

Kapitel 7 De internationale valutamarkeder

7.1 Faste og flydende valutakurser

Der eksisterer i følge International Monetary Fund 153 forskellige valutakursregimer, der kan opdeles i henhold til nedenstående tabel.

Tabel 7-1. Valutakursregimer

Flydende eller fast valutakursregimer	31.12.1989	31.12.1995
	Antal lande	
Fastlåst til en fastvaluta eller et indeks	94	67
Fleksibilitet begrænset i forhold til en valuta eller en gruppe af valutaer		
Mere fleksible i forhold til et sæt af indikatorer, styret eller flydende	46	99
I alt	153	180

7.1.1.1 Peggede valutaer

(olievalutaer, sydasiatiske, latinamerikanske, norske kroner som et eksempel pegged til en basket, følsomhed for olie og usd (eks. vist med regression))

7.2 Teorien om valutakursdannelsen

Selv om det er banalt kan man spørge om, hvad er en valutakurs udtryk for?

En valutakurs er prisen på en national valuta vurderet i relation til en fremmed valuta, og den kan tolkes som en indikator for et lands økonomiske situation.

Valutakursen afspejler aritmetrisk prisen for import når den er udtrykt i lokal valuta, og

prisen for eksport når den konverteres til fremmed valuta. Rent intuitivt behøver man ikke være økonom for at forstå valutakursdannelsen. Enhver der har været på udlandsrejse kender til det, og ved selvsyn kan man meget enkelt konstatere om krydskursen mellem danske kroner og den lokale valuta betyder om det er et dyrt eller et billigt land man befinder sig i. Det bliver straks sværere når man bliver bedt om at vurdere om valutakursen er korrekt? Der findes ingen korrekte valutakurser.

Der findes nogle markedsfastsatte valutakurser og de afspejler markedspriserne for international valutahandel. Hvis det effektive kapitalmarked eksisterer er valutakursen derfor altid korrekt på de internationale valutamarkeder. Alligevel ved vi alle, at det ikke er korrekt, og der må derfor nødvendigvis være andre forhold, der betyder noget for valutakursdannelsen. Da Grækenland devaluerede sin valuta i foråret 1998 med ca. 12% var det den mest kendte "offentlige" devaluering i flere år. I det følgende vil hovedteoriene for valutakursdannelsen blive gennemgået ud fra nedenstående teori omkring valutakursdannelsen.

Valutakursen er et vigtigt led i vores forståelsesramme for inflation, og i sammenhæng med andre data som omkostninger og priser på hjemmemarkedet, kan valutakursen virke som indikator for den eksterne konkurrenceevne og dermed som en eksponent for betalingsbalancen. En svag valuta fortæller ofte noget om en løs pengepolitik og underskud på betalingsbalancens løbende poster. Omvendt kan billedet sløres via pengepolitikken, hvor eks. en høj rente kan understøtte en valuta, selv om valutaen er en oplagt devalueringskandidat.

En væsentlig pointe er, at de fleste valutaer "overshooter" på kort sigt. Når de er meget stærke er de næsten "for" stærke og omvendt. For at illustrere dette kan læseren her den 11. juni 1998 overveje dagskursen på engelske pund, der koster ca. 1120, og japanske yen, der koster ca. 480 mod danske kroner. Begge valutaer har "overshootet" betydeligt både op og ned.

Store ændringer i valutakursen vil derfor påvirke både centrale makroøkonomiske nøgletal: økonomisk vækst, inflation og betalingsbalancen. Vi kan derfor bruge nogle af teoriene som et led i vores forståelsesramme for om valutakursen er korrekt?

