SPEKULATION, TERMINSHANDEL OG RENTENIVEAU

PETER ANDREAS BØGGILD

SPEKULATION

Spekulation er et gammelt fænomen, vel lige så gammelt som handel og prisfastsættelse.

Ved spekulation søger man at drage fordel af prisbevægelser. Man prøver at sammensætte sine aktiver og passiver således, at aktiverne stiger mest muligt i værdi, mens passiverne helst skal falde. Et eksempel på en sådan spekulation er anskaffelse af fast ejendom i inflationstider og finansiering af købet ved optagelse af et obligationslån. Her vil man påregne en værdistigning i aktivet, mens lånets pålydende værdi er uændret, og den reelle værdi faldende gennem tiden.

Man kan mere isoleret spekulere i stigende priser – så kaldes man en *haussist*. Man skal da købe straks og sælge senere, når priserne er steget, eller man kan blot fremskynde indkøb, man alligevel skulle foretage på et senere tidspunkt. Fortjenesten ved spekulationen er prisstigningen.

Det er også muligt at spekulere i faldende priser, omend dette nok er knap så almindeligt som spekulation i stigende priser. En prisfaldsspekulant kaldes en *baissist*. I praksis *baisser* man ved at udskyde indkøb eller fremskynde salg. En lidt mere kompliceret form for baissespekulation består i at låne det objekt, man venter prisfald for, at sælge objektet og genkøbe det, når prisen er faldet, for endelig at aflevere det til ejeren. Fortjenesten er lig prisfaldet, og man bemærker, at man har spekuleret i prisfald på sine passiver.

Det kan dog ikke siges helt generelt, at baissespekulation kun er knyttet til ens passiver, og at haussespekulation kun kan ske på aktivsiden; men man kan sige, at det gælder om at have få aktiver og mange passiver i form af den vare (eller hvad det nu er), man venter prisfald på, og at det modsat gælder om at have mange aktiver og få passiver i form af hausseobjektet.

Spekulation er ikke blot et gammelt fænomen, det er også et almindeligt fænomen. Der er nok ikke mange, der kan sige sig fri for at have spekuleret på et eller andet tidspunkt. Den nybagte husejer, der har optaget et kreditforeningslån i sit hus, vil prøve at forhale salgstidspunktet for sine

obligationer, hvis han regner med bedre kurser i den nærmeste fremtid; og omvendt vil han sælge straks, hvis han mener, at kurslejet er kommet lidt lovlig højt op. En husmoder vil fremskynde sine indkøb og måske endda hamstre i ikke så ringe grad, når der forestår prisforhøjelser, f. eks. i form af en momsforhøjelse.

Husejeren og husmoderen vil man nok ikke normalt kalde for spekulant, måske fordi ordet har fået en lidt odiøs klang; men alle, der ændrer deres »normale« købs- og salgstidspunkt, fordi de har forventninger om prisændringer, hører faktisk med i denne gruppe.

Den mere gængse opfattelse af ordet spekulant drejer sig mere om personer, hvis levevej det er at spekulere i prisbevægelser. Men fordi denne person måske får sin hovedindtægt fra udnyttelsen af vurderinger af fremtidige prisbevægelser, er virkningerne af hans køb og salg ikke anderledes end virkningerne af ikke-professionelle spekulanters dispositioner.

Hvori består nu disse virkninger? Det afhænger af, om man har vurderet den fremtidige prisudvikling rigtigt, og om genstanden for spekulationen kan siges at have en »naturlig« pris.

Er den fremtidige udvikling en prisstigning, og har spekulanterne forudset dette, vil de købe nu og sælge senere, når priserne er steget. Virkningerne af dette er klare nok: Efterspørgslen stiger nu og hæver dermed de øjeblikkelige lave priser, og sidenhen, når prisstigningen indfinder sig, sælger spekulanterne, øger dermed udbuddet og får som resultat lavere priser, end man ville have fået uden spekulanter. Virkningen er altså, at fremtidige prissving fremskyndes i afdæmpet form, og *at prisudviklingen dermed stabiliseres.* Reagerer spekulanterne derimod i større udstrækning på løse rygter, der ikke har bund i markedsforholdene, kan de give anledning til overflødige, »spekulative« prissving.

I første omgang kan man altså bemærke, at spekulanternes tilstedeværelse virker i retning af mindre prisudsving, hvis de er i stand til at bedømme prisudviklingen rigtigt, og dette kan vel siges at være samfundsøkonomisk heldigt. Der er størst chancer for en rigtig bedømmelse af prisudviklingen, når markedet er velorganiseret, og når der foreligger gode statistiske oplysninger – markedet skal kort sagt være gennemsigtigt.

Bedømmer spekulanterne prisudviklingen forkert, og skabes der dermed overflødige spekulative prisudsving, kan dette have samfundsøkonomiske skadevirkninger; men der er dog grænser for skadens omfang, hvis de underliggende ikke-spekulative udbuds- og efterspørgselskomponenter peger mod en slags »naturligt« prisniveau, som prisen derfor på længere sigt må vende tilbage til. På f. eks. valutamarkederne, hvor dette ikke klart er tilfældet, kan spekulationen have alvorlige virkninger, idet den kan fremkalde varige prisændringer, der ikke uden videre lader sig fjerne.

SPEKULATIONSOBJEKTERNE

Næsten alt, der omsættes regelmæssigt, kan blive genstand for spekulation, men det er klart, at jo større markedet er, jo mere standardiseret spekulationsobjektet er, og jo mere velkendt dette er, desto mere opmuntres spekulanterne til at gå ind i markedet. De vil nemlig i så fald have ganske gode muligheder for at gætte rigtigt om prisudviklingen og vil næppe blive overrumplet af tilfældige prisudsving.

Det er især de egentlige organiserede markeder, f. eks. børserne, der tiltaler de professionelle spekulanter. Der findes sådanne organiserede markeder for *varer, valuta og værdipapirer.*

I Danmark eksisterer der ikke mange organiserede *varemarkeder.* De markeder, der er, handler først og fremmest landbrugsvarer og gartnerivarer. Det siger sig selv, at disse varer kun kan gøres til genstand for spekulation, når de kan tåle oplagring gennem længere tid.

Går man til udlandet, finder man mange andre varemarkeder: I Storbritannien blandt andet Londons Metalbørs, i USA for eksempel Chicago Board of Trade og New Orleans Cotton Exchange foruden det store marked i New York. Det er et fællestræk for alle disse varebørser, at de omsætter en lang række *stabelvarer,* der alle noteres dagligt. Det drejer sig om animalske og vegetabilske landbrugsprodukter incl. cacao, kaffe og gummi o. l. Det drejer sig videre om alle metallerne og et mineral som svovl. Også for en tjenesteydelse, søtransport, finder der omsætning sted.

Valuta handles på særdeles velorganiserede markeder, og arbitragen sørger for, at priserne er ens på alle de markeder, der ikke er specielt aflukkede ved valutarestriktioner.

I Danmark udgøres markedet af de autoriserede valutahandlere, der består af bankerne og visse vekselerere. Den egentlige kursfastsættelse finder sted, når repræsentanter for valutahandlerne en gang om dagen træder i forbindelse med hinanden og Nationalbanken. *Langt den største del af landets valutaforretninger ligger hos de fem største banker, og disse kan derfor optræde som prisledere.*

Det danske valutamarked er så lille, at prisrelationerne mellem f. eks. pund, dollar, deutschemark, schweizerfranc, svenske kroner osv. næppe påvirkes heraf. Derimod ligger en så stor del af verdensmarkedets kroneomsætning i København, at noteringen her bliver prisledende for krone-kursen andre steder i verden. Når prisrelationerne mellem de øvrige valutaer er udefra givne, er det nok at fastsætte kronekursen på én af de øvrige valutaer for at have samtlige kronekurser bestemt. Det er altså den første kurs, man fastsætter, der bliver retningsgivende ved udregningen af de øvrige valutaers aktuelle kursniveau.

Indtil 2. januar 1968 var den første kurs, man fastsatte, sterlingkursen, mens det nu er dollarkursen. Der er næppe tvivl om, at det er den britiske

devaluering, der har været årsag til skiftet. Når skiftet overhovedet har nogen betydning, hænger det sammen med, at man stort set søger at holde kronen i pari over for den først noterede valuta. Udsving fra pari bliver i første række bestemt af importørernes og eksportørernes efterspørgsel efter resp. udbud af valuta, men også likviditeten i det danske banksystem spiller en stor rolle. Hvis pund-dollar-relationen er konstant, er det naturligvis ligegyldigt, hvilken man følger, men svinger denne relation, får det betydning for kroneprisen for f. eks. deutschemark, om man følger dollar eller sterling.

