\ i\ friværdi = \alpha \cdot (NV^{nettoydelse,før}_{fastforrentet} - NV^{nettoydelse,efter}_{fastforrentet})$$

Hvor α betegner hvor stor en andel af den samlede gæld, der er finansieret med rentetilpasningslån (resten, dvs. 1-α, antages finansieret med fastforrentede lån). "Rente før" er renten efter skat før rentestigningen, og "rente efter" er renten efter rentestigningen. Dette er illustreret for en rentestigning på 4 pct., hvor 2/3 af gælden er finansieret med rentetilpasningslån:

$$NV^{nettoydelse,før}_{fastforrentet} = 1.200.000\,\text{kr.}$$

$$NV^{nettoydelse,efter}_{fastforrentet} = 873.318\,\text{kr.}$$

$$Fald\ i\ friværdi = \tfrac{2}{3} \cdot (1.200.000 - 873.318) = 217.788\,\text{kr.}$$

Dvs. friværdien efter rentestigningen vil være 300.000 – 217.788 = 82.212 kr.

Japans økonomiske krise og pengepolitikkens muligheder

Niels C. Beier, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Det seneste årti har Japan haft lav vækst, og senest er landet igen i recession. Udviklingen har afspejlet såvel cykliske som strukturelle faktorer og er forsøgt imødegået gennem en meget aktiv økonomisk politik. Den japanske centralbank, Bank of Japan, lempede pengepolitikken op gennem 1990'erne. Den foreløbige kulmination var den såkaldte nulrentepolitik i 1999-2000, hvor Bank of Japans daværende operationelle mål, den korte pengemarkedsrente, blev sat til de facto nul. En sådan situation, hvor renten er nul og pengepolitikkens muligheder tilsyneladende udtømte, betegner traditionel økonomisk teori som en likviditetsfælde. Denne artikel belyser, om Japan er i en likviditetsfælde, eller bredere formuleret: Hvilken rolle kan pengepolitikken spille i den japanske økonomiske krise med en kort pengemarkedsrente lig med nul og strukturelle udfordringer?

For at kunne besvare det spørgsmål er det vigtigt at kende den makroøkonomiske baggrund såvel som rammerne for pengepolitikken. Disse forhold bliver gennemgået i de to følgende afsnit. Dernæst bliver begrebet likviditetsfælde belyst. Med baggrund i likviditetsfælden præsenteres først den række af pengepolitiske forslag, nogle kommentatorer har fremsat, og dernæst kort OECDs samt IMFs anbefalinger.

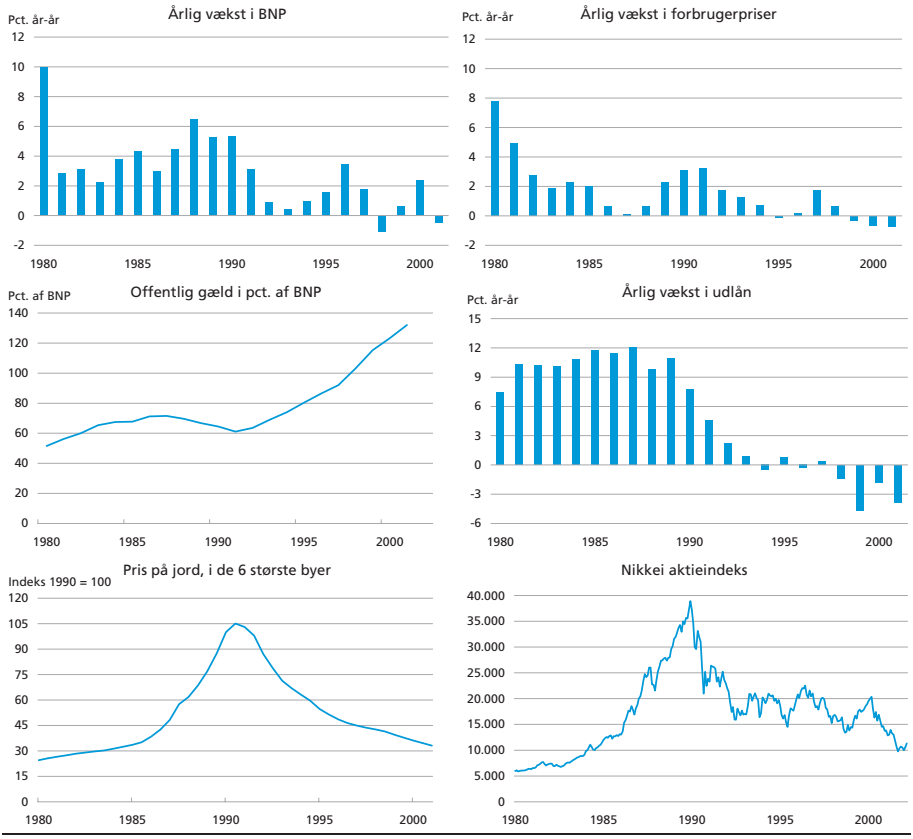
En af konklusionerne er, at Japan er i en likviditetsfælde, men at det ikke er ensbetydende med, at pengepolitikken er virkningsløs. Pengepolitikkens muligheder ligger dog uden for konventionel pengepolitik, og sideeffekterne er usikre. En nødvendig betingelse for en løsning af den økonomiske krise er strukturreformer i banksektoren.

MAKROØKONOMISK BAGGRUND: ET ÅRTI MED LAV VÆKST[1]

Ved udgangen af 2001 var Japan i recession, og det markerede, at den økonomiske krise med lav eller negativ vækst har varet et årti. Kimen til

[1] For detaljerede beskrivelser af den økonomiske baggrund henvises der til analyserne af japansk økonomi i OECDs Economic Surveys og IMFs Country Reports samt bidragene i Bayoumi og Collyns (2000).

MAKROVARIABLE Figur 1



Kilde: EcoWin og OECD.

krisen blev lagt i højvækstperioden i 1980'erne, hvor de finansielle markeder var kendetegnet ved spekulativt drevne kursstigninger – en boble. Fra højdepunktet omkring 1990 blev priserne på aktier og jord halveret i løbet af 2-3 år, jf. figur 1. Det massive fald medførte negative formueeffekter på såvel forbrug som investeringer, og væksten var lav i 1992-94. Som reaktion på nedgangen blev der ført både ekspansiv penge- og finanspolitik, og økonomien så derefter ud til at være kommet på ret køl i 1995-96. En række negative stød førte dog til nedgang igen i 1997-98: Den finansielle krise i Asien bremsede væksten i mange af Japans samhandelspartnere. Finanspolitikken blev strammet med henblik på at konsolidere de offentlige finanser. Endeligt opstod der – på baggrund af en bankkrise – et credit crunch, dvs. et fald i kreditgivningen i banksektoren. Siden er den japanske økonomi ikke for alvor kommet på fode igen.

Inflationen har været lav og aftagende igennem 1990'erne, og de senere år har der været deflation, dvs. et vedvarende fald i det generelle prisniveau, hvilket indikerer, at den japanske økonomi har opereret un-

der sit langsigtede potentiale. Dette er blevet imødegået med efterspørgselsstimulerende økonomisk politik. Finanspolitikken blev lempet kraftigt, og resultatet er i dag en offentlig gæld på ca. 130 pct. af BNP, hvilket har ført til frygt for en eksplosiv og uholdbar udvikling i den offentlige gæld.[1] Den offentlige gæld er blevet et strukturelt problem; behovet for konsolidering på lang sigt strider mod behovet for stabilisering af efterspørgslen på kort sigt. Pengepolitikken blev ligeledes lempet. Den toneangivende pengepolitiske rente blev gradvist sat ned til 0,5 pct. i 1995, og i 1999-2000 blev der ført nulrentepolitik. Den korte pengemarkedsrente er p.t. 0,001-0,003 pct. Med det offentlige gældsproblem in mente har der været et intenst politisk pres på Bank of Japan for at lempe yderligere trods det lave renteniveau.

Ud over den cykliske nedgang i efterspørgslen står Japan over for en række strukturelle problemer, der ikke vedrører pengepolitikken. Et eksempel er banksektoren, der lider under følgerne af den bristede finansielle boble.[2] Bankerne har lidt tab både på sine store beholdninger af aktier og på såkaldte "dårlige lån", dvs. udlån, hvor der er stor risiko for, at låntager ikke kan tilbagebetale lånet, og banken dermed lider tab. De "dårlige lån" er opstået, da lavvækst og deflation har reduceret låntageres tilbagebetalingsevne, samtidig med at værdien af sikkerheden – ofte jord – er blevet udhulet som et resultat af den bristede finansielle boble. I 1997 førte det til en bankkrise med konkurser, hvor staten måtte træde til med kapital. Krisen blev som sådan udløst af bankernes forsøg på at konsolidere kapitalgrundlaget som reaktion på tabene. Forsøget på at overholde kapitalkravsreglerne udmøntede sig i en indskrænkning i bankernes kreditgivning – et credit crunch – som stadig præger bankerne. Der foreligger divergerende skøn for størrelsesordnen af de "dårlige lån". Officielt skønnes de at udgøre 6-7 pct. af BNP, mens markedsdeltagere vurderer, at omfanget er langt større.[3] Banksektoren har en særlig rolle i en moderne økonomi netop via rollen som kreditformidler, og bliver bankkredit indskrænket, vil det påvirke den samlede efterspørgsel direkte; fx bliver mange virksomheder i Japan finansieret af banker. Sektoren er også et vigtigt led i pengepolitikkens virkning på realøkonomien, jf. nedenfor. Andre strukturelle problemer[4] vedrører

---

1 Der er uenighed om, hvor ekspansiv finanspolitikken rent faktisk har været. Nogle argumenterer for, at den dramatiske stigning i den offentlige gæld primært skyldes cyklisk fald i skatteindtægter som følge af den lave vækst. Se fx Kuttner og Posen (2001, 2002) og Mühleisen (2000).

2 Se Cargill *et al* (2000) for en kronologisk gennemgang af udviklingen i den finansielle sektor.

3 Se Financial Services Agency's hjemmeside for en officiel gennemgang af størrelsesordnen og klassifikationen af "dårlige lån": http://www.fsa.go.jp/indexe.html. OECD (2001) gennemgår forskellige markedsdeltageres vurdering.