Blandt de klassiske teorier er sammenhængen mellem rente og inflation, og der findes

ikke den finansielle lærebog der bruger mindst 10-15 sider på denne sammenhæng⁶³, men allerede nu kan det røbes at forskerne på området ikke er nået til enighed om betydningen af forskellige variable, og hvordan de skal kombineres for at give en vellykket beskrivelse af valutakursudviklingen. En modelkategori tager udgangspunkt i ændringer i inflationstakter, realøkonomiske forhold og realrenter, som forklaring på ændringer i valutakursen. En anden modelkategori tager sit udgangspunkt i renteforskellene eller terminspræmierne mellem to lande. Den grundlæggende tanke er, at lande med lave korte renter er stærke (DEM,NLG, ATS, CHF), mens lande med en høj rente har svage valutaer GRD, ITL,ESB, PTE. At denne teori er behæftet med usikkerhed kan man selv iagttage ved at se på Unibanks valutakurser og rentesatser på side 51. Som det fremgår har JPY en meget lav rente, men er p.t. ”verdens svageste” valuta, mens GBP, der har en høj rente har bevæget sig på et meget højt niveau gennem flere år.

Forklaringsgraden af disse modeller er imidlertid så lille, at man ikke kan anvende dem uden væsentlige forbehold. Der er ofte en række forstyrrelser i retning af nationale restriktioner, økonomiske-politiske faktorer, der vanskeligt lader sig modellere⁶⁴.

Det er derfor rimeligt at foretage en opdeling på kort og lang sigt. Alene det at vurdere hvad der er lang tid er svært at definere, men i litteraturen og hos de forskere, der har studeret tidsserieanalyser er det længere end 3 mdr. I teorien omkring fremtidige valutakurser fokuseres ofte på ligevægtsmodeller, og de relationer der eksisterer fremgår af følgende afsnit.

7.2.1.1 Købekraftparitetsteoremet

En af de mest kontroversielle teorier er købekraftparitetsteorien der fokuserer på inflation og valutakursen. Der er to former: den absolutte, der også kaldes ”Loven om en Pris” der siger, at lignende produkter skal have den samme pris når man omregner dem til en fælles enhed. Hvis man sammenligner lande som USA og UK kan man jo lige forholde sig til betydningen af transportomkostningernes betydning? Der er andre ting der tæller.

Den anden form af PPP er den relative, der tager hensyn til transportomkostninger, told

⁶³ Madura (kap. 7 og 8, 1995), Shapiro (kap. 7, 1996), Buckley (kap 5, 1992)

⁶⁴ Forskere indenfor dette felt er navne som Aliber, Branson, Frenkel, Levich, Stokes og Neuburger uden at de behøver fyldige kommentarer.

og momssatser. Den relative PPP anerkender, at når der er forskelle i transport og told og moms, skal valutaer omregnet til en fælles enhed tilnærmelsesvis være identiske når der ikke sker ændringer i transportomkostninger og momssatserne.

Den seneste tids forskning har vist, at selv om der er betydelige afvigelser både på kort og på lang sigt er der en tendens til at valutakursen korrigerer mod dens ligevægt på lang sigt.⁶⁵

Der synes at være en udbredt enighed om, at PPP-modellen ikke virker på kort sigt, men at den på længere sigt kan indikere om en valuta er over- eller undervurderet.

7.2.1.2 Den internationale Fisher effekt

En anden teori er den internationale Fisher effekt (IFE), der bruger renteforskellene snarere end inflationen som forklaring på, hvorfor valutakursen ændrer sig over tid. Der er normalt en høj korrelation mellem inflation og rente. Ifølge IFE indeholder den nominelle risikofrie rente et reelt afkast, samt den forventede inflation. PPP teorien siger, at valutakursen tilpasser sig inflationsforskellen mellem landene. Hvis de reale renter er de samme, på tværs af lande, vil enhver forskel i nominelle renter være fordi, at inflationsforskellen er forskellig. IFE-teorien siger, at valutaer med relativ høj rente vil devaluere fordi en høj rente afspejler inflation. Hvis et land har en inflation på 6% og en realrente på 2% er renten 8%. Et land med en rente på 14%, der også giver en realrente på 2% må således have en inflation på 12%. Valutakursen skulle således i det sidste land ifølge IFE falde med 6% i forhold til det første land. Forskning af blandt andet Madura og Nosari har vist, at hvis man konsekvent investerer i lande med en høj rente burde man over langt sigt få en merrente på 0. Imidlertid viser det sig, at man får betydeligt mere end 0, og det trækker i retning af, at IFE må forkastes.