Danskere har kun ret begrænsede muligheder for at spekulere i valutakurssvingninger. Importører og eksportører kan naturligvis fremskynde eller forsinke deres betalinger; men herudover forhindrer valutabestemmelserne spekulation uden kommerciel baggrund – den begrænses i hvert fald til de valutabeløb, man kan ligge inde med til rejsebrug (maksimalt modværdien af d. kr. 2000). Det må dog bemærkes, at de autoriserede valutahandlere kan »åbne positioner« i fremmed valuta, men at de næppe vil være interesserede heri – danske banker giver sig, som det senere skal ses, ikke af med at spekulere!

Så er der endelig markedet for *værdipapirer:* Aktier og obligationer omsættes på Børsen ved den ordinære notering og på efterbørsen. Her er der muligheder for at spekulere. Tror man på opgange, dvs. ligger man i haussen, gælder det om at købe nu, for at beholde papirerne eller låne dem ud, indtil man mener, toppen er nået, og tiden er inde til at sælge. Står man overfor at skulle sælge papirer (husejeren), må man udskyde salget længst muligt. Venter man kursfald, dvs. ligger man i baissen, skal man sælge snarest, hvis man ejer papirer, for siden at købe dem tilbage, når faldet er indtruffet. Har man ingen papirer, kan man eventuelt låne nogle hos en vekselerer. Disse sælges straks for siden, når kursfaldet har fundet sted, at blive tilbagekøbt og tilbageleveret til udlåneren.

Der kan opstå visse komplikationer, når flere spekulanter spekulerer modsat. En haussist køber et bestemt papir og deponerer det hos sin vekselerer til evt. udlån. En anden spekulant tror på prisnedgang og vil derfor gerne låne papiret, som han derpå sælger på Børsen. Haussisten er køber og låner det derpå ud til baissisten, der atter sælger det, osv. osv. På et givet tidspunkt har baissisten lånt flere stykker af det pågældende papir, end der findes, og haussisten har modsat udlånt flere, end der overhovedet eksisterer. Forlanger haussisten nu sine papirer igen, kommer baissisten i en særdeles vanskelig situation, for når han søger at købe papirer på Børsen, drives kursen voldsomt i vejret, uden der kommer tilstrækkeligt udbud. En sådan situation kaldes en »*corner*«.

Enkeltpersoner har sjældent tilstrækkelig likvide midler til at opkøbe alle papirer i et selskab; men arbejder flere sammen, kan situationen udmærket

tænkes, specielt i selskaber med ringe aktiekapital. Nu er man ikke interesseret i, at en sådan situation skal opstå alt for ofte, og især ønsker man at beskytte bankaktier, der regnes for solide anlægspapirer. Det hedder derfor i »Fondsbørsloven«[1]: – Medlemmer af Fondsbørsen må ikke foretage blancosalg af bankaktier eller af aktier i selskaber, hvis aktiekapital er under 3 millioner kroner; ej heller må de medvirke til et sådant salg ved udlån af stykker«.

I Danmark må »professionel spekulation« først og fremmest foregå på Børsen, dog med de begrænsninger, »Fondsbørsloven« sætter. Valutaspekulation er jo begrænset til importørers og eksportørers indsats; og varebørserne er ikke så udbredte herhjemme. I USA og Storbritannien ser det anderledes ud. Man[2]) anslår således, at den årlige omsætning i spekulationsøjemed for stabelvarernes vedkommende i USA andrager 250 milliarder kroner, mens det tilsvarende tal for Storbritannien er 45 milliarder kroner. I maj måned 1968 lå spekulanter på New Yorks varebørs inde med sølv for 4,5 milliard kroner, svarende til over halvdelen af den årlige verdensproduktion; mens de »blot« beslaglagde for 125 millioner kroner cacao, svarende til $2^1/_2$ måneds forbrug. Dette kun to eksempler fra de 30 stabelvarer, hvori det er almindeligt for spekulanter at »åbne positioner«.

TERMINSHANDLER

En lidt mere avanceret spekulant vil næppe nøjes med de hidtil nævnte fremgangsmåder. Han vil snarere give sig i kast med terminshandler.

En terminshandel er en aftale om en levering (og betaling) på et bestemt tidspunkt en gang i fremtiden til en pris, der fastsættes allerede nu. Genstanden for en sådan terminshandel kan være en vare, et værdipapir og en valuta.

Rent geografisk er terminsmarkederne placeret samme sted som de almindelige børser: Man køber bomuld »på terminen« samme sted, som man indgår »aktuelle« handler, altså på en varebørs. Man handler værdipapirer til senere levering på f. eks. Stock Exchange i London, og det er valutahandlerne (omend kun en del af dem), der formidler omsætningen af valuta til fremtidig levering.

For spekulanten er sagen nu meget enkel. Er han baissist, sælger han på terminen (i jargonen hedder det at sælge »short«), og er han haussisten køber han på terminen (at købe »long«). Det må dog bemærkes, at priserne på terminsmarkedet ikke behøver at være de samme som de aktuelle priser, og det, spekulanten skal bedømme, er, om prisen nu på termins-

[1]) Handelsministeriets bekendtgørelse nr. 139 af 25–4–59: Bekendtgørelse om vedtægter for Københavns Fondsbørs. Her § 21.

[2]) Se »The Economist« 11–5–1968 side 62: Speculating in commodities.

markedet er større eller mindre end de priser, der vil gælde på markedet til øjeblikkelig levering (»spot-markedet«) på det tidspunkt, terminskontrakten skal opfyldes. På terminsmarkedet er der altså allerede nu foretaget en bedømmelse af den fremtidige prisudvikling, og det er i forhold til denne bedømmelse, man er baissist eller haussist på terminsmarkedet.

Nu er det ikke tilfældigt, at terminsmarkedet er placeret samme sted som det almindeligt, aktuelle marked, for der er en nær forbindelse mellem priserne på de to markeder[3]). Overgrænsen for terminsprisen er under normale markedsforhold spot-pris + de renteomkostninger og eventuelle lageromkostninger, der måtte påløbe spot-indkøbet i tidsrummet indtil terminshandelens forfaldsdato. Undergrænsen for terminsprisen er ikke helt så enkelt bestemt; men falder terminsprisen, vil der nok komme et øjeblikkeligt salg frem fra lagre eller beholdninger, fordi man vil sælge, mens prisen endnu er høj, og dette vil tendere til at sænke den aktuelle pris og hæve prisen sidenhen. (Vi finder atter spekulationens prisstabiliserende effekt). Særlige forhold gør sig dog gældende på valutaterminsmarkedet. Herom nedenfor.

KONTRAKTENS OPFYLDELSE

Ved terminskontraktens forfaldsdag opstår spørgsmålet om leveringsaftalens opfyldelsesmåde. Man kan tænke sig, at der sker en regulær levering; men det er mere almindeligt, at dette aldrig sker. Terminsforretningen effektueres så ved at sammenligne prisen, der i sin tid blev aftalt i terminskontrakten med den aktuelle pris på markedet, og derpå betales differencen.

Under normale omstændigheder vil køber og sælger blive stillet ens, hvadenten man opfylder kontrakten på den ene eller den anden måde. Er spekulanten sælger, koster det ham det samme, om han skal gå ud på markedet for at købe den vare, der er sluttet kontrakt om, for derefter at levere til køberen til terminskontraktprisen, eller om han skal udligne forskellen mellem den aktuelle pris og den tidligere aftale pris. Køberen bliver i begge tilfælde i stand til at erhverve sig varen til den aftalte terminspris.

I visse helt specielle tilfælde kan det dog få betydning, hvis køberen kræver leverancen opfyldt og ikke er tilfreds med at få prisforskellen udlignet. Dette er tilfældet, når sælgeren er »oversold«, når sælgeren skal levere mere, end der findes på spot-markedet, altså når sælgeren er inde i det, der hedder en corner. Kræver køberen leverancen opfyldt, må sælgeren gå ind på spot-markedet, og her vil prisen blive drevet voldsomt i vejret.