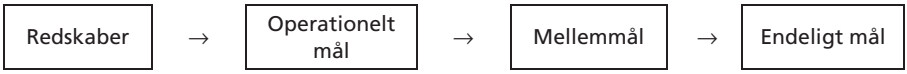
4 Her tænkes *inter alia* på: Befolkningens aldring, faldende arbejdsstyrke, produktiviteten i beskyttede sektorer herunder statslige virksomheder, skattesystemet, sundhedssektoren, mv. Se diverse udgaver af OECD Economic Surveys og IMFs Country Reports samt den japanske regerings 7-punktsplan af 26. juni 2001, der kan læses på regeringens hjemmeside: http://www.kantei.go.jp/foreign/index-e.html.

bl.a. ændringer af realøkonomiske strukturer, hvor kun få er ført ud i livet. Et fællestræk er, at nødvendige reformer på kort sigt kan medføre økonomiske omkostninger. Denne artikel fokuserer udelukkende på pengepolitik.

Det ser umiddelbart sort ud for Japans økonomi. Der er recession, priserne falder, den store offentlige gæld er stigende, banksektoren er svag, og andre strukturelle udfordringer skal tackles. Dette sortsyn skal dog sættes i relief, da Japan fortsat er et af verdens rigeste lande. Eksempelvis er produktionen pr. indbygger ca. 7 pct. højere end euroområdets.[1] Omvendt er Japan gået glip af endnu større velstand, ligesom et kollaps i banksektoren eller en eksplosiv udvikling i den offentlige gæld udgør risici ikke bare for Japan, men også globalt. Der er med andre ord behov for en snarlig løsning af krisen.

PENGEPOLITISK RAMME 1998-02

Det er nødvendigt at kende den pengepolitiske ramme både for at forstå de initiativer, som Bank of Japan allerede har taget for at modvirke den økonomiske nedgang, men også for at forstå de yderligere lempelser, der er blevet foreslået. I oversigtsform kan en pengepolitiske ramme skitseres således:



Redskaber og operationelt mål bliver benævnt det taktiske niveau for pengepolitikken og beskriver, hvordan pengepolitikken implementeres. Mellemmål og endeligt mål er pengepolitikkens strategiske niveau og relaterer sig til det mellemlange og lange sigt. For en mere dybdegående gennemgang af begreberne henvises der til Danmarks Nationalbank (1999). Den specifikke japanske pengepolitiske ramme gennemgås detaljeret i BIS (2001) og Miyanoya (2000).

Det strategiske niveau: Endeligt mål og mellemmål

Bank of Japans endelige mål er givet i The Bank of Japan Law.[2] Målene er (jf. artiklerne 1 og 2):

- at udstede pengesedler og gennemføre pengepolitikken,
- at sikre betalingsafviklingen mellem bankerne for derved at bidrage til finansiel stabilitet,

[1] Købekraftsjusteret BNP pr. capita i 2001. OECD og egne beregninger.
[2] The Bank of Japan Law kan læses på Bank of Japans hjemmeside: http://www.boj.or.jp/en/index.htm.

- at pengepolitikken skal gennemføres med sigte på – via prisstabilitet – at bidrage til en sund udvikling af den nationale økonomi.

Det er værd at bemærke, at der ikke er formuleret et eksplicit mellemmål. Der er ikke fastsat en inflationsmålsætning som eksempelvis i England og Sverige eller et mål for udviklingen i pengemængden.

Det taktiske niveau: Operationelt mål og pengepolitiske redskaber

De pengepolitiske modparter i Japan, typisk pengeinstitutter[1], har konti, Current Account Balances, i Bank of Japan. Centralbanken fungerer som afviklingsbank for pengeinstitutterne. Det vil sige, når mellemværender imellem pengeinstitutterne skal afregnes, sker det via deres konti i centralbanken. På et givent tidspunkt vil der være nogle modparter, der mangler likviditet, og andre, der har overskud. Indskud i centralbanken forrentes ikke, så modparterne har incitament til at holde dem så lave som muligt. Pengeinstitutter med overskud låner deres overskudslikviditet ud på dag-til-dag basis i pengemarkedet til andre pengeinstitutter. Disse forretninger forrentes med den korte pengemarkedsrente.[2] Frem til og med medio marts 2001 tilrettelagde Bank of Japan pengepolitikken efter at styre denne korte pengemarkedsrente. Siden har centralbanken skiftet operationelt mål fra den korte pengemarkedsrente til modparternes indeståender i centralbanken, Current Account Balances.

Det væsentligste pengepolitiske redskab til at opnå det operationelle mål er Bank of Japans markedsoperationer, der primært dækker over de transaktioner, hvor centralbanken opsuger eller tildeler likviditet på eget initiativ med henblik på at styre likviditeten på kort sigt. Operationerne bliver gennemført ved hjælp af en række instrumenter, hvor der oftest indgår korte statspapirer. Centralbanken kan vælge at sælge henholdsvis købe direkte eller alternativt indgå forretninger med aftale om genkøb på et senere tidspunkt. I fravær af markedsoperationerne ville der være betydelige fluktuationer i Current Account Balances. Dette skyldes primært to faktorer: Statslige betalinger via konti i Bank of Japan og sæsonbestemte udsving i seddel- og møntomløbet. De statslige betalinger kan eksempelvis dække over udbetalinger af pensioner eller indbetaling af virksomhedsskatter, mens de sæsonbestemte udsving i kontantomløbet kan dække over, at der op til nationale feriedage typisk er stor efterspørgsel efter kontanter.

Historisk er behovet for sedler og mønter typisk steget i Japan. Dette sker som følge af en langsigtet stigning i værdien af økonomiske trans-

[1] Modparterne i Japan består af en bredere kreds af finansielle institutioner, hvoraf ikke alle er underlagt reservekrav. Investeringsbanker og lignende findes også i kredsen af modparter.
[2] Den specifikke rente er uncollaterized overnight call rate.

aktioner. Bank of Japan imødekommer dette langsigtede behov ved at opkøbe statsobligationer direkte i det sekundære marked.[1]

Ud over markedsoperationerne har centralbanken to andre pengepolitiske redskaber: Et kassereservekrav og en stående facilitet.

Japanske pengeinstitutter er underlagt et uforrentet kassereservekrav. Det enkelte pengeinstitut skal deponere likviditet i den japanske centralbank, og kravet beregnes som en andel af det enkelte pengeinstituts indlån. Kravet er formuleret således, at det skal være opfyldt i gennemsnit over en måned. Nogle dage kan indeståender således være under det daglige gennemsnit, hvis det bliver modsvaret af andre dage med over gennemsnitligt indestående. Kassereservekravet har over de seneste år samlet set ligget på ca. 4.000 mia.yen.

Det sidste redskab er en stående facilitet[2], hvor bankerne kan låne likviditet på eget initiativ mod sikkerhed. Lån forrentes med diskontoen, der p.t. er 0,1 pct. Diskontoen sætter dermed loft over udsvingene i den korte pengemarkedsrente, da pengeinstitutterne altid kan låne i centralbanken.

Pengepolitiske tiltag 1998-02: Skifte af operationelt mål i 2001

Efter den finansielle krise i Asien og i takt med, at økonomien blev forværret, satte Bank of Japan gradvist renten ned. Primo 1999 nåede lempelserne en foreløbig kulmination, da den såkaldte nulrentepolitik blev gennemført. Målet var at presse den korte pengemarkedsrente så lavt som muligt, dvs. reelt 0 pct.

Med baggrund i en spirende økonomisk opgang valgte centralbanken at sætte renten op til 0,25 pct. i sommeren 2000. Kort efter blev økonomien svækket igen som følge af den globale økonomiske afmatning. Primo 2001 blev renten sat ned til 0,15 pct., og fra marts samme år introducerede centralbanken et nyt operationelt mål. Dette bliver nogle gange benævnt et kvantitativt mål og er et mål for modparternes indeståender i centralbanken. Siden indførelsen er det kvantitative mål gradvist blevet sat op, senest i december 2001, jf. tabel 1.[3]

Under nulrentepolitikken faldt den korte pengemarkedsrente til 0,02-0,03 pct. Da pengeinstitutternes indeståender i centralbanken er uforrentede, bliver de holdt så lavt som muligt i en situation med positiv rente på dag-til-dag pengemarkedet. Før nulrentepolitikken holdt pengeinstitutterne kun de krævede reserver på ca. 4.000 mia.yen. Da renten

---

1 Statsobligationer – Japanese Government Bonds – har en løbetid på 2-30 år. Markedsoperationerne, der styrer likviditeten på kort sigt, involverer ofte korte statspapirer, dvs. med en løbetid på under 2 år; se BIS (2001).

2 Indført februar 2001 med virkning fra marts 2001.

3 Lempelsen i december 2001 blev ud over de makroøkonomiske hensyn også gennemført med henblik på at sikre den finansielle stabilitet.

PENGEPOLITISKE HOVEDTILTAG 1998-02 Tabel 1

Tidspunkt	Operationelt mål
September 1998	Rente: 0,25 pct.
Februar 1999	Rente: Så lav som mulig (nulrentepolitik)
August 2000	Rente: 0,25 pct.
Februar 2001	Rente: 0,15 pct.
Marts 2001	Current Account Balances: 5.000 mia.yen
August 2001	Current Account Balances: 6.000 mia.yen
September 2001	Current Account Balances: over 6.000 mia.yen
December 2001	Current Account Balances: 10-15.000 mia.yen

Anm.: I februar 2002 besluttede den pengepolitiske komite, at hvis der var tegn på finansiel ustabilitet i forbindelse med finansårets afslutning (31. marts), skulle der tilvejebringes likviditet uafhængigt af målet.