En lignende analyse af Thomas (1985), hvor man købte valutaer med en høj rente og solgte valutaer med en lav rente konstateredes det, at 123 (57%) ud af 216 transaktioner gav et positivt resultat. Herudover var gevinsten betydelig større end tabet. På årsbasis var gevinsten 77%, og det indikerer også problemer for IFE-teorien. Omvendt er der godt nyt til alle der laver rentearbitrage!!

⁶⁵ Forskerne er navne som Mishkin, Adler og Dumas, Abuaf, Jorion og Hakkop

7.2.1.3 Renteparitetsteorien

Renteparitetsteorien siger i al sin enkelthed, at forskellige valutaer sælges på termin med et fradrag eller et tillæg der afhænger af renteforskellen mellem de to valutaer. Teorien siger, at der i valutamarkedet vil blive foretaget risikofri arbitrage hvis renteforskellen og terminspræmien er i ubalance.

7.3 Effektive valutakurser

Udviklingen i de effektive valutakurser giver ofte et bredt billede af et lands valutakurs. En række centralbanker offentliggør de effektive valutakurser på daglig basis. I det følgende vil den effektive valutakurs for Danmark, den såkaldte effektive kronekursindeks, blive gennemgået som et eksempel, men principperne gælder for alle de lande, der offentliggør et effektivt valutakursindeks. Den danske krone handles på valutamarkedet i forhold til en række valutaer, der bevæger sig op eller ned overfor kronen. Den effektive kronekurs søger at give et samlet mål for udviklingen i kronens internationale værdi som følge af ændringerne i de enkelte bilaterale kurser ved at vægte disse sammen, og hertil behøves et sæt af vægte, der angiver den relative betydning for en valuta. Et naturligt udgangspunkt er dansk industris internationale priskonkurrence. Antagelsen er, at danske og udenlandske producenters omkostninger, herunder til løn, i vid udstrækning bestemmes i national valuta. Når danske industrivirksomheder sælger deres varer i konkurrence med udenlandske konkurrenter, er valutakursen derfor vigtig for danske virksomheders relative konkurrenceposition. Da lønomkostninger pr. definition er forskellige i landene må der derfor korrigeres for udviklingen i lønomkostningerne i landene. Her anvender man de reale effektive valutakurser, der dog langt fra afspejler alle aspekter af konkurrencebegrebet⁶⁶. Nationalbanken har med udgangspunkt i udenrigshandelsstatistikken for 1995 beregnet vægtene. Vægtene er ændret flere gange og senest pr. 2.6.1998.

⁶⁶ For en nærmere redegørelse henvises til Nationalbankens kvartaloversigt for maj 1996 om *Reale Valutakurser*, hvor der diskuteres 4 forskellige former for opgørelse af reale effektive valutakurser målt ved pris- og omkostningsdeflaterer eller profitabilitet (lønkvote) og med udgangspunkt i nationalregnskab (betalingsbalance, bnp-deflaterer). Alle metoder er behæftet med usikkerhed.