Det forekommer måske usandsynligt, at noget sådan skulle kunne hænde på de store stabelvaremarkeder, i gængse værdipapirer eller i valutaer. Ikke

[3]) Dette uddybes nærmere i Samuelson: Economics, appendix til kapitel 20.

desto mindre opviser i hvert fald dagene efter den britiske devaluering tydelige tegn på en corner. Spekulanter havde solgt langt større mængder sterling på terminen, end der var kommerciel baggrund for, og da disse i dagene efter devalueringen ville inkassere deres gevinster ved at kræve differencen mellem den nye sterlingkurs og kursen på deres kontrakter udbetalt, forlangte Bank of England i stedet at se de pund-sterling, spekulanterne skulle sælge. Resultatet var en sand sterling-mangel[4]). Det gav sig udslag i en topkurs for sterling, der placerede sig klods op ad den officielle interventionsgrænse på 2,42 over for dollar, rentesatser på adskillige hundrede procent pro anno for euro-sterling og rentesatser på 25 % i inter-bank-markedet. De interne britiske rentesatser blev altså ikke påvirket så voldsomt som euro-valutamarkedet, men dette skyldtes, at de britiske myndigheder strammede kontrollen med bankernes udlån til non-residents uden for sterlingområdet.

Terminskontrakter kan indgås med varierende løbetid. Varer, der produceres sæsonvis, har særlig stor handel i terminer, der forfalder f. eks., når høsten kan nå frem til markedet. Metaller og mineraler har særligt store markeder i terminer, der løber 1, 3, 6 og 12 måneder; men næsten overalt er 3-måneders markedet det vigtigste. Noteringerne for sådanne kontrakter kan dagligt findes i avisernes handelstelegrammer.

OVERTAGELSE AF RISICI

Det er tidligere fremhævet, at spekulation kunne have den samfundsøkonomisk heldige funktion, at den kunne udjævne priserne over tiden. Den særlige form for spekulation, det er at indgå en terminshandel, har endnu en nyttig funktion: Spekulanten overtager risici fra andre, der ikke er interesseret i at bære en sådan.

Indleder en virksomhed en produktion, gør den sig naturligvis visse forestillinger om, hvordan priserne vil opføre sig i fremtiden på de færdige produkter, og hvordan priserne vil bevæge sig for råvarernes vedkommende: Som regel regner man med, at priserne vil være nogenlunde uændrede. Hvis virksomhedslederen er tilfreds med den fortjenstmargin, de nuværende priser giver ham, vil han producere. Nu kan han ikke være sikker på, at priserne vil holde sig uændret – de kan svinge, og dette kan både forbedre og indskrænke hans gevinstmargin; men er han tilfreds, kan han ræsonnere, at det ikke er hans opgave at kalkulere med prisændringer: Han vil gerne nøjes med at producere og tage den fortjeneste, det giver, og så overlade risiko og gevinstmuligheder ved prisforandringer til en anden. Dette kan han gøre ved at henvende sig til råvaremarkederne og købe de varer, han skal bruge til sin kommende produktion på terminen. Han kan

[4]) Se Financial Times d. 22–11–1967.

så allerede nu vide, hvad han skal give for de varer, han først skal bruge sidenhen. Er det en af stabelvarerne, han producerer, er det endvidere muligt for ham at sælge den produktion, han endnu ikke har indledt på dette tidspunkt, idet han kan sælge på terminen.

Der optræder altså tre grupper personer på terminsmarkedet. Der er producenter, der ønsker at sælge til senere levering. Der er dernæst folk, der skal bruge varen til videreforarbejdning, og som derfor er købere af terminskontrakter. Disse to grupper ønsker begge at slippe af med en prisændringsrisiko; og hvis der er lige mange købere og sælgere, er der ligevægt i markedet til den givne pris. Men som oftest er der ikke lige stort udbud og efterspørgsel til den givne pris, og ofte måtte man forvente meget store prisudsving i terminskontrakterne, hvis ikke det tredje element fandtes på markedet, nemlig spekulanterne. Spekulanterne er købere eller sælgere, hvis priserne kommer til at afvige ret meget fra den påregnelige spot-pris om tre måneder (eller hvor længe terminskontrakten nu løber). Mens de kommercielle handlende på terminsmarkedet ønsker at slippe af med en risiko – »dække deres position« – har spekulanterne det modsatte mål, de ønsker at »åbne en position«, at påtage sig en risiko og en gevinstchance.

Spekulanterne udfører altså en vigtig funktion på terminsmarkederne, og deres tilstedeværelse er så vigtig, at man ved skabelsen af terminsmarkeder er parat til at tage vidtstrakte hensyn til spekulanterne. I øjeblikket arbejder man for eksempel med planer om at åbne et terminsmarked for bomuld i London[5]). Skal dette marked opnå at blive en vigtig del af verdensmarkedet, skal det være et stort marked, da man ellers risikerer alt for mange tilfældige udsving. Altså må der handles bomuld fra adskillige lande, hvis kvaliteter ikke behøver at være de samme. Det betyder, at man må arbejde med et stort antal forskellige priser, og dette regner man ikke med, at spekulanterne kan finde ud af. Derfor forestår der nu et stort arbejde med at indføre ensartede kvalitetsbetegnelser: Hellere tage dette besvær med end undvære spekulanterne.

Ligesom mere gængs spekulation kan have destabiliserende virkninger, hvis der ikke findes en slags »underliggende« ligevægtspris på markedet, er spekulation via terminsmarkedet heller ikke lige ønsket i alle tilfælde. Det mest oplagte eksempel herpå er vel guldmarkedet, hvor man, som led i de internationale bestræbelser på at stabilisere prisen, har søgt at komme terminshandelen til livs.

I Danmark er terminshandeler med værdipapirer næppe lovlige; men det er tilladt at indgå handler til senere levering med varer og valuta[6]).

Terminsforretninger med varer er ikke meget almindelige her i landet – i hvert fald ikke så almindelige, at der har dannet sig egentlige markeder.

[5]) Se The Financial Times den 22–5–1968.
[6]) Se Munch-Petersen, Den borgerlige ret i hovedtræk (19. udg. side 218).

Derfor må danske virksomheder ofte henvende sig til udenlandske varebørser, hvis de ønsker at sikre deres råvareleverancer engang i fremtiden til en allerede nu fastsat pris. Virksomhederne kan frit købe valuta til disse handler (dog må forudbetaling ikke finde sted tidligere end 1 år før varens indklarering).

Derimod findes der et marked for fremmed valuta til senere levering her i landet. De autoriserede valutahandlere kan frit åbne positioner indbyrdes og med korrespondenter i udlandet. Endvidere med danske kunder, når der ligger et kommercielt eller finansielt grundlag bag, og kurssikringen kun omfatter betalinger, der forfalder inden for de førstkommende to år. I begge tilfælde gælder det, at den maksimale løbetid for terminsforretninger er et år.

VALUTATERMINSHANDLER[7])

Valutaterminsmarkeder findes for i hvert fald alle konvertible valutaer. Der noteres hver dag en kurs på forretninger med 1 og 3 måneders løbetid, og imellem de vigtigste valutaer noteres der også en kurs på kontrakter, der forfalder 6 og 12 måneder senere. Terminsprisen for en valuta er en noget mere kompliceret affære end angivelsen af en vareterminspris. Handler man f. eks. korn til levering om tre måneder, udtrykker man terminsprisen som afvigelsen fra noteringen på korn til øjeblikkelig levering (spot-prisen). Er korn dyrere om tre måneder, er der en overpris, en præmie. Er det billigere, er der en underpris, et nedslag. På terminsmarkedet noterer man præmien eller nedslaget.

På valutaterminsmarkedet hører der ikke én præmie eller ét nedslag til terminsprisen på en valuta. Der er forskellige priser afhængig af, hvilken anden valuta man vil købe for eller sælge mod. Det skulle dog i princippet være nok at kende præmier og nedslag for de forskellige møntsorter over for én valuta: Herudaf skulle det være muligt at udregne alle de andre kombinationer. Når dette ikke altid er muligt, hænger det sammen med tidsfaktoren og placeringen af de enkelte markeder. Terminsforretninger over for dollar afsluttes især i New York, og terminshandler med pund som den ene handlede valuta omsættes først og fremmest i London. Disse to markeder har ikke åbent i det samme tidsrum, og da valutaterminsmarkedernes priser har tendens til at skifte særdeles hyppigt, bliver dollar-priserne udregnet på grundlag af London noteringen ikke altid identiske med de noterede priser i New York.