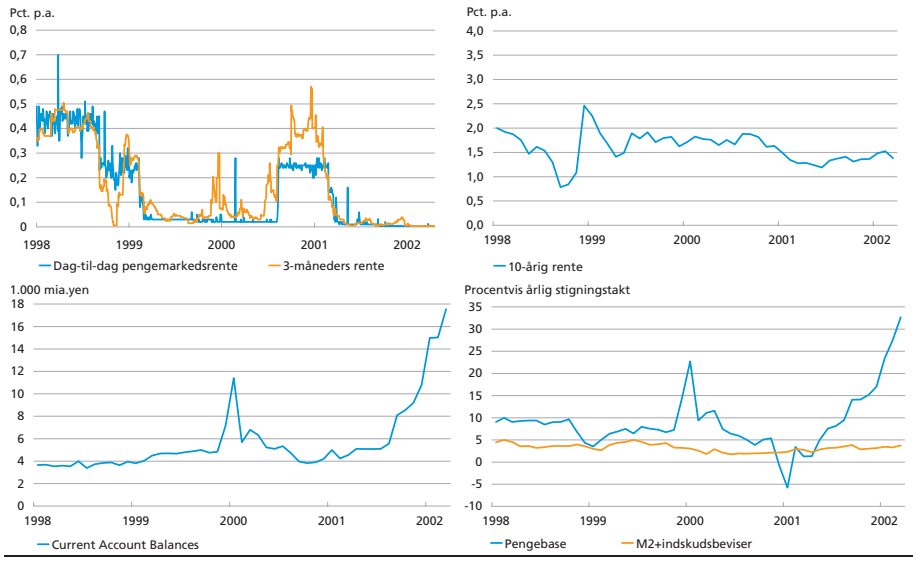
blev sat ned til de facto nul, steg pengeinstitutternes indeståender til ca. 5.000 mia.yen, jf. figur 2. Det første kvantitative mål i marts 2001 blev netop sat til 5.000 mia.yen, og den korte pengemarkedsrente faldt ikke overraskende til samme niveau som under nulrentepolitikken. Siden er det kvantitative mål sat op til mellem 10.000 og 15.000 mia.yen, og renten er faldet til 0,001-0,003 pct.[1]

I takt med, at Bank of Japan har lempet pengepolitikken, har pengeinstitutterne haft rigeligt med likviditet. Det har betydet, at pengeinstitutternes efterspørgsel efter likviditet til tider har ligget under Bank of Japans udbud ved markedsoperationerne. For at imødegå modparternes lave efterspørgsel har centralbanken løbende udvidet sine markedsoperationer. Det er bl.a. gjort ved at øge viften af korte statspapirer, der indgår i markedsoperationerne, samt ved at tillade en bredere vifte af værdipapirer i pengeinstitutternes sikkerhedsstillelse over for centralbanken, ligesom flere modparter er blevet inddraget. De direkte køb af statsobligationer i det sekundære marked er ligeledes blevet sat gradvist op. Ved indførelsen af det kvantitative mål var niveauet 400 mia.yen pr. måned, og senest er de månedlige køb blevet sat op til 1.000 mia.yen pr. måned. De direkte køb af statsobligationer tjener normalt et langsigtet formål, jf. ovenfor, men er nu blevet sat op for at nå det kortsigtede operationelle mål.

Når den korte pengemarkedsrente når sin nedre grænse, nul, kan den ikke falde yderligere. Skiftet i operationelt mål kan ses som en metode til at lempe pengepolitikken inden for de konventionelle rammer, netop når den korte pengemarkedsrente er nul, og dermed imødekomme det intense politiske pres for lempelser. Tankegangen bag den kvantitative lempelse er tostrenget. For det første sikrer det, at likviditetsmangel ikke står i vejen for bankernes udlån, og for det andet vil en højere

[1] I forhold til perioden med nulrentepolitik er den korte rente faldet fra ca. 0,01 pct. til ca. 0,001 pct. Faldet skal ses i lyset af, at Bank of Japan har sat enheden for bud ved markedsoperationerne ned fra 1/100 pct. til 1/1.000 pct.

RENTER, PENGEMÆNGDER OG MODPARTERNES INDESTÅENDER 1998-02 Figur 2



Anm.: Udsvingene i 1999-2000 i Current Account Balances og pengebase vedrører ekstraordinær tilvejebringelse af likviditet i forbindelse med årtusindeskiftet. Dag-til-dag pengemarkedsrenten er uncollaterized overnight call rate.
Kilde: EcoWin.

vækst i pengemængden – i henhold til kvantitetsteorien – før eller siden slå ud i inflation. Medlemmer af Bank of Japans pengepolitiske komite har dog givet udtryk for, at en kvantitativ lempelse ikke vil kunne påvirke realøkonomien, da Japan er i en likviditetsfælde.[1]

KAN PENGEPOLITIKKEN PÅVIRKE ØKONOMIEN? ER JAPAN I EN LIKVIDITETSFÆLDE?

Pengepolitikken påvirker bl.a. økonomien gennem en rentekanal. Når centralbanken sætter renten ned, antages det ofte, at realrenten – dvs. nominel rente minus (forventet) inflation – også falder på grund af kortsigts prisstivheder. Da realrenten er den relevante rente for realøkonomiske beslutninger, får pengepolitikken dermed realøkonomiske effekter, eksempelvis på investeringerne. I en situation, hvor renten er nul som i Japan, kan centralbanken ikke længere direkte påvirke realrenten i nedadgående retning via rentenedsættelser, selv om dette måtte være ønskeligt, fx på grund af deflationsforventninger. Pengepolitikken har tilsyneladende mistet sin effekt på den samlede efterspørgsel.

I traditionel økonomisk teori bliver en situation, hvor pengepolitikken er virkningsløs, benævnt en likviditetsfælde. Dette likviditetsfældebe-

[1] Se fx Fujiwaras tale af 25. juli 2001, der kan findes på Bank of Japans hjemmeside. Se også OECD (2001).

greb indtræffer i en situation med en lav rente, hvor den private sektor er villig til at holde vilkårlige stigninger i pengemængden måske som følge af, at alternativomkostningen ved at holde penge (renten) er lille. Fælden består i, at centralbanken kan tilvejebringe store mængder penge, likviditet, uden at det påvirker renten og dermed økonomien.[1]

I økonomisk teori bliver det ofte antaget, at der kun findes én rente. I praksis findes der et væld af renter, der fx varierer med løbetiden. Den praktiske pengepolitik er, som nævnt, ofte indrettet på at styre en helt bestemt kort pengemarkedsrente, jf. Bank of Japans operationelle mål før marts 2001 og Federal Reserves operationelle mål: Fed Funds Rate. Virkningen af pengepolitikken på realøkonomien, den pengepolitiske transmission, bliver dermed mere kompleks, da lange renter ofte spiller en større rolle for realøkonomien end de korte, og gennemslaget fra kort til lang rente er usikkert. Pengepolitik gennemført via markedsoperationer, der primært involverer køb og salg af korte statspapirer med henblik på at påvirke en kort pengemarkedsrente, kan man benævne konventionel pengepolitik. Likviditetsbegrebet fra traditionel økonomisk teori tager som udgangspunkt ikke højde for sondringen mellem konventionel pengepolitik og tiltag af mere ukonventionel art. Derfor er Japan ikke i en likviditetsfælde efter den opfattelse, da pengepolitikken stadig har instrumenter til rådighed, der kan påvirke økonomien, fx massive køb af lange statsobligationer, jf. næste afsnit.

Den amerikanske økonom Krugman (1998) tager i sin definition af en likviditetsfælde derimod hensyn til den praktiske gennemførsel af pengepolitikken. Fælden bliver aktiveret, hvis konventionel pengepolitik er blevet impotent, fordi nominelle renter er nul (eller tæt på), så injektioner af pengebase[2] ingen effekt har, da pengebase og korte obligationer anses som værende perfekte substitutter af den private sektor.

I henhold til Krugmans definition er Japan i en likviditetsfælde. Under normale omstændigheder – positiv kort pengemarkedsrente – virker pengepolitikken simplificeret set ved, at den likviditet, som centralbanken stiller til rådighed for modparterne, er en imperfekt substitut for de værdipapirer, centralbanken modtager til gengæld. Modparterne har en portefølje af aktiver: Aktier, korte obligationer, lange obligationer, udlån til private, likviditet, osv. Modparterne optimerer afkastet på deres portefølje. Efter en markedsoperation, hvor centralbanken køber korte statspapirer af modparterne mod likviditet, vil modparternes por-

---

[1] Den første til at beskrive en situation, hvor pengepolitikken er virkningsløs, var Keynes (1936). Hans argument for, at den private sektor ved en lav rente ønsker at holde penge frem for obligationer, var, at den er bange for at lide kapitaltab på obligationer, når renten stiger igen (obligationskursen falder).

[2] Pengebase er defineret som de pengepolitiske modparters indeståender i centralbanken, Current Account Balances, plus seddel og mønt.

teføljе være ændret. De har modtaget ikke-rentebærende papirer, likviditet, og har solgt rentebærende korte statspapirer. Markedsoperationen skaber en ubalance i modparternes finansielle porteføljer, og modparterne re-optimerer sammensætningen af porteføljen. Dette fører normalt til, at modparterne øger deres udlån og køber andre værdipapirer, hvilket stimulerer økonomien. I den specifikke japanske situation, hvor renten på de korte statspapirer også er de facto nul, jf. figur 2, sker der ikke en reel ændring af modparternes finansielle porteføljе, når Bank of Japan gennemfører markedsoperationer. De skifter blot et ikke-rentebærende risikofrit papir ud med et andet. Der er med andre ord ikke et incitament til at re-optimere sammensætningen af porteføljen, og der sker ingen ekspansion af udlån eller påvirkning af kurser på andre værdipapirer. Konventionel pengepolitik har ingen direkte effekter.[1]

I en Krugman-lignende likviditetsfælde vil man ikke se stigninger i pengebasen lede til tilsvarende stigninger i pengemængden. Det har heller ikke at været tilfældet i Japan, jf. figur 2. Ideen med det nuværende kvantitative mål er, at en kvantitativ stigning i pengemængden før eller siden vil slå ud i prisniveauet. Problemet er blot, at stigninger i pengebasen ikke nødvendigvis slår ud i bredere mål for pengemængden ved konventionel pengepolitik.

Ud over rentekanalen påvirker pengepolitikken økonomien gennem en kreditkanal. Mekanismen er, at efter en pengepolitisk ekspansion vil modparterne – når økonomien ikke er i en likviditetsfælde – normalt øge deres kreditgivning til den private sektor. Dette illustrerer vigtigheden af en velfungerende banksektor for pengepolitikkens virkning, for med en svag banksektor som i Japan vil kreditkanalen ikke være til stede, og eventuelle pengepolitiske effekter derfor være formindsket.

Den traditionelle opfattelse af likviditetsfælden lægger vægt på en finanspolitisk løsning, da pengepolitikken pr. definition er virkningsløs. Japan har også ført en ekspansiv finanspolitik, men det har ikke været tilstrækkeligt. Det kan bl.a. skyldes, at den private sektor har øget sin opsparing som reaktion på stigningen i den offentlige låntagning. Krugman præciserer i sin likviditetsfælde, at pengepolitikken ikke er virkningsløs, kun den del der vedrører konventionelle operationer. Krugman og andre kommentatorer har da også foreslået diverse ukonventionelle pengepolitiske tiltag til at løse den specifikke situation i Japan.

---

[1] Omvendt kan der argumenteres for, at Bank of Japan påvirker renterne på statsobligationer ved sine månedlige køb, jf. ovenfor.

Japan oplever deflation, og den korte pengemarkedsrente er nul. Med andre ord, realrenten er positiv. Den oplagte løsning er troværdigt at skabe (forventet) inflation for at presse realrenten ned og dermed stimulere økonomien, jf. Krugman (1998, 2000). Her gennemgås de forslag, der hyppigst har været fremsat med henblik på, at pengepolitikken skal få vendt Japans nuværende deflationære udvikling; se fx Bernanke (2000), Krugman (1998, 2000), McCallum (2001), Meltzer (2001) og Svensson (2001a,b).