Tabel 7-2 Vægte i Nationalbankens kronekursindeks

Gældende fra 2.6.98	Dobbeltvejede eksportvægte ⁶⁷	Bilaterale eksportvægte	95-vægte	89-vægte	83-vægte
	60,3	39,7	100		
Tyskland	26,6	28,6	27,4	25,6	24,8
Sverige	6,7	13,7	9,4	11,7	12,4
England	8,3	9,2	8,6	9,8	10,6
USA	9,5	4,3	7,5	8,7	9,0
Frankrig	7,6	6,0	7,0	6,8	6,5
Japan	7,5	3,5	5,9	6,7	7,8
Holland	3,9	8,0	5,5	4,6	5,2
Italien	5,1	5,7	5,4	5,3	4,9
Belgien	3,3	4,5	3,8	3,5	3,2
Norge	4,1	3,0	3,7	3,9	5,3
Finland	2,9	3,3	3,1	3,6	3,0
Schweiz	2,5	2,2	2,4	2,7	2,8
Spanien	2,3	1,1	1,8	1,8	1,2
Østrig	1,7	1,4	1,6	1,7	1,5
Portugal	0,6	1,5	0,9	1,0	0,5
Irland	0,9	1,1	0,9	0,7	0,6
Canada	0,8	0,2	0,5	0,7	0,7
Australien	0,8	0,0	0,5	0,5	-
Grækenland	0,3	0,2	0,3	0,4	-
Island	0,2	0,0	0,1	0,2	-
New Zealand	0,1	0,0	0,1	0,1	-
Polen	1,6	1,4	1,5	-	-
Syd Korea	1,9	0,5	1,4	-	-
Tjekkiet	0,5	0,4	0,4	-	-
Ungarn	0,3	0,2	0,3	-	-

Kilde. Nationalbankens kvartalsoversigt 2.kvartal 1998, tabel 1, side 30.

⁶⁷ at eksportvægtene er dobbeltvejede skyldes, at man ikke blot konkurrerer med et givet land på dets hjemmemarked, men også på udenlandske markeder.

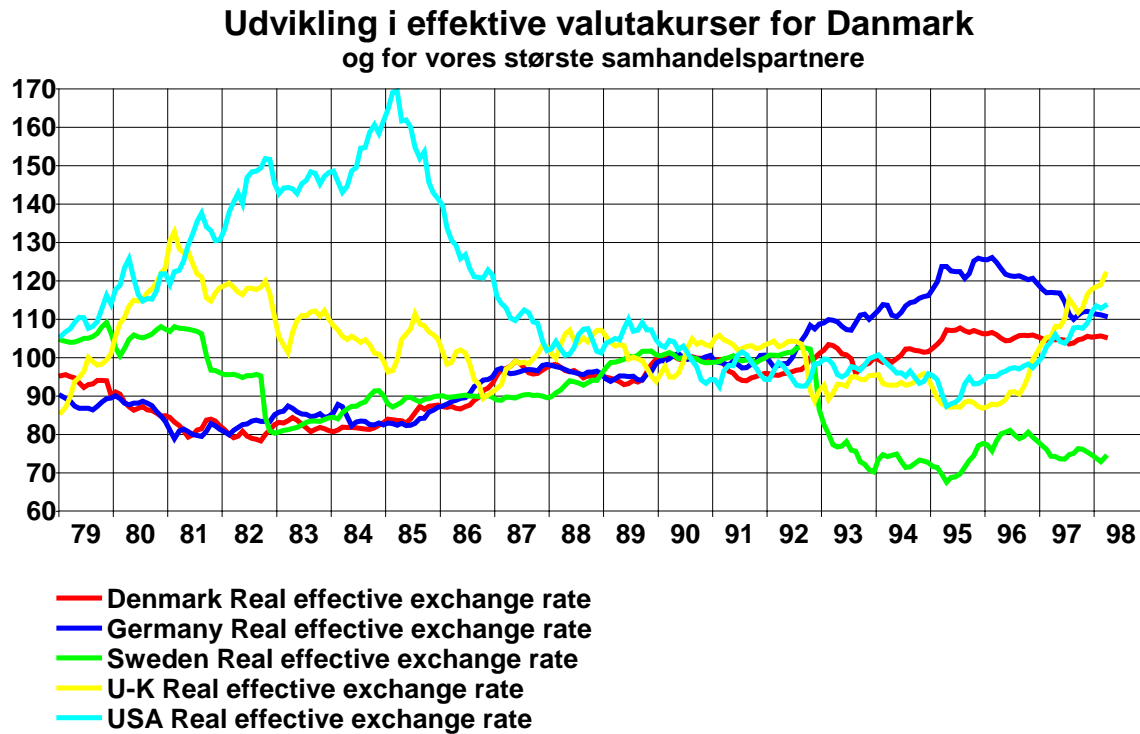
Grundlaget for vægtberegningen er industrivarehandelen og Danmarks store landbrugseksport er **ikke** med. Ikke på grund af manglende statistik men på grund af, at støtteordninger og kvantitative restriktioner gør effekten af valutakursændringer vanskelig at gennemskue. Serviceydelse er heller ikke inkluderet, og industrieksporten udgør derfor kun 70% af den samlede danske vareeksport og 50% af den samlede eksport.