---

[7]) Om samme emne se: The Fund and Bank Review, volume IV, number 3, september 1967: Finance and Development side 187. The Forward Exchange Market af Sanjaya Lall.

FIG. 1

Foreign exhanges

June 14 1968	Bank rates %	Market Rates	
		Day's Spread	Close
New York	5 1/2	2.38 3/8–11/16	2.38 1/2–5/8
Montreal	7 1/2	2.56 7/8–57 1/4	2.57 1/16–3/16
Amsterdam	4 1/2	8.62 1/2–64	8.63–1/2
Brussels	3 3/4	118.67–87	118.72–82
Copenhagen	6 1/2	17.82–83 1/2	17.82 3/4–83 1/4
Frankfurt	3	9.51–54	9.52 3/4–53 1/4
Lisbon	2 1/2	68.10–60	68.20–40
Madrid	5 5/8	166–1/2	166 1/8–3/8
Milan	3 1/2	1.485 1/2–88	1.486 1/2–87 1/2
Oslo	3 1/2	17.02 3/4–04 1/4	17.03 1/2–04
Paris	3 1/2	11.85–87	11.86 1/4–3/4
Stockholm	5 1/2	12.31 1/2–33	12.32 1/4–3/4
Tokyo	6.205	862–864	862 1/2–863 1/2
Vienna	3 3/4	61.50–75	61.55–65
Zurich	3	10.24 3/4–26 3/4	10.25 3/4–26 1/4

14-6-68

Forward rates

–	One Month	Three Months
New York	3/4–5/8 c. pm	2 3/4–2 5/8 c. pm
Montreal	3/4–1/2 c. pm	2 1/2–2 1/4 c. pm
Amsterdam	4–3 c. pm	13 1/4–12 1/4 c. pm
Brussels	70–50 c. pm	205–185 c. pm
Copenhagen	10 ore pm-par	25–15 ore pm
Frankfurt	5 7/8–5 3/8 pf pm	18 7/8–18 3/8 pf pm
Lisbon	75–45 c. pm	175–125 c. pm
Milan	7–5 lire pm	22–20 lire pm
Oslo	6–2 ore pm	15–11 ore pm
Paris	1 c. pm–2 c. dis	3–6 c. dis
Stockholm	4 1/2–3 1/2 ore pm	13 1/4–12 1/4 ore pm
Vienna	40 gro. pm-par	110–60 gro. pm
Zurich	4 1/4–3 1/4 c. pm	18 1/2–17 1/2 c. pm

3-4-68

Forward rates

-	One Month	Three Months
New York	3/4–1/2 c. pm	2 1/2–2 1/4 c. pm
Montreal	1/2–1/4 c. pm	1 3/4–1 1/2 c. pm
Amsterdam	4 1/4–3 3/4 c. pm	13 1/2–13 c. pm
Brussels	55–35 c. pm	170–150 c. pm
Copenhagen	10 ore pm-par	18–8 ore pm
Frankfurt	5 1/4–4 3/4 pf. pm	16 3/4–16 1/4 pf pm
Lisbon	30 c. pm–20 c. dis	30 c. pm–30 c. dis
Milan	6 1/4–5 1/4 lire pm	20 1/2–19 1/2 lire pm
Oslo	7–4 ore pm	13–10 ore pm
Paris	5 1/4–4 1/4 c. pm	16 1/4–15 1/4 c. pm
Stockholm	4–3 ore pm	9 1/4–8 1/4 ore pm
Vienna	30–10 gro. pm	80–60 gro. pm
Zurich	6 1/4–5 3/4 c. pm	18 1/4–17 3/4 c. pm

Noteringerne i London reproduceret fra Financial Times.

Er der relativ tiltro til en valuta, dvs. anses den for sikker i forhold til de andre møntsorter, er man parat til at give mere for denne valuta på terminen. Modsat vil man kræve et nedslag ved indgåelsen af en terminsforretning om købet af en valuta, man frygter vil blive devalueret eller blot falde i kurs inden for det spillerum på 3/4–1 % til hver side af parikursen, som Bretton Wood-aftalerne tillader.

Det er mere præcist de øjeblikkelige efterspørgsels- og udbudsforhold, der er bestemmende for prisen. Der optræder tre forskellige grupper efterspørgere og udbydere. Foruden spekulanter og personer, der ønsker at sikre deres handel i fremmed valuta mod kursændringer, opererer pengeinstitutternes arbitrageafdelinger, der søger at drage fordel af forskelle i renteniveauerne rundt i verden.

Spekulanterne i valutaterminsforretninger søger ligesom andre spekulanter at opnå kapitalgevinster ved at åbne positioner. Under normale omstændigheder har spekulationerne en prisstabiliserende effekt; men i krisesituationer kan den give anledning til valutakursændringer, som man måske ellers kunne have undgået.

I modsætning til spekulationen har indgåelsen af de øvrige terminskontrakter til formål at dække positionerne – at fjerne en kursændringsrisiko[8]).

Handler man med udlandet, og afsluttes denne handel i fremmed valuta, vil den handlende næppe være interesseret i at påtage sig den risiko (og

[8]) Se Assurandøren d. 23. maj 1968 side 349: Forsikring mod valutakursændringer.

chance), som en ændring i valutakurserne giver. Mange handlende og producenter ønsker at sikre sig mod prisændringer på deres varer ved at indgå vareterminsforretninger; andre handlende er måske parat til at tage en chance med hensyn til den fremtidige prisudvikling, fordi dette nu er deres domæne; men meget få er i stand til andet end at gætte om den fremtidige valutakursudvikling. Derfor er det meget almindeligt, at importører og eksportører sikrer deres positioner ved en valutaterminskontrakt. Man kan dele de handlende op i tre grupper: De, der altid kurssikrer, de, der aldrig kurssikrer, og de, der undertiden kurssikrer på terminsmarkedet. Af den sidste gruppe interesserer især de, der undertiden dækker sig ind på terminsmarkedet, og som ellers gør det ved fremskyndet indkøb på spot-markedet. De får særlig betydning for de pengepolitiske myndigheders muligheder for – via operationer i terminsmarkedet – at påvirke det hjemlige renteniveau og valutareserverne. Herom senere.

Det tredje motiv for indgåelsen af valutaterminsforretninger er *rentearbitrage*. Findes der ikke restriktioner på kapitalbevægelserne, er det nærliggende for pengeinstitutterne at søge at anbringe ledige midler på det pengemarked, der giver den højeste rente. Man kan eksempelvis forestille sig, at en dansk bank anbringer nogle penge på det amerikanske marked om torsdagen – en dag det amerikanske renteniveau er særlig højt på grund af den ugentlige placering af den amerikanske regerings papirer. Udlånet til det amerikanske pengemarked skal ske i dollar, og forinden placeringen må banken derfor veksle til dollar. Hermed har banken »åbnet en udækket position« i dollar. Banken har imidlertid intet ønske om at påtage sig en kursændringsrisiko og sikrer sig derfor ved at købe kroner for dollar til senere levering. Hermed er banken involveret i en »*swap*«.

Terminskursen på dollars behøver imidlertid ikke at være den samme som spot-kursen. Hvis dollarkursen er højere på terminen (udtrykt i danske kroner), får man altså flere kroner for sine dollar ved tilbagekøbet, og der er altså en præmie. Man har altså større fordel ved at anbringe sine penge i New York, end renteforskellen giver udtryk for.

Går transaktionen den modsatte vej, bliver resultatet et andet. Man kan forestille sig, at en dansk virksomhed har optaget et lån i Vesttyskland, hvor renteniveauet er lavere. Der skal svares renter og afdrag på dette lån, og for ikke at løbe en kursændringsrisiko køber den danske virksomhed deutschemark på terminen til levering på rente- og afdragsbetalingernes forfaldstidspunkt. På terminsmarkedet er deutschemark dyrere end på spotmarkedet, og foruden renteomkostningerne påløber der altså også kurssikringsomkostninger. Måske bliver det lavere vesttyske renteniveau ikke så tiltrækkende endda, når forskellen mellem den danske og den tyske rente udlignes med terminspræmien.

TERMINSKURSER OG RENTENIVEAU

Der aftegner sig nu en vis sammenhæng mellem kurssikringsomkostninger og det hjemlige og det udenlandske renteniveau:

Er et udenlandsk renteniveau højere end den danske rente + kurssikringsomkostninger udregnet som procent pro anno (eller ÷ kurssikringspræmie udregnet som procent pro anno), betaler det sig at placere ledige midler i det pågældende udenlandske marked, og modsat betaler det sig ikke at låne i udlandet.