Inflationsmålsætning

Fra flere sider har det været foreslået, at Bank of Japan bør have en inflationsmålsætning i stil med fx England eller Sverige. Det skal hjælpe til at skabe inflationsforventninger. En inflationsmålsætning er et mellemmål, der typisk vedrører det mellemlange sigt, og det er en mulighed. Det relevante spørgsmål er dog, om det kan implementeres troværdigt på kort sigt – dvs. er de nødvendige redskaber til rådighed? Troværdighed er en nødvendig betingelse for, at politikken vil kunne påvirke forventningsdannelsen.

Bank of Japans politik har haft visse ligheder med et regime med et inflationsmål. Under nulrentepolitikken blev det meldt ud, at denne ville blive fortsat, indtil deflationspresset forsvandt. Varigheden af den nuværende politik er mere specifik, da den vil blive gennemført, indtil forbrugerprisindekset eksklusiv friske fødevarer udviser en ikke-negativ år-til-år stigningstakt. Det relevante spørgsmål på kort sigt er dog fortsat: Hvilket pengepolitisk redskab kan skaffe inflation?

Yderligere forøgelse af det nuværende operationelle mål

Det kvantitative mål er p.t. 10-15.000 mia.yen. Da Japan er i en likviditetsfælde, vil en forøgelse ikke have store effekter, hvis den bliver gennemført med de sædvanlige markedsoperationer. Korte statspapirer og likviditet er nære substitutter, og modparternes porteføljer bliver ikke ændret, når korte papirer bliver handlet for likviditet. Både det nuværende og et eventuelt højere niveau for det kvantitative mål vil kræve, at Bank of Japan fortsætter med at udvide sine markedsoperationer for at løse problemet med modparternes lave efterspørgsel efter likviditet, jf. ovenfor.

Forøgelse af det kvantitative mål kan dog tjene to formål. Så længe den finansielle sektor er svag, kan det være nødvendigt at tilvejebringe store mængder likviditet for at undgå finansielle problemer. Pengepolitikken påvirker forventningsdannelsen, og forhøjelser kan have signal-

værdi, da Bank of Japan signalerer villighed til at tackle de deflationære tendenser.

Massive opkøb af statsobligationer – monetarisering

Flere kommentatorer har foreslået, at Bank of Japan optrapper købene af lange statsobligationer, hvor renten ikke er nul, jf. figur 2. Det er allerede sket, men det har først og fremmest været med henblik på at nå det kvantitative mål og har ikke været et bredere mål i sig selv.

En massiv optrapning af købene i det sekundære marked vil på kort sigt presse renterne ned som resultat af den øgede efterspørgsel efter obligationer. Faldet i renterne vil stimulere økonomien.

Det er også muligt for Bank of Japan at købe statsobligationer direkte ved udstedelse (det primære marked) og ikke af modparterne.[1] En sådan operation, hvor statens underskud bliver finansieret direkte ved centralbankens køb af obligationer, eller ved at regeringen trækker direkte på sin konto i centralbanken, kaldes monetær finansiering af statens underskud.[2] Populært sagt bliver underskuddet finansieret ved at "lade seddelpressen køre"; staten køber varer og tjenesteydelser for likviditet. Historiske erfaringer viser, at monetær finansiering af statens underskud fører til høj inflation.[3]

Obligationskurser varierer med (forventet) inflation, og det har ført til frygt for, at den lange rente eventuelt vil stige, hvis opkøbene blev optrappet kraftigt.[4] Argumentationen bygger netop på, at optrapningen kan opfattes som et skridt hen mod monetær finansiering og dermed inflation. Det vil påvirke risikopræmien. Et ønske om at holde den lange rente lav ved monetær finansiering kan være ensbetydende med, at centralbanken skal købe enorme mængder statsobligationer, da inflationsforventninger vil påvirke kursen. Omvendt vil centralbanken og den sårbare private banksektor lide et tab på deres obligationsbeholdninger, hvis kurserne falder.

Japanske pengeinstitutter har siden 1998 øget deres beholdninger af statsobligationer kraftigt som en reaktion på de "dårlige lån" og i et forsøg på at leve op til reglerne for kapitaldækning (IMF, 2001a; OECD, 2001). Et betragteligt kursfald på obligationsmarkederne kan derfor medføre betydelige tab for pengeinstitutterne, og det kan true den finansielle stabilitet, ikke bare i Japan, men også globalt.

---

1 Bank of Japan køber ikke p.t. ved udstedelse.

2 Når staten overtrækker sin konto i centralbanken, kan det opfattes som et lån i centralbanken. Det vil optræde som et aktiv på centralbankens balance. Modposteringen på passivsiden vil være en stigning i seddel og mønt eller i modparternes indeståender i centralbanken.

3 Maastricht-traktaten forbyder monetær finansiering i EU-landene.

4 Flere medlemmer af den pengepolitiske komite har givet udtryk for dette; se fx talerne af Ueda og Suda henholdsvis den 27. december 2001 og 25. februar 2002. Se også Fujiki *et al* (2001) og Shirakawa (2001, 2002).

Massive opkøb vil skaffe inflation, men der er en hel række ubekendte: Hvor store skal opkøbene være? Hvor stort et tab er centralbanken villig til at tage på sin obligationsbeholdning? Hvilken exit-strategi skal vælges, hvis inflationen tager mere til end forventet? Hvordan påvirkes markedspsykologien af tiltaget? Hvilken effekt får det for den nødlidende banksektor? Hvad er omkostningen for centralbankens troværdighed? Her tænkes ikke bare på troværdighedstab som resultat af eventuel driftstab, men også tvivl om politisk uafhængighed.

Intervention på valutamarkederne

En svækkelse af yen har ligeledes været nævnt som en mulighed. Det vil gøre eksportvirksomhederne mere konkurrencedygtige og importerede varer dyrere. Japan er et stort og forholdsvist lukket land, hvorfor disse to effekter sandsynligvis ikke vil være tilstrækkeligt til at genrejse den japanske økonomi. En tredje teoretisk effekt kan tænkes, hvis yen deprecierer så kraftigt, at det nye niveau for såvel den reale som den nominelle valutakurs ligger under det langsigtede niveau. På lang sigt vil den reale valutakurs vende tilbage til sin langsigtede værdi; man vil forvente en real appreciering. En forventet real appreciering må modsvares – via et renteparitetsargument – med et fald i realrenten vis-a-vis udlandet. Den reale appreciering kan så enten opnås gennem en nominel valutakursappreciering eller en stigning i det japanske prisniveau. Holder Bank of Japan den nominelle valutakurs midlertidigt fast, vil tilpasningen – i henhold til ræsonnementet – ske gennem inflation i Japan.[1]

Umiddelbart er valutakurspolitikken det japanske finansministeriums ansvar og er derfor en politisk beslutning. Interventionsløsningen forudsætter dermed internt japansk samarbejde mellem finansministeriet og centralbanken. Eksternt samarbejde er ligeledes nødvendigt. Qua sin størrelse og økonomiske indflydelse vil en markant svækkelse af yen forudsætte accept fra såvel andre store industrilande som asiatiske nabolande. Der kan også stilles spørgsmålstegn ved, om de finansielle markeder kan manipuleres i den grad, forslaget lægger op til. Forventninger om en eventuel implementering vil også påvirke de finansielle markeder.

Er der muligheder for pengepolitikken under en nulrente?[2]

Sammenfattende kan man konkludere, at der er muligheder for pengepolitikken i Japan, selv under en kort pengemarkedsrente lig nul. Disse

---

[1] Se Svensson (2001a,b) for detaljer omkring en mulig strategi, der involverer et sådant midlertidigt fastkursregime.

[2] Dette generelle spørgsmål er ikke kun relevant for Japan. Clouse *et al* (2000) har undersøgt mulighederne i det amerikanske tilfælde, skulle Fed Funds Rate blive sat ned til 0. Federal Open Market Committee diskuterede ligeledes på deres møde i januar 2002 mulighederne, jf. minutes. Se også Fujiki *et al* (2001).

muligheder ligger uden for det, man kan kalde konventionel og gennemprøvet pengepolitik. Det primære usikkerhedsmoment vedrører især evnen til at manipulere de finansielle markeder på systematisk vis.[1]

DE INTERNATIONALE ORGANISATIONER: OECD OG IMF

Mens nogle kommentatorer lægger vægt på, at pengepolitikken kan løse Japans økonomiske krise, jf. sidste afsnit, fokuserer de internationale økonomiske organisationer, IMF og OECD, i højere grad på strukturelle reformer, især i banksektoren.

OECD

OECD (2001) mener, at en nøgleprioritet i Japan er en reform af banksektoren, der skal sikre, at pengepolitikkens kreditkanal bliver genetableret. Så længe dette ikke sker, vil pengepolitikkens virkning være formindsket, da eventuelle lempelser ikke vil slå ud i øget udlån til den private sektor. Manglende afskrivning af "dårlige lån" holder sektorer med lav produktivitet i live, samtidig med at højproduktive sektorer muligvis mangler finansiering. Reformerne bør gennemføres med det samme og på trods af kontraktionære effekter på kort sigt eksempelvis i form af konkurser.[2]

OECD mener ikke, at Japan bør foretage drastiske pengepolitiske lempelser, medmindre en deflationær spiral viser sig, dvs. mere dramatiske fald i prisniveauet kombineret med mere dramatiske fald i den private efterspørgsel. Det vurderes, at risici er for høje. Omvendt tildeler OECD pengepolitikken en vigtig rolle i fx at understøtte den svage finansielle sektor og lempe pengepolitikken inden for den nuværende ramme. Givet det høje kvantitative mål og modparternes lave efterspørgsel ved markedsoperationerne bliver det anbefalet, at Bank of Japan inddrager en bredere vifte af værdipapirer i markedsoperationerne, så den finansielle prisdannelse ikke bliver uhensigtsmæssigt påvirket. Købene skal da udelukkende tjene til formål at nå det operationelle mål og ikke som sådan påvirke prisen på bestemte finansielle aktiver.

IMF

IMF (2001a, 2001b, 2002) mener, at Japans økonomiske krise først og fremmest skyldes manglende evne til at tackle følgerne af den bristede

[1] Der har været fremsat en mængde andre utraditionelle forslag. Her skal for fuldstændighedens skyld nævnes 4: (i) Hvis Bank of Japan køber jord, vil det presse prisen op på jord og dermed stimulere økonomien; (ii) "pengeregn". Den praktiske udgave af den teoretiske ekspansion af pengemængden. En kombination af en indkomstoverførsel fra staten til husholdningerne finansieret af statens træk på centralbanken; (iii) beskatning af penge, fx via en skat på bankindskud, der vil føre til øget efterspørgsel; (iv) Bank of Japans køb af banksektorens "dårlige lån" for derved at stimulere udlån og dermed den aggregerede efterspørgsel.