Som det ses er fire nye lande kommet med i juni 1998, Sydkorea, Polen, Tjekkiet og Ungarn, og det samlede antal er dermed oppe på 25 lande. Herudover er der ikke foretaget ændringer i den grundlæggende metode for beregningen.⁶⁸

Inkludering af flere lande vil naturligvis give anledning til fald i vægtene, men i en række lande er nedgangen i vægt større i forhold til 1989 vægtsættet. Det gælder Sverige, England og USA. For Sveriges vedkommende skyldes det udelukkende en betydelig nedgang i eksporten foranlediget af lavkonjunktoren i starten af 1990'erne. Den store relative stigning i eksporten til Tyskland skyldes ikke mindst genforeningen. I den brede sammenhæng indgår den samlede vægt for de lande der indgår i euroen 60%. Hertil kan tillægges lande, der har et fastkurssamarbejde, hvorved andelen kommer op på over 70%, der betyder mindre udsving på den effektive valutakurs.

⁶⁸ Den nuværende beregningsmetode blev indført i 1992, se eks. Chr. Ølgaard, *Effektiv kronekurs og konkurrenceevne*, Danmarks kvartaloversigt, februar 1992.

Figur 7-1. Effektiv valutakurs for Danmark og samhandelspartnere



Kilde: Ecwin, Egen tilvirkning.

Som det fremgår er der sket betydelige variationer i de effektive valutakurser, og de større valutaudsving slår markant i gennem. Mest synlige er USD's betydelige fald i midten af 1980'erne og de seneste års stigning. De større devalueringer af SEK slår også igennem. Tyskland har indtil 1996 en stigende valutakurs, men er siden svækket. Det engelske pund udviser også betydelig variation, hvor de seneste års kraftige stigninger går i mod den langsigtede trend. Bevægelserne i den danske effektive kronkurs er i denne sammenhæng mindre, og den faste kronkurspolitik siden 1983 viser sig som en stærk kronkurspolitik. Den danske krone har aldrig været stærkere end i disse år, og afspejler dermed også de fundamentale makroøkonomiske forhold omkring en moderat prisudvikling, og en forbedring af betalingsbalancens løbende poster over en årrække. Men der erindres om, at der er mange opgørelsesmetoder og betydelig variation i metoderne i de enkelte lande, og uanset metode, fås aldrig et præcist billede af den effektive valutakurs. I flere af opgørelsesmetoderne er en af de væsentligste usikkerhedsfaktorer måling og medregning af produktivitetsstigninger, der typisk ikke