Samtidig kan det betale sig for importører og eksportører, der sikrer deres positioner, at gøre dette ved straks at købe den udenlandske valuta på spotmarkedet (vente med hjemkaldelse) og derpå lade den udenlandske valuta forrente i udlandet.

Er det udenlandske renteniveau lavere end den danske rente korrigeret for terminspræmie eller -nedslag, betaler det sig for udlandet at placere midler i Danmark; pengeinstitutterne placerer deres midler her i landet, og eksportører og importører sikrer sig billigst ved at beholde pengene i dansk mønt til dansk rente og at kombinere dette med en terminskontrakt.

Stigning i terminskursen på udenlandsk valuta (altså højere kurssikringsomkostninger eller mindre kurssikringspræmie) vil altså tendere til at belaste det pågældende lands valutareserve. Et fald virker modsat.

Disse sammenhænge åbner visse muligheder for de pengepolitiske myndigheder. Man er uden indflydelse på de udenlandske rentesatser, og har man ønsker om at ændre landets valutareserves størrelse, må dette derfor ske ved at ændre på den danske rente + kurssikringsomkostninger eller ÷ kurssikringspræmie. Det har været gængs politik at ændre denne sidste totalstørrelse ved at ændre den indenlandske rente og i øvrigt overlade terminsmarkedet til sig selv. I de sidste år har centralbanker i stigende grad søgt at fastsætte renten under hensyntagen til de indenlandske økonomiske behov og at operere på terminsmarkedet for at fremkalde de ønskede ændringer i valutareserverne.

Sammenhængen mellem renteniveauer og terminskurser skulle altså give en temmelig håndfast metode til at bestemme terminskursen, hvis renteforskellene er givne. Men denne beregning forudsætter, at ikke andre markedskræfter virker forstyrrende. Der kan her være tale om spekulanterne, og de handlende, der ellers aldrig sikrer deres mellemværender i fremmed valuta. Hvis disse i ekstraordinært stort omfang går ind på terminsmarkedet i håb om en kapitalgevinst eller for at undgå et truende kapitaltab, kan det være, at denne efterspørgsels- og udbudskomponent bliver afgørende for prisen. Forholdet mellem spot- og terminskurser kan da blive et andet end betinget af spændvidderne mellem de nationale renteniveauer.

CENTRALBANKINTERVENTION

Som nævnt er det ved at blive mere almindeligt, at centralbankerne griber ind på valutaterminsmarkederne. *Bank of England*[9]) støttede pundterminsmarkedet ved indtil devalueringen sidste år at opkøbe pund til senere levering i et meget betydeligt omfang. Der har næppe været tvivl om, at disse operationer havde til formål at støtte de britiske reserver ved at gøre det billigere at købe fremmed valuta på terminen. Desuden ville man forhindre, at et styrtdyk i terminskursen skulle få endnu flere til at tro på en devaluering og dermed opmuntre til spekulation mod pundet. Efter devalueringen har Bank of England efter alt at dømme forladt terminsmarkedet, og nu ser man da også, at nedslaget på pund til senere levering er langt større end før devalueringen, selv om devalueringschancen vel er meget mindre.

Den vesttyske *Bundesbank*[10]) har også grebet ind i terminsmarkedet for at påvirke kurserne. Men mens Bank of England skulle søge at holde igen på nedslaget for sterling, har Bundesbank haft den modsatte funktion (for marken). Mange ønsker at købe deutschemark til senere levering, da den tyske valuta ved en eventuel justering af kurserne enten må forventes at revaluere i lighed med begivenhederne i 1961 eller holde sin værdi, mens andre valutaer nedskrives. Samtidig er forskellen mellem det tyske renteniveau og andre landes rentesatser således, at de berettiger til en præmie på deutschemark til senere levering. De tyske rentesatser er nemlig relativt lave (sommeren 1968).

Da de vesttyske reserver er meget store, faktisk større end de burde være, når verdens samlede internationale likviditet tages i betragtning, har Bundesbank i perioder søgt at fremme en kapitaleksport ved at gribe ind i terminsmarkedet ved at sælge deutschemark til senere levering billigere end markedsprisen. Dette skete blandt andet efter den britiske devaluering i november 1967. Banken greb ind i markedet fra den 27. november. Og det skete i meget stort omfang i forbindelse med franc-markkrisen i efteråret 1968.

Når centralbankerne således griber ind i terminsmarkedet, kan de være motiveret af flere forskellige hensyn – måske endda modstridende:

1) Banken kan ønske at styrke valutareserverne – i så fald skal den søge at hæve terminsværdien af egen valuta (altså sænke kurssikringsomkostningerne eller øge kurssikringspræmien).

2) Bankerne ønsker at formindske reserverne. Dette sker ved at sænke terminsværdien på egen valuta.

3) Banken kan ønske at gøre importen dyrere og eksporten billigere,

[9]) Se The Financial Times d. 13–3–1968.
[10]) Se The Financial Times d. 12–12–1967.

dvs. foretage en slags skjult devaluering. Banken må så lade terminsværdien falde.

4) Spekulationen ønskes begrænset. Forskellen mellem spot-kursen og den kurs, terminskontrakterne indgås til, må øges. Det bliver da dyrere at spekulere. Ændres spot-kursen sidenhen til spekulanternes ulempe ved operationer i spot-markedet, kan man klemme disse i en såkaldt »spekulantfælde«.

DET DANSKE VALUTATERMINSMARKED

En dansker, der ønsker at indgå en valutaterminshandel, kan gøre dette, hvis der er en kommerciel baggrund for kontrakten. Han kan få lov at dække sin position, men han kan ikke åbne en position – der skal forestå en betaling til eller fra udlandet, som han vil sikre mod kursændringsrisiko. Der er desuden den restriktion, at kontraktens løbetid ikke må overstige et år[11]).

Han må henvende sig til en af de autoriserede valutahandlere, for det er disse, der formidler omsætningen; det er disse, der er markedet. De autoriserede valutahandlere kan ligeledes indgå terminshandler med maksimal løbetid på et år, dels med de danske kunder, dels med hinanden og endelig med udenlandske korrespondenter.

Det er dog ikke alle autoriserede valutahandlere, der ofrer megen tid på valutaterminskontrakterne. De lader straks forretningen gå videre til en af de større banker, hvoraf vel 5 udgør det egentlige marked; og af disse er det igen de tre hovedbanker, der har den langt overvejende del af forretningerne. Ingen af disse tre er dog mere dominerende på markedet, end at der kan blive tale om at dele virkelig store forretninger. Det egentlige marked er altså de tre hovedbanker + til tider Nationalbanken. Herom senere.

Hovedbankerne afslutter terminskontrakter med deres kunder med mange forskellige løbetider og i mange forskellige valutaer; men overalt med kroner som den ene møntsort. Bankerne modtager både købs- og salgsordrer i f. eks. deutschemark til senere levering; men der vil næppe uden videre være ligevægt mellem ordrer om salgs- og ordrer om købskontrakter. Måske er der flere købere end sælgere, og bankerne kunne derfor komme i en udækket position, hvis man ikke foretog udlignende transaktioner, og man ville blive udsat for tab eller gevinst, hvis kursen ændres.

Denne uligevægt mellem efterspørgsel og udbud af fremmed valuta på terminen fra danske erhvervsvirksomheder illustreres af tal fra Nationalbankens Årsberetning 1968. Man nævner her, at danske erhvervsvirksomheder i andet halvår 1968 købte fremmed valuta på terminen (især D-

[11]) Se Nationalbankens Beretning 1968 side 63–64.

mark) for ikke mindre end knap 2 milliarder kroner. Samtidig var man kun parat til at sælge modværdien af godt 300 millioner kroner.