[2] Andre strukturelle reformer bliver også anbefalet; se evt. det tilhørende Policy Brief, der kan downloades fra OECDs hjemmeside: http://www.oecd.org/pdf/M00022000/M00022664.pdf.

finansielle boble og til at tilpasse sig til globaliseringen. IMF taler også for, at der bliver gennemført strukturelle reformer – primært i banksektoren – selv om det vil have negative effekter på økonomien på kort sigt. Ligeledes bliver en mængde andre reformer anbefalet herunder et stabiliseringsprogram for de offentlige finanser. IMF anbefaler, at pengepolitikken benyttes aggressivt til at bekæmpe deflationen. Hvis de deflationære kræfter ikke letter snart, bør der ske yderligere lempelser. IMF (2002) går dog ikke i detaljer med hensyn til, om det udelukkende skal ske inden for den nuværende ramme.

SAMMENFATNING

Den korte pengemarkedsrente er nul. Japan er i en passende defineret likviditetsfælde, men det er ikke ensbetydende med, at pengepolitikken ikke kan påvirke økonomien. De pengepolitiske tiltag, der er tale om, ligger dog uden for konventionel – "business as usual" – pengepolitik, og sideeffekterne er usikre. OECD anbefaler, at drastiske pengepolitiske lempelser kun iværksættes, hvis en værre deflationær spiral udvikler sig. Pengepolitikken kan ikke alene løse Japans økonomiske krise.

I en moderne markedsøkonomi er den finansielle sektor en vigtig mekanisme, der sikrer, at økonomiske transaktioner kan gennemføres gnidningsfrit. En sund finansiel sektor er en nødvendig betingelse for en sund økonomi – også i Japan. Pengepolitik er ikke en substitut for strukturelle reformer.

REFERENCER

Bayoumi, T., Collyns, C., 2000. *Post-Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*. IMF.

Bernanke, B.S., 2000. Japanese monetary policy. A case of self-induced paralysis. Institute for International Economics.

BIS, 2001. Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and the euro area. *BIS Papers* No 9.

Cargill, T.F., Hutchison, M.M., Ito, T., 2000. *Financial Policy and Central Banking in Japan*. MIT Press.

Clouse, J., Henderson, D., Orphanides, A., Small, D., Tinsley, P., 2000. Monetary policy when the nominal short-term interest rate is zero. The Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series* 2000-51.

Danmarks Nationalbank, 1999. *Pengepolitik i Danmark*.

Fujiki, H., Okina, K., Shigenori, S., 2001. Monetary policy under zero interest rate: Viewpoints of central bank economists. Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies* Vol. 19 S-1, februar, 89-130.

IMF, 2001a. *Japan: Economic and policy developments*. IMF Country Report No 01/221, december.

IMF, 2001b. *World Economic Outlook*. Oktober.

IMF, 2002. *World Economic Outlook*. April.

Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment Interest and Money*. MacMillan and Co.

Krugman, P., 1998. It's baaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 137-205.

Krugman, P., 2000. Thinking about the liquidity trap. *Journal of the Japanese and International Economies* 14, 221-237.

Kuttner, K.N., Posen, A.S., 2001. The great recession: Lessons for macroeconomic policy from Japan. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 93-185.

Kuttner, K.N., Posen, A.S., 2002. Passive savers and fiscal policy effectiveness in Japan. NBER.

McCallum, B.T., 2001. Japanese monetary policy again. Manuskript.

Meltzer, A.H., 2001. Monetary transmission at low inflation. Some clues from Japan in the 1990s. Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies* Vol. 19 S-1, februar, 13-34.

Miyanoya, A., 2000. A guide to Bank of Japan's market operations. Bank of Japan, *Financial Markets Department Working Paper Series* 00-E-3.

Mühleisen, M., 2000. Too much of a good thing? The effectiveness of fiscal stimulus. I Bayoumi og Collyns (redaktører): *Post-Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*. IMF

OECD, 2001. *OECD Economic Surveys: Japan*. December.

Shirakawa, M., 2001. Monetary policy under the zero interest rate constraint and balance sheet adjustment. *International Finance* 4, 463-489.

Shirakawa, M., 2002. One year under 'quantitative easing'. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, *Discussion Paper* 2002-E-3.

Svensson, L.E.O., 2001a. The zero bound in an open economy: The foolproof way of escaping from a liquidity trap. Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies* Vol. 19 S-1, februar, 277-312.

Svensson, L.E.O., 2001b. How can Japan recover? Financial Times 25. September.

Grundlag for Bodil Nyboe Andersen udtalelser på Realkreditrådets årsmøde den 11. april 2002

I Regnskabet for året 1886-87 var det første gang, Nationalbanken ikke bare gav talmæssige oplysninger, men også havde en kort skriftlig beretning om det forløbne år. Beretningen indledtes med følgende:

"Nationalbankens Virksomhed i det forløbne Bankaar har i høj Grad været paavirket af den i vigtige Erhvervsgrene herskende Forretningsløshed. Penge har gjennem hele Bankaaret været meget rigelige baade i Indlandet og Udlandet, og Rentefoden har været særdeles lav. Her i Landet var saavel Diskontoen af Vexler som Renten af Udlaan lavere end i noget tidligere Aar, og Begjæret efter Penge under begge Former usædvanlig ringe."

Det var alt, hvad Nationalbanken skrev om den samfundsøkonomiske udvikling i denne første beretning.

Men det lille stykke er i dag interessant af to grunde.

Man bruger det glimrende ord "Forretningsløshed", som for længst helt er forsvundet ud af det danske sprog. Vi har begrebet arbejdsløshed, men det er ikke det samme som "Forretningsløshed", selv om begge er kendetegnende for en dårlig økonomisk situation. "Forretningsløshed" ville egentlig være et godt dansk ord i stedet for omskrivninger som "svag konjunktursituation" eller "konjunkturafmatning". Det kunne faktisk godt fortjene at blive genopfundet, men det bliver det næppe.

Bortset fra disse sproglige finurligheder er citatet også interessant af en anden grund. Der peges på, at "Begjæret efter Penge .. (er) usædvanlig ringe." I vore dages sprog må det betyde, at der ingen låneefterspørgsel var, og det hjalp ikke engang, at "Rentefoden ….(var) lavere end i noget tidligere Aar."

Måske kan vi udlægge det sådan, at Nationalbanken prøvede at sige, at man ikke kunne opnå mere gennem en pengepolitisk lempelse.

Det er en diskussion, der igen og igen er kommet op i pengepolitikkens historie. Mest kendt er Keynes' påvisning af situationer, hvor likviditetsfælden hindrer en pengepolitisk stimulering. Hans svar var, at så måtte man bruge finanspolitikken. Også i vore dage kender vi det pen-

gepolitiske dilemma fra Japan, men her er finanspolitikken tilsyneladende heller ikke effektiv.

I USA har man derimod – tilsyneladende med succes – i det seneste år brugt både penge- og finanspolitikken til at stimulere den økonomiske aktivitet.

Den amerikanske centralbank har en ret bred målsætning for sin pengepolitik, og argumenterne for rentebeslutningerne er derfor baseret på en samlet vurdering af konjunktursituationen. Det har medført en meget aktiv pengepolitisk lempelse i USA i 2001. Men de amerikanske erfaringer kan ikke uden videre overføres til Europa, da USA har helt andre økonomiske strukturer, bl.a. på arbejdsmarkedet.

I Europa har man de sidste 10-15 år fået en mere klar arbejdsdeling mellem penge- og finanspolitikken, og her har erfaringerne vist, at det bedste bidrag, pengepolitikken kan give til en balanceret vækst og udvikling på længere sigt, er at sikre prisstabiliteten. Prisstabilitet giver faste rammer for både virksomhedernes og forbrugernes langsigtede dispositioner. Prisstabilitet er i praksis en meget lav inflation i størrelsesordenen 2 pct.

Derfor har man i Maastricht-traktaten direkte gjort prisstabilitet til målsætning for Den Europæiske Centralbank. Noget lignende gælder en række centralbanker i ikke-europæiske lande samt UK, Sverige og Norge.

At centralbanken har prisstabilitet som målsætning forhindrer ikke, at der også kan tages kortsigtede hensyn til rentens betydning for beskæftigelsen, men kun i situationer, hvor dette ikke er i konflikt med målsætningen om prisstabilitet.

Dansk pengepolitik er som bekendt snævert knyttet til euroområdets pengepolitik. Hermed har vi på en mere indirekte måde også prisstabilitet som målsætning, idet opretholdelsen af valutakursen kræver, at vores prisudvikling ikke afviger væsentligt fra eurolandenes.

Danmark har siden Anden Verdenskrig ført fastkurspolitik i forskellige forklædninger og med varierende grad af fasthed.

De danske erfaringer med en konsekvent fastkurspolitik i 1980'erne og 1990'erne var gode. Danmark er faktisk et godt eksempel på, at det har været muligt i en længere årrække at forene høj beskæftigelse, stigende realløn, lav inflation og en god betalingsbalance ved hjælp af en økonomisk politik, der overvejende er baseret på strukturforandringer og ikke på kortsigtet konjunkturstyring.

Som en konsekvens af denne udvikling valgte Danmark ved euroens indførelse at fortsætte fastkurspolitikken med en snæver tilknytning af kronen til euroen. Derfor er den danske pengepolitiske rente øremærket til at påvirke valutakursudviklingen og forventningerne til den.

Dansk økonomi har heldigvis vist sig så robust i de senere år, at tilliden til kronens stabilitet er blevet markant forbedret. Så i denne tid er der udpræget ro på valutamarkedet.

Tidligere var realkreditmarkedet helt domineret af fastforrentede lån, og private boligejere blev derfor – når lånet først var optaget – ikke ramt af rentestigninger. Det har bevirket, at man ved bolighandel i meget høj grad fokuserer på 1. års ydelse.

I slutningen af 1990'erne begyndte rentetilpasningslån at blive et alternativ, og siden er der sket en omfattende produktudvikling og markedsføring på det område. Det er meget positivt, at der er sket en sådan udvikling i retning af at give låntagerne flere forskellige finansieringsmodeller at vælge imellem, herunder muligheden for at tage en blanding af fast og variabelt forrentede lån.

Rentetilpasningslånene er med god grund populære, fordi 1. års ydelsen i disse år er betydeligt lavere end med et traditionelt fastforrentet lån. Til gengæld kan renten ændre sig, og det er jo netop en væsentlig del at forklaringen på, at den korte rente normalt er lavere end den lange.

Risikobilledet er derfor et helt andet end ved traditionel boligfinansiering.

Det fremhæves undertiden, at låntageren senere kan omlægge til et fastforrentet lån, hvis den korte rente stiger. Men det afdækker jo ikke nogen risiko, da man ikke kan regne med, at den lange rente er forblevet konstant, hvis der har været massive stigninger i de korte renter.