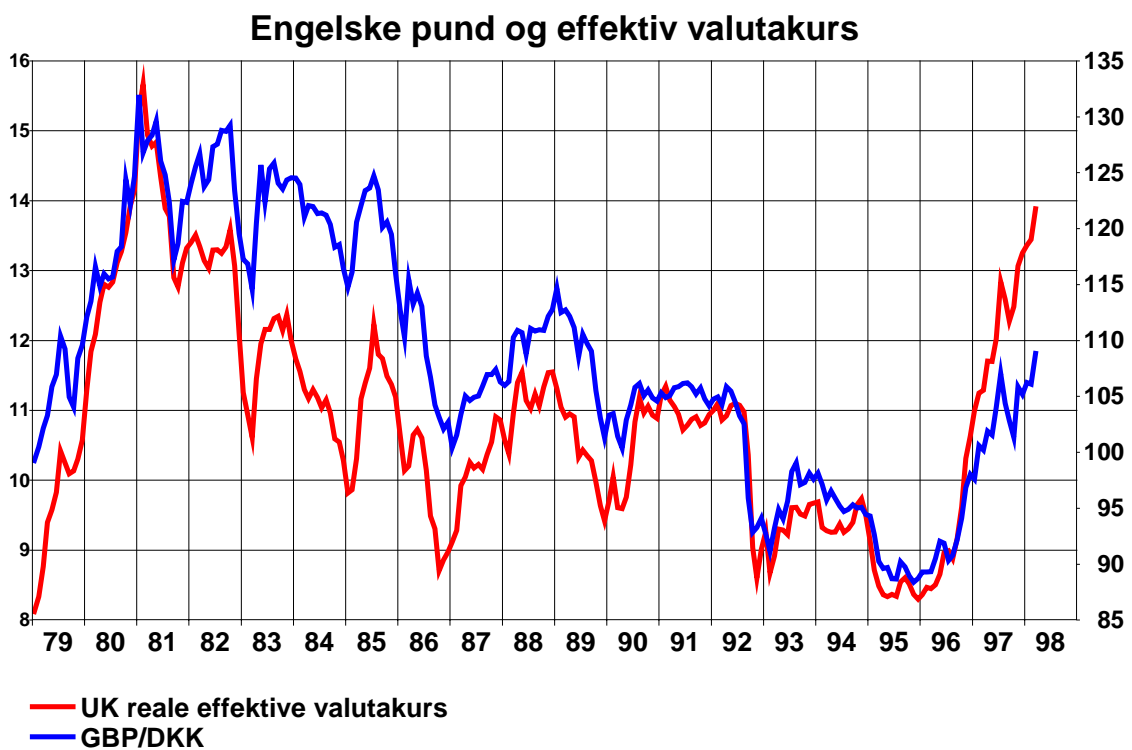
indgår i beregningerne.

7.3.1 Hvad er betydningen af de effektive valutakurser?

I ovennævnte tabel er der sammenstillet en række effektive valutakurser for flere lande og budskabet er klart: De effektive valutakurser er et meget præcist billede til at få et hurtigt overblik over et lands valutakurs og over hvad der sker i landets økonomi.

Lad os betragte det engelske pund som et eksempel.

Figur 7-2 GBP-kurs og effektiv valutakurs



Kilde: Ecwin, Egen tilvirkning.

Som dansk eksportør er man selvklart på denne ”grønne gren”.

Som det fremgår er GBP mod danske kroner steget betydeligt. Fra ca. kurs 900 i medio 1996 til i juni 1998 ca. kurs 1110. Den danske eksport til England var i 1996 på ca. 3.000 mill.GBP og hvis vi går ud fra, at konkurrencesituationen ikke er forringet for danske virksomheder vil det med samme beløb svare til at indtjeningen er øget med GBP’ stigning på ca. 30% eller ca. 9 mia.kr. Det har rent faktisk betydet at den danske eksport

til England af landbrugsprodukter, mejeriprodukter (primært smør) og slagteriprodukter (primært skinke, bacon) har betydet en merindtjening på mere end 750 mill.kr.

Det interessante spørgsmål er naturligvis om det er holdbart på længere sigt. Baggrunden i at GBP er faldet, primært efter 2. verdenskrig, skyldes en markant lavere konkurrenceevne primært på grund af lave produktivitetsmål og en lav udvikling i bruttonationalproduktet.