Ligger bankerne inde med en beholdning af tysk valuta, dækker denne spotposition kursændringsrisikoen for en tilsvarende del af den udækkede terminsposition; men også resten skulle gerne dækkes, hvis ikke banken selv vil løbe nogen risiko. Det vil banken af flere grunde ikke. Dels fører man en forsigtig politik, og dels skal en udækket position regnes med i de beløb, der indgår i de balancer, der for 10 %'s vedkommende skal være finansieret med egenkapital. Derfor henvender bankerne sig til deres udenlandske korrespondenter eller til valutamarkederne i London og New York for at købe deutschemark til senere levering. Se fig. 3. Disse kan ikke fås for danske kroner; men må købes for dollar. Når denne handel er indgået, er banken dækket ind med hesyn til deutschemark; men er i en udækket position med hensyn til dollar (måske også efter at kundernes kontrakter kroner–dollar og spotpositionen i dollar er medregnet). Det næste skridt i udligningsmekanismen er køb af dollar for pund. (Vi har anvendt dollar til at købe deutschemark for, og det næste skridt må derfor være at købe disse dollar igen). Til sidst sluttes systemet af med køb af pund for kroner. Når man må gå denne store omvej, skyldes det, at der uden for Danmark kun findes ét marked, der indgår terminskontrakter, hvori der indgår kroner. Det er valutamarkedet i London, hvor visse britiske banker har været villige til at sælge sterling for kroner på terminen.

Et stykke tid før devalueringen ophørte også disse britiske banker med at handle kroner på terminen, og da der ikke normalt er ligevægt mellem udbud og efterspørgsel af fremmed valuta på terminen (ved en rimelig pris) alene fra danske kilder, truede sterling-kursen til senere levering med at blive ganske dyr.

Resultatet af en sådan fordyrelse af sterling til senere levering ville uvægerligt blive en fordyrelse af også andre valutaer (da man altid må gå via sterling), og Nationalbanken[12]) greb derfor ind i markedet og købte op til devalueringen kroner for pund til fremtidig levering.

Efter devalueringen har Nationalbanken ikke mere været i markedet (for kroner og pund til senere levering), og da de britiske banker heller ikke har vist interesse for kroneterminsmarkedet er det nu krone-dollar-markedet, der er det vigtigste terminsmarked i kroner – det er på dette marked, udligningen mellem udbud og efterspørgsel sker, og det er her terminsomkostningerne fastsættes. De øvrige kursers indbyrdes relationer fastsættes ikke på det danske marked. I forbindelse med de gentagne valutakriser i efteråret 1968 har Nationalbanken atter interveneret på terminsmarkedet. Disse gange antagelig på krone-dollar-markedet[13]).

[12]) Se Nationalbankens Beretning 1967 side 28–29.
[13]) Se Nationalbankens Beretning 1968 side 32.

Som sagt kan terminskontrakternes løbetid variere meget, og det er umuligt for bankerne at få modgående kontrakter til nøjagtigt de samme forfaldsdage, da man ved indgåelse af kontrakter mellem bankerne og på markedet i London helst ikke indgår kontrakter med »skæve« løbetider. Man arbejder fortrinsvis med kontrakter om levering om 1, 3 og 6 måneder og i enkelte tilfælde 12 måneder. Da Nationalbanken var i markedet, handlede denne 1, 3 og 6 måneder; men det er i øvrigt umuligt at få oplysninger om fordelingen på de enkelte løbetider ud over, at tre måneders kontrakterne er de mest almindelige. Det er også tremåneders kursen, man dagligt kan finde oplyst i The Financial Times. Se fig. 1. Når bankerne indgår kontrakter, der har alle mulige løbetider og selv kun kan få udlignende kontrakter med et relativt begrænset antal løbetider, kan terminskontrakterne ikke forventes at gå ud mod hinanden hver eneste dag. Dette må bankerne klare ved at tilpasse deres spotpositioner.

SPEKULANTERNE MANGLER

Når krone-sterlingkursen i månederne før devalueringen kun med Nationalbankens støtte kunne holdes nogenlunde i nærheden af pari på terminsmarkedet, skyldes det, at spekulantelementet stort set mangler. Sterling til senere levering var dyrere end spotkursen og dette til trods for, at ingen vel kunne forvente, at kronen skulle blive nedskrevet mere end sterling i tilfældet af en britisk devaluering. Havde der været spekulanter på markedet, havde disse draget fordel af denne omstændighed ved køb af kroner for sterling til senere levering. Dermed ville de ved deres efterspørgsel have tvunget sterlingkursen til senere levering ned.

Dette skete ikke, og Nationalbanken måtte i stedet gribe ind. Det spørgsmål rejser sig da, hvorfor spekulantelementet så at sige ikke eksisterer på markedet. Som sagt har visse britiske banker tidligere været i markedet, og disse *kan* have haft eller kan have formidlet spekulative interesser; men disse trak sig jo ud af krone-sterling-markedet i god tid inden devalueringen. Danskere har heller ikke mulighed for at spekulere på markedet i større udstrækning, da der skal ligge et kommercielt grundlag bag terminskontrakterne ifølge Nationalbankens valutabestemmelser. Tilbage bliver derfor kun de autoriserede valutahandlere, hvoraf næsten kun hovedbankerne er i markedet.

Prisudviklingen giver som nævnt en forhåndsfornemmelse af, at bankerne ikke har været særligt interesserede i at åbne spekulative positioner – altså i at indgå udækkede terminskontrakter.

De udækkede terminskontrakter indgår på bankernes balance under posterne »forskellige debitorer« og »forskellige kreditorer«. Nu konteres også andre af bankernes mellemværender på disse konti, men da terminsforret-

ninger skal indgå på både den ene og den anden, kan de totale udækkede terminsforretninger i hvert fald ikke overstige den mindste af de to konti. Hvis man kunne finde en sammenhæng mellem den mindste af »forskellige kreditorer« og »ditto debitorer« på den ene side og det samlede omfang af terminsforretningerne på den anden side, ville dette kunne sige noget om bankernes lyst til at spekulere: Om man havde større udækkede forretninger, når der var uro i markedet, eller om man i en sådan situation netop dækkede sig yderligere ind. Det er ikke muligt at finde en sådan sammenhæng; men måske hænger dette sammen med, at de to omtalte konti mest af alt ligner konti for »vinduespynt« med stærke udsving omkring hel- og halvårsskift.

Heller ikke Bankinspektørens årlige beretning siger meget om de udækkede posters omfang. Man får her at vide, at størrelsen ved udgangen af henholdsvis 1965 og 1966 var henholdsvis 127 og 107 millioner kroner. Sådanne isolerede tal siger naturligvis ikke meget – bankerne kan gøre meget for at pynte på ultimotallene; men de bekræfter formodningen om, at bankerne kun nødigt indgår udækkede positioner, og at disse er meget små beløb i forhold til de samlede balancer.

Endelig har samtaler, jeg har ført med arbitrageafdelingerne i Landmandsbanken og Handelsbanken bekræftet, at de udækkede positioner kun er et nødvendigt onde, der opstår som led i andre forretninger.

STØRRELSEN AF MARKEDET

Det danske terminsmarkeds størrelse findes endnu kun oplyst i begrænset omfang: Fra 1. juli 1968 ændrede Nationalbanken valutabestemmelserne således, at der trådte et indberetningssystem for nye valutaterminskontrakter i kraft. De første resultater foreligger nu oplyst herfra: I andet halvår indgik danske erhvervsvirksomheder kontrakter om køb af valuta på terminen til en værdi af knap 2 milliarder kroner. Dette beløb var fordelt på i alt 7000 forretninger. Modsat solgte erhvervsvirksomheder i 450 forretninger valuta på terminen for godt 300 millioner kroner. Nationalbanken oplyser, at denne periode har været kendetegnet af en ret høj aktivitet på terminsmarkederne. Nationalbankens oplysninger er i øvrigt mangelfulde i den forstand, at de udelukkende oplyser om den kommercielle efterspørgsel og ditto udbud, men intet om de forretninger, der indgås i forbindelse med rentearbitragen.

Indtil videre er det herudover kun få oplysninger, der foreligger. Bankerne har siden 1965's begyndelse opført de dækkede terminsforretninger i en fodnote til balancerne, og disse tal samles i bl. a. Statistiske Efterretninger's kreditmarkedsoversigt. Man finder altså bankernes samlede dækkede terminsforretninger ved udgangen af hver måned.