Derfor må låntageren – sammen med sine rådgivere – nøje overveje, hvilke risici han udsætter sig for. Låntageren har et behov for at få svar på en række spørgsmål af typen: "Hvad sker der med mine boligudgifter, hvis…." Dette "hvis" kan både være familiemæssige forhold og udefra kommende økonomiske begivenheder, herunder rentestigninger. Det svarer til, at mange investorer forud for en investeringsbeslutning opstiller forskellige "stress-scenarier" for at vurdere investeringens betydning for deres økonomi.

Det afgørende er, at låntagerne ikke kun fokuserer på 1. års ydelse og tror, at rentetilpasningslån bare er en billigere udgave af de traditionelle fastforrentede realkreditlån.

Nationalbanken fandt det i 1997 naturligt at gøre opmærksom på, at den igangværende ændring af boligfinansieringen ikke ville føre til ændringer af pengepolitikken. Dens spilleregler indebærer, at Nationalbanken sætter udlånsrenten op i tilfælde af et større spekulativt pres mod danske kroner. Denne bemærkning var fra vores side ment som et bidrag til "forbrugeroplysning" til realkreditkunder. Den var selvfølgelig også præget af, at vi flere gange i 1990'erne havde måttet imødegå

spekulative angreb på kronen med kraftige forhøjelser af de pengepolitiske renter.

Udtalelsen er blevet vendt og drejet talrige gange i medierne de sidste fem år. Så der er næppe mange boligkøbere, der overser denne risiko. Nogle har måske endda fået den fejlagtige opfattelse, at det er den eneste risiko ved rentetilpasningslån i kroner. Men disse lån vil jo først og fremmest blive dyrere, hvis renten generelt stiger.

I markedet har man den opfattelse, at renterne har nået bunden i denne omgang. Om det er rigtigt, kan kun tiden vise, og ingen kan sige noget fornuftigt om, hvad renten er om fem eller ti år. Men hvis der for alvor kommer gang i det internationale opsving, kan det påvirke inflationsudsigterne og nødvendiggøre renteforhøjelser, som vi allerede har set det i Sverige.

Hvis Den Europæiske Centralbank ser udviklingen som en trussel for prisstabiliteten og sætter renterne op, så følger Danmark med, og det vil derfor gøre både rentetilpasningslån i euro og i kroner dyrere.

Hvad er forklaringen på, at det i slutningen af 1990'erne i stigende grad blev populært at tage lån med variabel rente i stedet for fast? Hvorfor sker det netop i en periode med et historisk lavt renteniveau?

Man kan jo bagefter se, at det skulle låntagerne have gjort, da renten var meget høj, fx i begyndelsen af 1980'erne. Når boligfinansiering på det tidspunkt helt overvejende var fastforrentet, var det nok, fordi den samfundsøkonomiske situation dengang føltes meget mere usikker. Man havde høj og svingende inflation og havde oplevet meget store rentestigninger.

I en økonomisk usikker verden var låntagernes primære behov at få sikkerhed for deres fremtidige boligudgifter. Og kunne man klare det eller de første år, så viste al erfaring, at der ikke var grund til bekymringer på lidt længere sigt.

Situationen er helt anderledes i dag. Der har siden slutningen af 1980'erne været en økonomisk stabilitet, og der er en udbredt tro på, at en rimelig lav inflation og dertil hørende renter vil dominere i en rum tid fremover. Derfor vælger mange låntagere nu at drage fordel af den kendsgerning, at den korte rente normalt er lavere end den lange. Og risikoen for rentestigninger må så vurderes på linje med risikoen for andre begivenheder, der kan påvirke privatøkonomien.

I de seneste 15 måneder har der været tilstrømning af valuta til Danmark. Det skyldes bl.a. overskuddet på betalingsbalancen, som i 2001 blev på 34 mia.kr. Valutareserven steg i 2001 næsten lige så meget, så i det år var de øvrige kapitalbevægelser netto tæt på nul.

Køb og salg af obligationer og aktier over landegrænserne, handel med virksomheder og andre direkte investeringer medfører store kapi-

talbevægelser og dermed efterspørgsel og udbud af valuta. I nogle perioder vil efterspørgslen efter valuta blive større end udbuddet – i andre perioder er det omvendt.

Hvis vi havde en flydende valutakurs, ville resultatet blive kursudsving. Men den danske fastkurspolitik indebærer, at sådanne uligevægte ikke skal påvirke kronens kurs mere end rent marginalt. Derfor træder Nationalbanken ind i disse situationer. Det kan ske ved interventioner – køb eller salg af valuta. Det er jo det, vi har valutareserven til. Det kan også ske ved, at Nationalbanken ændrer sin udlånsrente, så vilkårene for kapitalbevægelser ændres. I de senere år har der været en række små rentesænkninger som reaktion på kapitalindstrømningen.

Der er p.t. et rentespænd til euroen på ca. 25-30 basispoint alt efter, hvilke korte renter man ser på. Og der er mange gisninger om, hvad det "normale rentespænd" er. Men det kan man ikke sige noget om. Hvis der er omfattende udstrømning af valuta – eller frygt for det – må spændet sættes op gennem en dansk renteforhøjelse.

Hvis der er stor indstrømning af valuta, som i 2001, sættes spændet ned. Sådanne ændringer har i de senere år typisk været på 0,05 eller 0,10 pct. ad gangen.

Derfor er der ikke noget "normalt rentespænd", spændets størrelse afhænger af situationen på valutamarkedet.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks 1

Udvalgte poster fra Nationalbankens balance 2

Forskellige faktorers påvirkning af penge- og realkredit-institutternes nettostilling over for Nationalbanken 3

Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance samt pengemængden 4

Pengeinstitutternes udlån 5

Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance 6

Betalinger fra og til udlandet (nettobetalinger fra udlandet) 7

Nationalregnskabets forsyningsbalance 8

Betalingsbalancens hovedposter (nettoindtægter) 9

Udviklingen i forbruger- og nettopriserne 10

Valutakurser 11

Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer 12

Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer 13

Nationalbankens statistiske publikationer

Kilde- og signaturforklaring

0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed.

… Tal foreligger ikke eller er uden større interesse.

Visse af de seneste tal kan være foreløbige. Der kan som følge af afrundinger være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 21. maj 2002.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1 til 7, dog er Københavns Fondsbørs kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 8 til 13 bortset fra valutakursserierne i tabel 11, hvor Danmarks Nationalbank er kilde. Beregningerne i tabel 10 er foretaget af Danmarks Nationalbank.

RENTER OG AKTIEKURSINDEKS — Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser: Diskonto	Nationalbankens rentesatser: Udlån og indskudsbeviser	ECB's minimumbudrente (refirenten)	Ultimo	Pengemarkedsrente, 3 måneders usikret	Effektive obligationsrenter: 10-årig stat	Effektive obligationsrenter: 30-årig realkredit	Aktiekurs indeks KFX
	Procent p.a.				Procent p.a.			3.7.89 =100
1997	3,50	3,75	…	1997	3,93	5,63	7,28	210,55
1998	3,50	3,95	…	1998	4,05	4,35	7,10	219,34
1999	3,00	3,30	3,00	1999	3,57	5,64	7,45	255,69
2000	4,75	5,40	4,75	2000	5,33	5,20	7,30	313,90
2001	3,25	3,60	3,25	2001	3,54	5,15	6,55	272,45
2001 18. sep	3,75	4,15	3,75	2001 apr	4,95	5,31	6,70	298,30
5. okt	3,75	4,10	3,75	nov	3,54	4,76	6,39	270,72
9. nov	3,25	3,60	3,25	dec	3,54	5,15	6,55	272,45
2002 1. feb	3,25	3,55	3,25	2002 jan	3,59	5,16	6,53	263,06
				feb	3,55	5,17	6,51	272,81
				mar	3,62	5,44	6,63	278,64
21. maj	3,25	3,55	3,25	apr	3,61	5,36	6,57	256,87

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE — Tabel 2

Ultimo	Valutareserven	Seddel- og møntomløb	Statens indestående i Nationalbanken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken: Indskudsbeviser	Indlån (folio)	Udlån	Nettostilling i alt
	Mia.kr.						
1997	129,7	38,7	34,0	52,7	18,4	19,9	51,2
1998	101,4	41,0	37,1	34,7	12,6	29,8	17,5
1999	165,3	46,4	39,7	99,8	6,5	33,1	73,2
2000	117,5	44,8	37,7	51,8	8,1	25,3	34,6
2001	148,4	47,3	43,5	113,5	3,7	63,5	53,7
2001 apr	114,0	43,8	46,7	52,8	7,1	38,3	21,6
nov	147,8	44,8	61,1	71,5	3,5	37,8	37,2
dec	145,0	47,3	40,2	113,5	3,7	63,5	53,7
2002 jan	163,6	45,2	55,4	97,8	8,2	52,1	53,9
feb	171,2	44,8	68,9	78,0	9,4	41,3	46,0
mar	172,7	45,7	51,6	109,3	2,2	44,9	66,5
apr	178,9	45,8	56,6	105,1	5,1	42,9	67,2

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

Tabel 3

	Statsfinanserne						Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer	Likviditetspåvirkning	Nationalbankens nettovalutakøb	Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Ændring	Ultimo
	Mia.kr.							
1997	73,8	73,0	0,8	43,2	-1,5	-3,8	38,7	51,2
1998	64,1	68,0	-3,8	-28,7	3,2	-4,5	-33,7	17,5
1999	67,9	68,8	-0,9	62,7	1,9	-7,9	55,7	73,2
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	-3,7	19,2	53,7
2001 apr	15,2	8,2	7,0	-0,6	0,2	-1,9	4,7	21,6
nov.....	15,6	-7,3	22,9	-0,1	0,2	-2,1	20,8	37,2
dec.....	19,3	1,9	17,4	0,7	-0,3	-1,2	16,5	53,7
2002 jan.....	-0,5	15,6	-16,0	16,0	-2,1	2,3	0,2	53,9
feb	-0,5	13,0	-13,5	7,5	-2,0	0,1	-7,9	46,0
mar	28,3	9,2	19,1	-0,2	-0,5	2,2	20,5	66,5
apr	12,4	12,9	-0,5	1,7	-0,1	-0,4	0,7	67,2