En 30% stigning i valutakursen som i de senere år er ikke holdbar på længere sigt, og der kan findes en række nationaløkonomiske nøgletal, der vil kunne bekræfte, at der intet økonomisk belæg er for en sådan stigning. Den tyske Bundesbank har i 1997 beskæftiget sig med den kraftige GBP stigning, og anfører at GBP's betydning som flugtvaluta kunne være en årsag. Den kraftige overophedning af engelsk økonomi (antallet af arbejdsløse faldet fra over 3 mill. til 1,5 mill.) på 2 år, der har resulteret i en stigende inflation, har medført at Bank of England har hævet renterne til de højeste i Europa. Andre årsager til, at GBP er steget skyldes en svag tysk økonomi, og en bekymring omkring de eurobestrebelse der er sket i kontinental Europa i de seneste år. Med Englands klare nej til deltagelse i den fælles valuta har det også spillet ind, at her var en form for sikkerhed (Bundesbank Årsrapport, 1997:48).

7.3.2 Anskaffelse af effektive valutakurser

Hvis man ikke råder over databaser som Datastream, der er en af de mest benyttede finansielle databaser med mulighed for alle former for statistisk bearbejdning kan man anvende Ecwin, der er svensk udviklet database- og analyseprogram. Herudover er der Bloomberg, der er ved at udvikle sig til det førende analyseprogram af alle finansielle informations- og analysesystemer.

Har man ikke rådighed over disse kilder kan man anvende Internet på adressen http://www.yahoo.com/Business_and_Economy/Finance_and_Investment/Banking/Central_Banks/, hvor der er adgang til stort set alle centralbanker. Her er der muligt at hente den seneste finansielle statistik, hvoraf effektive valutakurser blot er en mulighed⁶⁹.

7.4 International valutakurssamarbejde

⁶⁹ Deutsche Bundesbank, Annual Report 1997, side 20: *Real external value of selected currencies.*

Indenfor det internationale valutakurssamarbejde er der tre væsentlige begivenheder i dette århundrede omkring international og europæisk valutasamarbejde, der har betydet noget for internationale virksomheder. Det er en meget omfattende diskussion, og det ligger uden for denne fremstilling at gå i dybden hermed. I stedet kan henvises til litteraturen om disse emner, der også er velkendt af de fleste. De tre begivenheder er Bretton Woods aftalen i 1944⁷⁰, Marshall-planen fra 1948, Kul-og Ståunionen i 1957 (forløberen for EU), Smitsonian-aftalen i 1971, og Plaza-aftalen i 1985.

I det følgende vil der blive fokuseret på det europæiske valutakurssamarbejde.

7.5 Det europæiske valutakurssamarbejde

Nedtællingen er begyndt. Klokkeren tikker, og den 1.1.1999 vil Euroen være Europa's "single currency". Det er fuldendelsen på en europæisk integration, der vil berøre store såvel som små virksomheder. Nogle af fordelene fra Det Indre Marked nyder vi allerede godt af i dag, men før ØMU'en har Europa måttet opleve en del hindringer undervejs, og Europa er fortsat præget af at en række lande, EU-Outs, er skeptiske overfor dette store fælles europæiske monetære samarbejde.

7.5.1 Forløberne for EMSen

Baggrunden for det europæiske samarbejde går mere end 25 år tilbage. Bretton Woods aftalen var igennem 1950'erne præget af ustabilitet. DEM revaluerede i 1968-69, og FRF devaluerede, og truede dermed Europas økonomiske stabilitet. I 1969 blev den luxembourgiske preminierminister, Pierre Werner, bedt om at vurdere, hvordan en europæisk monetær union kunne nås i 1980. Konklusionerne stod i oktober 1970 i den såkaldte Werner-rapport, der skitserer ØMU'en i tre faser indenfor 10 år, hvor kapitalrestriktioner fjernes, valutakurserne låses fast eller der findes en fælles valuta. På dette tidspunkt bestod EU af seks medlemstater. Herudover foreslog Werner-rapporten en større økonomisk integration mellem landene. I marts 1971 blev de seks EU-lande i princippet enige herom, selv om man ikke var helt enige i rapportens konklusioner.