Men heller ikke disse oplysninger siger meget, og mange grunde taler for, at kun meget store bevægelser i tallene behøver at afspejle ændringer i efterspørgselsforholdene for terminskontrakter fra bankernes danske kunder. Så udsving kan skyldes meget andet:

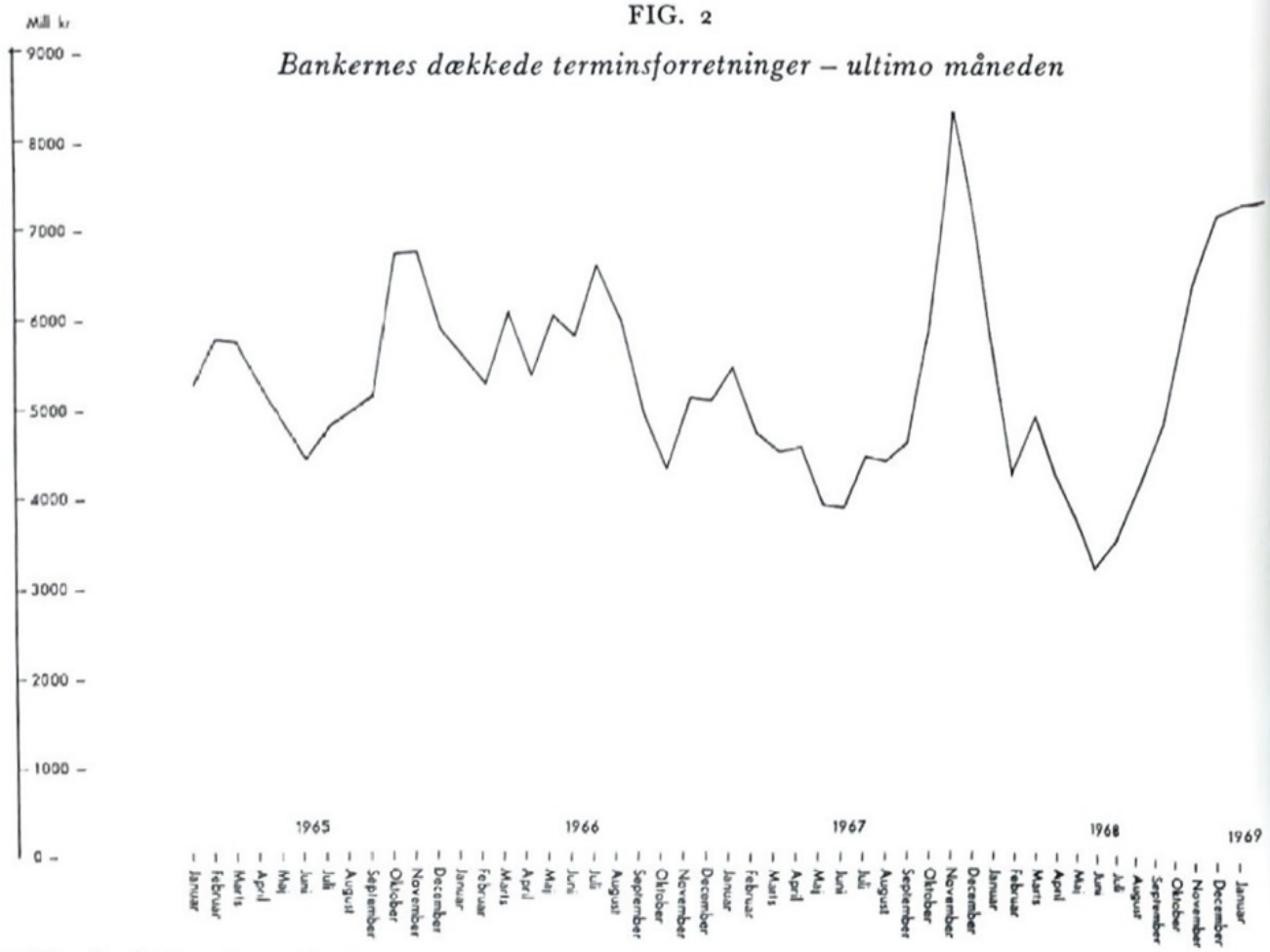
1) Henvender en virksomhed sig til en mindre bank, giver denne straks forretningen videre til en af hovedbankerne med det resultat, at terminshandelen optræder på såvel den lille som den store banks balance.

2) Ønsker en kunde at købe eksempelvis deutschemark for kroner, er det tidligere nævnt, at banken må indgå en hel kæde af terminsforretninger for at dække sig ind. Hver af disse kontrakter optræder på balancen. Da det er forskelligt, hvor lange disse kæder er, kan der ad denne vej opstå udsving i tallene, der ikke afspejler ændringer i den »underliggende« kommercielle efterspørgsel. (Se fig. 3).

3) I forbindelse med bankernes rentearbitrageoperationer indgås en lang række kontrakter. Alle disse opføres på balancen. Udsving i tallene kan altså også afspejle ændringer i bankernes arbitragevirksomhed.

FIG. 2

Bankernes dækkede terminsforretninger – ultimo måneden



Kilde: Statistiske efterretninger

Selv om man kunne udskille alle disse forstyrrende momenter fra statistikken, kunne ændringer i de »rensede« balancer enten stamme fra en stigning i den kommercielle efterspørgsels omfang eller i ønsker om at indgå kontrakter af længere varighed. Alle løbende kontrakter registreres jo, det er ikke blot månedens nye forretninger. Det er ikke muligt at skille disse komponenter fra hinanden.

Det kan dog lade sig gøre at aflæse meget store bevægelser i kundeterminsforretningernes omfang fra statustallene (se fig. 2), men man går altså glip af de finere nuancer. Det er således helt klart, at der er sket en stærk stigning i omfanget op til den britiske devaluering. Fra Landmandsbankens side har man anslået, at kun den sidste store stigning i statustallene for terminshandlerne før november 1967 afspejler øget kommerciel efterspørgsel (i modsætning til udsving forårsaget af arbitrageafdelingernes arbejde og »tekniske« udsving). Som nævnt afspejler også den store stigning i statustallene i andet halvår 1968 en opgang i kundeterminsforretningernes omfang (se Nationalbankens Årsberetning 1968 side 32).

De øvrige udsving afspejler arbitrageafdelingernes arbejde, og det er således først ved den store sterlingkrise november 1967, at der virkelig skete et opsving i kursændringssikringen. Hvis forholdet i andre lande har været det samme, er det ikke mærkeligt, at det var ved denne sterlingkrise, at devalueringen kom. I så fald var det næppe eksportørerne og importørerne, der klogeligt forudså kursændringen, men derimod disses mistillid til pundet, der påtvang den britiske regering devalueringen.

Har det ikke været muligt at anslå den kommercielle efterspørgsel efter terminskontrakter på grundlag af den officielle statistik, er det til gengæld lykkedes at få Handelsbanken[14]) til at foretage et skøn. Arbitrageafdelingen anslår på grundlag af viden om egne forretninger og viden om egen andel af forretningerne med udlandet, at kundeterminsforretningerne for landet som helhed i en måned uden uro i valutamarkedet andrager 75 millioner kroner fordelt på ca. 500 kontrakter. I november måned 1967, altså deva-

TABEL 1

Kundeterminsforretningerne

	»Normalmåned« før November 1967[1])	November 1967[1])	Månedligt gennemsnit 2. halvår 1968[2])
Antal	500 stk.	10.000 stk.	ca. 1200 stk.
Værdi	75 mill. kr.	1500 mill. kr.	380 mill. kr.
Gennemsnitlig værdi	150.000 kr.	150.000 kr.	320.000 kr.

[1]) Prokurist Kæstels tal.
[2]) Nationalbankens tal.

14) Prokurist S. Kæstel, Arbitrageafdelingen, Københavns Handelsbank.

lueringsmåneden, er de tilsvarende tal anslået til at være 1500 millioner kroner fordelt på 10.000 stk.

Herefter kan udviklingen i kundeterminsforretningernes omfang belyses ved tabel 1.

KONTROL AF SKØNNEDE TAL

Der kan ikke påvises uoverensstemmelse mellem disse tal og statustallene i fig. 2. Og det er vel ikke urimeligt, at devalueringen har forårsaget visse ændringer i sikringsvanerne, således at uoverensstemmelse mellem den gennemsnitlige værdi af terminsforretningerne i de lidt ældre skønnede tal og Nationalbankens nyere tal ikke behøver at anfægte det opstillede skøn.