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE
SAMT PENGEMÆNGDEN

Tabel 4

Ultimo	Balance-sum	heraf:					
		Indenlandske udlån			Beholdning af indenlandske gældsinstrumenter	Udenlandske aktiver, netto[1]	Pengemængden (M3)
		I alt	heraf:				
			Husholdninger	Ikke-finansielle selskaber			
	Mia.kr.						
1997	2.140,0	1.362,4	843,5	383,8	138,3	159,0	504,5
1998	2.407,2	1.491,0	929,6	408,2	153,3	154,6	523,2
1999	2.612,8	1.578,2	994,0	420,0	125,8	163,7	523,2
2000	2.806,0	1.757,8	1.066,7	499,1	114,0	49,6	506,4
2001	2.932,7	1.925,6	1.157,5	573,2	133,1	-46,8	546,2
2001 mar	2.941,8	1.812,2	1.082,5	536,7	130,8	1,2	538,9
okt	2.956,1	1.883,9	1.125,9	564,1	143,1	-23,9	587,2
nov	3.008,3	1.906,7	1.136,2	571,5	129,7	-50,4	578,5
dec	2.932,7	1.925,6	1.157,5	573,2	133,1	-46,8	546,2
2002 jan	3.012,5	1.935,2	1.150,6	577,3	133,1	-79,6	558,2
feb	3.036,8	1.935,7	1.158,1	578,7	143,3	-72,0	553,7
mar	3.090,3	1.956,0	1.171,1	584,6	134,8	-75,9	544,9
	Ændring i forhold til året før, pct.						
1997	10,8	7,6	9,1	3,7	-7,3	-7,9	8,0
1998	12,5	9,4	10,2	6,4	10,8	-2,8	3,7
1999	8,5	5,8	6,9	2,9	-17,9	5,8	0,0
2000	7,4	11,4	7,3	18,8	-9,4	-69,7	-3,2
2001	4,5	9,5	8,5	14,8	16,8	-194,5	7,9
2001 mar	8,4	9,4	6,1	19,3	1,3	-98,9	2,1
okt	0,1	8,3	7,1	13,3	26,9	-124,7	9,1
nov	4,5	9,2	7,6	14,3	11,0	-199,0	11,4
dec	4,5	9,5	8,5	14,8	16,8	-194,5	7,9
2002 jan	5,7	9,1	7,6	13,2	4,4	-392,0	4,0
feb	5,6	8,1	8,1	10,9	16,8	-849,8	2,2
mar	5,1	7,9	8,2	8,9	3,0	-6.652,1	1,1

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske *M*onetære *F*inansielle *I*nstitutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutioner, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

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

PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN Tabel 5

Ultimo	Fra pengeinstitutter i Danmark				Fra danskejede pengeinstitutter i udlandet			Samlet udlån
		heraf:				heraf:		
	Til danske residenter, i alt	Husholdninger	Ikke-finansielle selskaber	Til udlændinge	I alt	Til danske residenter	Til udlændinge	
	Mia.kr.							
1997	334,1	178,3	96,4	113,7	220,0	84,6	135,4	667,7
1998	379,0	194,7	112,5	74,8	248,1	96,4	151,7	701,8
1999	399,8	203,2	117,2	105,0	345,0	123,0	222,0	849,8
2000	525,4	235,9	186,3	104,7	312,0	66,0	246,0	942,1
2001	587,8	249,7	228,8	112,7	293,0	34,0	259,0	993,5
2001 mar	551,4	238,1	212,1	115,0	304,0	57,0	247,0	970,3
okt	573,1	241,0	222,6	109,6	…	…	…	…
nov	580,9	239,1	228,1	123,7	…	…	…	…
dec	587,8	249,7	228,8	112,7	293,0	34,0	259,0	993,5
2002 jan	594,5	242,2	230,5	122,0	…	…	…	…
feb	584,6	241,7	231,3	128,9	…	…	…	…
mar	596,4	248,0	235,5	144,4	306,0	32,0	274,0	1.046,9
	Ændring i forhold til året før, pct.							
1997	9,2	6,7	11,9	31,8	28,2	14,4	38,7	18,5
1998	13,4	9,2	16,7	-34,2	12,8	13,9	12,0	5,1
1999	5,5	4,4	4,2	40,4	39,1	27,6	46,3	21,1
2000	31,4	16,1	59,0	-0,2	-9,6	-46,3	10,8	10,9
2001	11,9	5,9	22,8	7,6	-6,1	-48,5	5,3	5,4
2001 mar	18,5	9,1	44,7	25,1	-7,0	-38,0	5,1	9,7
okt	10,9	7,1	20,7	-5,7	…	…	…	…
nov	12,4	5,9	23,7	15,6	…	…	…	…
dec	11,9	5,9	22,8	7,6	-6,1	-48,5	5,3	5,4
2002 jan	11,5	4,0	19,1	12,6	…	…	…	…
feb	7,9	4,9	14,8	16,8	…	…	…	…
mar	8,2	4,2	11,0	25,6	0,7	-43,9	10,9	7,9

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

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE Tabel 6

Ultimo	Balancesum	heraf:				
		Indenlandske udlån[1]				Udstedte gælds-instrumenter
		I alt	heraf til husholdninger[2]	heraf rentetilpasningslån	heraf i valuta	
	Mia.kr.					
1997	1.054,8	909,9	661,9	…	…	1.038,5
1998	1.172,2	987,8	731,0	…	1,4	1.122,4
1999	1.222,9	1.050,9	785,8	59,7	9,6	1.116,2
2000	1.341,1	1.095,9	823,5	99,8	15,5	1.212,9
2001	1.579,5	1.191,8	900,5	239,0	54,5	1.421,3
2001 mar	1.268,3	1.115,6	837,0	119,0	19,3	1.180,6
okt	1.332,0	1.164,1	877,6	187,7	39,1	1.251,1
nov	1.402,2	1.179,0	889,8	206,4	44,4	1.300,0
dec	1.579,5	1.191,8	900,5	239,0	54,5	1.421,3
2002 jan	1.345,1	1.194,3	901,2	259,2	62,6	1.242,7
feb	1.371,5	1.203,1	909,1	270,7	66,6	1.261,6
mar	1.388,0	1.211,0	915,9	281,8	71,0	1.267,8
	Ændring i forhold til året før, pct.					
1997	8,7	7,5	9,9	…	…	9,8
1998	11,1	8,6	10,4	…	…	8,1
1999	4,3	6,4	7,5	…	…	-0,6
2000	9,7	4,3	4,8	67,3	61,2	8,7
2001	17,8	8,8	9,4	139,4	252,2	17,2
2001 mar	5,0	4,9	5,0	64,2	74,6	6,8
okt	8,7	6,9	7,2	95,1	188,2	12,1
nov	13,4	7,7	8,1	110,9	211,8	15,1
dec	17,8	8,8	9,4	139,4	252,2	17,2
2002 jan	10,0	8,3	8,7	149,8	281,9	8,5
feb	10,8	8,5	9,0	145,9	282,2	8,7
mar	9,4	8,6	9,4	136,8	267,9	7,4

[1] I specifikationen af udlån til husholdninger, rentetilpasningslån og udlån i valuta kan der være sammenfald. Derfor er nogle udlån medtaget i mere end én af førnævnte grupperinger.

[2] Udlån til husholdninger omfatter også udlån til selvstændige erhvervsdrivende.

BETALINGER FRA OG TIL UDLANDET (NETTOBETALINGER FRA UDLANDET) Tabel 7

	Løbende betalinger	Kapitaloverførsler	Kapitalimport				Fejl og udeladelser	Forøgelse af valutareserven
			I alt	Heraf:				
				Direkte investeringer		Danske kroneobligationer		
				Udenlandske i Danmark	Danske i udlandet			
	Mia.kr.							
1997	9,7	0,7	52,7	18,5	-27,8	44,8	-20,1	43,0
1998	-8,7	0,3	-18,7	52,0	-30,0	0,1	-2,1	-29,2
1999	9,9	0,9	63,7	111,0	-112,7	14,6	-10,2	64,2
2000	25,5	-0,1	-23,7	261,0	-196,9	-21,2	-44,7	-43,0
2001	45,0	-0,2	-39,3	58,0	-74,5	-17,9	22,0	27,5
apr 00 - mar 01 ..	34,0	0,0	-27,4	272,5	-231,8	-34,7	-24,8	-18,2
apr 01 - mar 02 ..	43,1	-0,6	2,5	33,9	-35,8	-29,4	8,3	53,5
2001 mar	4,3	0,0	2,1	4,9	-6,1	13,5	-6,3	0,1
okt	4,2	0,0	-9,4	1,0	-2,8	-5,7	7,9	2,7
nov.....	2,7	0,0	1,1	2,0	1,2	-8,0	-2,2	1,7
dec.....	-2,0	-0,2	0,3	8,0	-5,4	5,3	-0,9	-2,8
2002 jan.....	5,9	-0,1	10,4	1,3	-4,1	-9,2	-1,1	15,2
feb	6,4	0,0	7,2	1,0	-1,1	2,1	-6,0	7,6
mar	0,4	0,0	0,9	4,1	-3,3	-8,6	0,3	1,6

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE Tabel 8

	Brutto-national-produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offentligt konsum	Faste brutto-investeringer	Lagerforøgelser	I alt		
	Mia.kr.							
1997	1.116,3	560,9	284,5	220,5	11,2	1.077,1	406,9	367,7
1998	1.155,4	581,3	300,5	240,3	10,1	1.132,1	413,4	390,1
1999	1.213,6	597,5	313,9	248,1	-3,2	1.156,3	459,6	402,3
2000	1.296,1	613,3	325,8	283,0	-1,8	1.220,2	567,4	491,4
2001	1.343,3	630,4	343,0	283,9	0,3	1.257,6	608,9	523,1
2000 4. kvt	344,2	159,8	82,3	70,8	4,4	317,4	162,6	135,7
2001 1. kvt	325,8	154,2	83,3	67,5	0,3	305,3	149,8	129,3
2. kvt	336,3	157,5	85,6	73,2	0,9	317,3	151,8	132,8
3. kvt	331,7	154,7	86,8	68,1	-1,7	307,8	152,1	128,2
4. kvt	349,5	164,0	87,2	75,1	0,8	327,2	155,1	132,8
	Realvækst i forhold til året før, pct.							
1997	3,0	2,9	0,8	10,9	…	4,9	4,1	10,0
1998	2,5	2,3	3,1	10,1	…	4,0	4,3	8,9
1999	2,3	0,2	1,8	1,0	…	-0,5	10,8	3,3
2000	3,0	-0,3	0,6	10,7	…	2,6	11,5	11,2
2001	0,9	0,6	1,4	0,0	…	1,1	3,1	3,8
2000 4. kvt	2,7	-1,5	0,2	7,9	…	1,8	12,7	11,7
2001 1. kvt	1,9	0,4	0,9	-3,1	…	0,1	12,4	8,3
2. kvt	0,7	0,7	0,9	1,1	…	1,2	4,3	6,1
3. kvt	0,9	0,4	1,8	-3,7	…	1,8	-0,8	1,2
4. kvt	0,4	1,1	2,0	5,7	…	1,4	-1,8	0,3
	Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.							
2000 4. kvt	0,7	-0,5	0,3	-3,6	…	0,7	1,4	1,5
2001 1. kvt	-0,6	1,0	0,6	-1,9	…	-0,3	-1,3	0,4
2. kvt	0,3	0,1	0,3	4,1	…	1,5	-1,1	0,8
3. kvt	0,5	-0,2	0,7	-1,6	…	0,0	0,0	-1,5
4. kvt	0,1	0,3	0,4	4,7	…	0,1	0,4	0,4

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTOINDTÆGTER) Tabel 9

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste-balance	Løn- og formue-indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
1997	38,4	0,8	39,2	-22,5	-12,3	4,4
1998	25,3	-2,0	23,3	-18,4	-15,2	-10,2
1999	44,6	11,7	56,3	-16,6	-19,5	20,2
2000	54,6	20,0	74,5	-29,1	-24,8	20,6
2001	57,4	29,2	86,5	-29,5	-22,3	34,7
apr 00 - mar 01	59,4	26,3	85,7	-28,2	-23,0	34,5
apr 01 - mar 02	57,4	24,7	82,1	-30,3	-23,1	28,6
2001 mar	5,7	3,2	8,9	-3,4	-1,2	4,3
okt	6,6	2,5	9,1	-4,8	-2,1	2,2
nov	6,5	1,3	7,8	-4,7	-2,1	1,0
dec	1,6	3,1	4,7	-2,9	-3,9	-2,2
2002 jan	4,6	1,0	5,5	-2,6	1,7	4,6
feb	3,7	0,7	4,4	0,2	-1,1	3,4
mar	5,6	1,1	6,8	-4,0	-1,8	1,0

UDVIKLINGEN I FORBRUGER- OG NETTOPRISERNE Tabel 10

	Forbrugerprisindeks		Nettoprisindeks	Energi	Import	Indenlandske priser				
						I alt	Fødevarer	Husleje	Offentlige ydelser	IMI
			Vægte							
	HICP	CPI	1,000	0,088	0,149	0,763	0,140	0,235	0,037	0,351
	Vækst i forhold til året før, pct.									
1995	2,0	2,1	1,9	-2,5	2,5	2,2	3,1	1,8	2,5	2,0
1996	2,1	2,1	2,0	6,6	0,1	1,9	1,7	1,6	1,1	2,4
1997	1,9	2,2	2,2	2,7	0,9	2,4	3,6	2,8	2,2	1,8
1998	1,3	1,8	1,5	-2,8	0,6	1,9	1,8	2,1	-0,9	2,3
1999	2,1	2,5	2,1	2,1	-0,3	2,5	0,6	2,7	3,5	2,9
2000	2,7	2,9	3,1	19,5	4,3	1,7	2,4	3,1	3,7	0,1
2001	2,3	2,4	2,4	-0,9	2,4	2,7	3,4	3,0	3,3	2,1
1999 1. kvt.	1,4	2,0	1,5	-7,0	-0,7	2,4	0,3	2,8	2,1	3,1
1999 2. kvt.	1,8	2,3	1,8	-1,4	-0,8	2,4	-0,2	2,5	4,5	3,1
1999 3. kvt.	2,3	2,6	2,3	5,7	-0,2	2,5	0,7	2,8	3,8	2,8
1999 4. kvt.	2,8	3,0	2,8	11,5	0,4	2,6	1,7	2,7	3,6	2,7
2000 1. kvt.	2,8	3,1	3,3	24,1	2,1	2,1	2,3	3,1	3,5	1,0
2000 2. kvt.	2,9	3,2	3,4	21,6	4,1	2,0	3,2	3,4	3,7	0,3
2000 3. kvt.	2,6	2,7	2,9	18,3	5,1	1,4	2,2	3,0	4,2	-0,5
2000 4. kvt.	2,6	2,6	2,8	14,9	5,9	1,3	1,8	2,8	3,6	-0,3
2001 1. kvt.	2,3	2,4	2,5	2,2	4,6	2,2	2,8	2,9	3,3	1,2
2001 2. kvt.	2,5	2,6	2,7	2,4	2,8	2,8	4,0	3,0	2,4	2,1
2001 3. kvt.	2,3	2,4	2,4	-1,3	1,9	2,9	3,7	3,0	3,5	2,2
2001 4. kvt.	2,0	2,1	2,0	-6,5	0,6	3,1	3,1	3,0	3,8	2,9
2002 1. kvt.	2,5	2,5	2,7	-0,7	0,1	3,4	3,4	3,1	3,9	3,6

Anm.: Vægtgrundlag pr. december 2000.

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

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

HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

VALUTAKURSER Tabel 11

	EUR[1]	USD	GBP	SEK	Effektiv kronekurs	Real effektiv kronekurs baseret på forbruger-priser
	Kroner pr. 100 enheder				1980=100	
	Gennemsnit					
1997	745,10	660,86	1.082,32	86,54	100,0	103,1
1998	744,87	669,70	1.109,36	84,23	101,3	104,6
1999	743,56	698,34	1.129,49	84,46	99,6	104,3
2000	745,37	809,03	1.223,32	88,26	95,6	100,6
2001	745,21	831,88	1.197,73	80,58	96,9	101,8
2001 apr	746,32	835,92	1.199,78	81,89	96,7	101,8
nov.....	744,53	838,10	1.203,92	79,12	96,8	102,0
dec	744,33	833,06	1.199,59	78,97	97,2	102,6
2002 jan.....	743,29	841,68	1.205,53	80,55	97,2	102,3
feb	742,99	854,00	1.214,84	80,91	96,9	102,5
mar	743,23	848,49	1.206,82	82,03	96,7	102,6
apr	743,41	839,81	1.211,00	81,42	96,8	…

[1] I 1997 og 1998 er eurokursen beregnet på grundlag af den pr. 31. december 1998 fastlåste omregningskurs mellem DEM og EUR.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER Tabel 12

	Arbejdsløshed	Mængdeindeks for omsætningen inden for		Tvangsauktioner	Konkurser	Nyregistreringer af personbiler	Forbrugertillidsindikator	Sammensat konjunkturindikator for	
		Råstofudvinding og fremstillingsvirksomhed	Detailhandel					Industri	Bygge- og anlægsvirksomhed
	Pct. af arbejdsstyrken	1995=100	1990=100	Stk.			Nettotal		
1997	7,9	107	111,8	2.824	1.759	152.869	9	2	8
1998	6,6	109	114,3	2.426	1.652	162.708	2	-3	-2
1999	5,7	111	115,6	2.397	1.636	144.259	-2	-11	-8
2000	5,4	118	116,6	2.584	1.771	113.633	2	5	-1
2001	5,2	120	117,1	2.682	2.329	96.130	0	-3	-11
				Sæsonkorrigeret					
2001 apr	5,3	122	117,7	238	201	8.411	-3	0	-9
nov	5,0	121	119,0	246	287	8.047	0	-9	-13
dec	5,0	118	118,2	263	199	7.721	2	-9	-12
2002 jan	5,0	119	119,5	255	196	8.549	3	-2	-9
feb	5,0	120	118,9	248	215	8.767	3	-3	-10
mar	5,0	121	…	244	218	8.582	2	0	-10
apr	…	…	…	250	201	8.850	3	2	-11

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER Tabel 13

	Beskæftigelse		Lønindeks i fremstillingsvirksomhed	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Ejendomspriser (enfamiliehuse)
	I alt	Privat	Februar 1996=100	1980=100	I pct. af ejendomsværdi 1995
	1.000 personer				
1997	2.607	1.813	105,2	100,1	123,5
1998	2.652	1.839	109,8	103,0	134,4
1999	2.685	1.864	114,4	102,5	143,7
2000	2.706	1.883	118,4	98,4	153,0
2001	2.719	1.892	123,5	100,8	161,8
			Sæsonkorrigeret		
2000 4. kvt	2.708	1.887	120,0	97,9	156,9
2001 1. kvt	2.715	1.890	121,4	100,5	159,7
2. kvt	2.720	1.895	123,2	100,3	161,9
3. kvt	2.721	1.893	124,2	101,0	163,6
4. kvt	2.719	1.888	125,3	101,5	162,0
			Vækst i forhold til året før, pct.		
1997	1,3	1,1	3,8	-2,0	11,4
1998	1,7	1,5	4,4	2,9	8,8
1999	1,3	1,3	4,1	-0,5	6,9
2000	0,8	1,0	3,5	-4,0	6,5
2001	0,5	0,5	4,3	2,4	5,7
2000 4. kvt	0,4	0,6	3,5	-3,1	7,5
2001 1. kvt	0,3	0,4	3,6	0,8	8,0
2. kvt	0,7	0,9	4,8	2,3	6,5
3. kvt	0,6	0,6	4,5	3,1	5,0
4. kvt	0,4	0,1	4,4	3,6	3,2

Nationalbankens statistiske publikationer

Nyt
Publikationsserien bringer de seneste statistiske oplysninger om udviklingen på de danske finansielle markeder. Al førstegangsudgivelse af finansiel statistik fra Nationalbanken sker i Nyt, og statistikken udsendes umiddelbart efter udarbejdelse. Alle tabeltekster er oversat til engelsk.

Månedsoversigten
Månedsoversigten omfatter samme emneområder som Nyt publikationerne, men bringer så vidt muligt længere tidsserier. Desuden er oplysningerne i flere tilfælde mere detaljerede. Publikationen udsendes den sidste bankdag hver måned. Tabeller samt metodebeskrivelser er oversat til engelsk.

Særlige opgørelser
Publikationsserien indeholder statistikker, der ikke udkommer med faste mellemrum, fx detaljerede opgørelser af udlandsgælden og direkte investeringer.

Internet
Alle Nyt publikationer, Månedsoversigten og Særlige opgørelser er frit tilgængelige på Nationalbankens hjemmeside: www.nationalbanken.dk. Desuden findes en udgivelseskalender for Nyt, der dækker løbende måned plus følgende kvartal.

Pris
Et årsabonnement for Nyt koster 750 kr. Der kan kun tegnes abonnement for hele serien. Prisen for et årsabonnement for Månedsoversigten er 260 kr. Priserne svarer til forsendelsesomkostningerne mv. Særlige opgørelser udsendes gratis til abonnenter af Nyt og Månedsoversigten.

Tilmelding
Abonnement kan tegnes ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, tlf. 33 63 70 00 , fax 33 63 71 03 eller på E-mail info@nationalbanken.dk

Danmarks Nationalbank Havnegade 5 1093 København K

Telefon 33 63 63 63 Fax 33 63 71 25

www.nationalbanken.dk E-mail: info@nationalbanken.dk