Skønnene over kundeterminsforretningerne er endvidere nogenlunde forenelige med de tal, der er offentliggjort af Danmarks Statistik og Nationalbanken om kursgevinsterne på valutaterminsforretningerne i forbindelse med devalueringen i 1967. Nettovalutagevinsterne fordelt på måneder ses af tabel 2. Den totale gevinst har i alt været 260 millioner kroner. Antager man, at udlandet og heraf først og fremmest Bank of England i sidste ende har måttet aftage de danske terminshandler ved at købe sterling for dollar (se fig. 3), og at næsten alle de danske kunders kontrakter har været sikringer, de har fået gevinst på (køb af deutschemark, salg af sterling osv.), så skulle der være en gevinst på ca. 7 % på alle kontrakterne, dvs. 105 millioner kroner alene på novembers kontrakter (på 1,5 mia kroner). Hertil kommer så gevinsten på de kontrakter, der blev indgået i månederne før november, og som stadig var i kraft ved devalueringen. Som det vil fremgå af fig. 2, vidner stigningen i statustallene om, at kundernes interesse for at tegne terminskontrakter allerede i månederne fra juli og fremefter var stor.

FIG. 3

Eksempel på en kontrakt-kæde

Dansk banks medkontrahent	Dansk banks køb pr. 3 mdr.	Dansk banks salg pr. 3 mdr.
1) Kunden (dansk)	d.kr.	DM
2) Udenlandsk bank	DM	$
3) Bank of England	$	£
4) Danmarks Nationalbank	£	d.kr.

Det ses, at banken alt i alt er dækket ind ved evt. valutakursændringer.
Ved novemberdevalueringen fordelte »gevinst« og »tab« sig således:
ad [1]) kunden får ca. 8 %.
ad [2]) neutral.
ad [3]) Bank of England taber 15 %.
ad [4]) Nationalbanken tjener 7 %.
Herfra går kurssikringsomkostningerne.
En del af kurssikringsgevinsterne er som skemaet viser havnet hos Nationalbanken.

Størrelsesordenen af nettovalutagevinsterne stemmer altså ganske godt overens med Handelsbankens skøn over kundevalutaterminsforretningernes omfang (arbitragebetingede terminsforretningerne betinger ikke nettovalutagevinster, da de netop har til hensigt at dække positionerne ind).

Af fig. 2 fremgår det, at oppustningen af bankernes dækkede terminsforretninger efter november 1967 hurtigt falder sammen igen. Dette kunne tyde på, at kunderne først og fremmest har tegnet deres sikringskontrakter i oktober og november måned – og at en meget stor del af kontrakterne har haft en ganske kort løbetid (ellers ville det høje niveau have strakt sig over flere af de efterfølgende måneder). Dette stemmer godt med de oplysninger, bankernes arbitrageafdelinger har givet mig om typiske løbetider på 1 og 3 måneder.

Tallene for nettovalutagevinsterne på terminskontrakterne (tabel 2) kan kun forstærke denne formodning. Regner man nemlig med, at hovedparten af terminsforretningerne blev indgået i oktober og november, at de havde standardløbetiderne 1, 3, 6 og 12 måneder, og at den gennemsnitlige gevinst var 7 %; ja, så kan man regne baglæns, og man vil da finde, at man i de to måneder indgik 1-måneders kundeterminsforretninger til en værdi af 450 millioner kroner, at man indgik for ca. 1300 millioner kroner 3-måneders forretninger, mens 6-måneders kontrakterne havde værdien 750 millioner kroner, og at kontrakter på i alt 420 millioner kroner blev sikret for 12 måneder.

TABEL 2

Nettovalutagevinsterne på terminskontrakter efter devalueringen november 1967 fordelt på måneder

Måned	1000 kr.	
November 1967	5.680	1 mdr.
December 1967	27.748	
Januar 1968	39.784	3 mdr.
Februar 1968	52.254	
Marts 1968	24.264	
April 1968	35.809	6 mdr.
Maj 1968	18.071	
Juni 1968	7.328	
Juli 1968	5.813	
August 1968	5.742	
September 1968	7.078	
Oktober 1968	13.832	12 mdr.
November 1968	16.893	
I alt ..	260.296	

Kilde: Materiale i Nationalbankens valutabevillingskontor.

Regnes sammen, har man i de to måneder indgået kontrakter til en værdi af godt 2900 millioner kroner. Dette stemmer godt overens med Handelsbankens skøn, der regnede med et niveau på 1500 millioner kroner i november måned. Der skulle så være tegnet 1400 millioner kroner i oktober og godt 700 millioner i de foregående måneder (der endnu ikke var udløbet 23. november).

Tallene giver endvidere en fornemmelse af, hvordan løbetiderne på kontrakterne fordeler sig. Det ser ud til, at ca. 45 % af forretningerne har en løbetid på 3 måneder, mens 25 % forfalder 6 måneder efter indgåelsen. De resterende 30 % fordeler sig ligeligt mellem 1 og 12 måneders kontrakter.

Men som sagt er alt dette usikre skøn, der kan erstattes af præcise tal, det øjeblik Nationalbanken bekvemmer sig til at offentliggøre noget af al sin hidtil hemmeligholdte statistik.

EN AKTUEL KOMMENTAR

Det er som tidligere nævnt i de allerseneste år blevet mere og mere almindeligt, at centralbankerne søger at løsne forbindelsen mellem renteniveau og valutabeholdning ved at operere på valutaterminsmarkedet.

Men i forbindelse med krisen om den tyske mark i begyndelsen af maj 1969 oplevede man en modsat rettet tendens. Mens man i følge det ovenstående skulle forvente, at centralbankerne i forbindelse med rygter om devaluering eller revaluering ville søge at standse store valutabevægelser ved at intervenere på valutaterminsmarkedet og tilbyde billige sikringskontrakter og altså lede spekulationen ind på terminsmarkedet og væk fra spotmarkedet, så skete det modsatte: Centralbankerne trak sig tilbage fra terminsmarkederne. Det gjaldt såvel Bundesbank, Bank of England som Den danske Nationalbank. Hvad kan forklaringen være?

Bank of England har i vidt omfang holdt sig borte fra terminsmarkedet siden devalueringen i 1967. Det hænger antagelig sammen med, at man dengang led meget store tab på beholdningen af salgskontrakter af dollar på terminen (købt for pund). Man har vel ikke følt, at man kunne bære et lignende tab igen, og så har man vel ment, at adgangen til at spekulere på terminen er for let (man har ikke i Storbritannien de samme restriktioner på adgangen til terminsmarkedet, som vi har i Danmark). Hvis man vil spekulere på spot markedet, skal man dog have adgang til de nødvendige likvide midler, og i Storbritannien er renten høj og kreditten kvantitativt reguleret. Man har altså afvejet ønsket om at undgå at tabe reserver med ønsket om at begrænse spekulationen mod pundet – og her har det sidste synspunkt været det mest tungtvejende.

Bundesbank har andre motiver. Det er velkendt, at Blessing, Emminger

og andre vesttyske centralbankledere har et andet syn på ønskeligheden af en tysk revaluering end den vesttyske regering. Da det endvidere i april blev kendt, at dele af den vesttyske koalitionsregering synes stemt for revalueringen, så har centralbankmyndighederne i Frankfurt ikke set det som deres opgave at begrænse spekulationen i en d-mark revaluering. Tværtimod kunne den ret selvstændige Bundesbank lægge et vist pres på Bonnregeringen ved helt at trække sig ud af terminsmarkedet. Derved blev terminskursen på tyske mark meget høj, og denne omstændighed flyttede det meste af spekulationen over på spot-markedet. Den gav sig altså til kende i en egentlig pengeindstrømning til Vesttyskland, som blev meget ubehagelig for den tyske regering. Bundesbank trak sig altså ud af terminsmarkedet af grunde, som nærmest må betegnes som »politiske«.

Men hvorfor trak *Nationalbanken* sig ud af markedet? Her mangler endnu en acceptabel forklaring. Der skete rent faktisk det, at Nationalbanken ophørte med at støtte valutaterminsmarkedet dagen før man også trak sig ud af spot-markedet (suspenderede noteringen) fredag den 9. maj. Det var ikke så mærkeligt, at man standsede valutahandelen, valutakassen var jo antagelig helt tom – tilbage var kun guldreserven på 800 millioner kroner (incl. den del af guldbeholdningen, som er vist særskilt i balancen, og som er optaget til »gammel« pris), og dette beløb svarede temmelig nøje til det beløb, man efter alt at dømme må have trukket på »swap'en« med det amerikanske Federal Reserve System. Man suspenderede noteringen, indtil man havde opnået nye kreditter hos amerikanerne og tyskerne.

Men hvorfor trak man sig ud af terminsmarkedet? Havde det ikke kunnet aflaste presset på valutakassen, hvis man her havde interveneret aktivt? Ville det ikke kun være en fordel, hvis man kunne vænne danske erhvervsvirksomheder til at benytte dette marked? Man savner en forklaring!