⁷⁰ Etableringen af IMF og økonomisk internationalt samarbejde var et centralt element. En række valutaer skulle bevare deres stabilitet i forhold til USD indenfor et bånd på 1%. Medlemslandene kunne kun devaluere efter accept fra IMF, og kun hvis betalingsbalancen (underskud) talte herfor.

Bretton Woods aftalens opbrud i 1971, og den flydende dollar betød ustabilitet på valutamarkederne. De seks EU-lande lancerede derfor i 1972-1978 "slangen i tunnelen", der tillod udsving på de europæiske valutaer i forhold til USD (tunnelen). Men systemet led skibbrud, dels som følge af store omkostninger i forbindelse med interventioner, men også som følge af de radikalt ændrede økonomiske forhold som følge af oliekriser.

I 1979 blev der, blandt andet på baggrund af den såkaldte Tindemans-rapport fra 1975, lanceret det vi i mange år kendte som EMS'en, hvor formålet var stabile valutakurser. Alle medlemslandene med undtagelse af England deltog fra starten. Hovedindholdet var et sæt af bilaterale valutakurser, der kun måtte svinge indenfor et bånd på 2,25%, og EMS-en fungerede således frem til 1992-1993, hvor båndet blev udvidet til 15%, der var ensbetydende med en reel opløsning af EMS-samarbejdet.

Før dette var Delors-rapporten lanceret i april 1988, der foreslog en ØMU i tre faser. På Madrid-mødet i juni 1989 besluttede EU-landene sig for at gennemføre fase 1 med en liberalisering af kapitalbevægelserne fra juli 1990. De sidste faser blev besluttet på EU-topmødet i Maastricht i december 1991. Maastricht-aftalen er en formalisering af ØMU-samarbejdet med en fælles valuta og en fælles centralbank (ECB) fra januar 1999. Første fase startede i juli 1990, anden fase den første januar 1994 og tredje fase fra januar 1999.

Den første fase indebar blandt andet, at alle EU-lande skulle deltage i EMS-samarbejdet, et større samarbejde omkring den økonomiske politik, og fjernelse af kapitalrestriktioner. Visse lande fik udskydelse hermed til midten af 1990'erne.

I den anden fase skulle udsvingsgrænserne indsnævres. Der skulle opstilles en række makroøkonomiske retningslinier for den økonomiske politik, og det europæiske system af nationalbanker (ESCB) skulle overtage pengepolitikken, og skulle lede transitionen frem mod tredje fase.

I den tredje fase er retningslinierne bindende for EU-landene. ESCB (ECB) overtager formelt pengepolitikken, og der indføres en fælles valuta.

Den danske folkeafstemning omkring Maastricht-aftalen i juni 1992, og det efterfølgende nej, betød en betydelig usikkerhed om en tilsvarende fransk afstemning, og det betød en voldsom uro i EMS-samarbejdet, der betød at Italien og England (deltog fra 1990) blev tvunget ud af EMS-samarbejdet. Herudover blev alle europæiske valutaer med undtagelse af DEM og CHF, udsat for et massivt pres, der betød at en række valutaer

devaluerede. En ny valutakrise i juli/august 1993 indførtes et nyt bånd på 15% og EMS'en var død.

På senere topmøder mellem EU-landene har man fastholdt ØMU'en, og de sidste 3-4 år har været præget af, dels hvilke lande der deltager, og dels den førte økonomiske politik i EU-landene med at leve op til de makroøkonomiske målsætninger, som deltagerlandene har forpligtet sig til. EMI havde i marts 1998 udpeget de lande, der levede op til de makroøkonomiske konvergenskrav:

- prisstabilitet i form af en inflation, der er lavere end de tre laveste inflationssatser med et tillæg på 1,5%.
- Et offentligt underskud der er mindre end 3% af af BNP.
- En offentlig gæld, der ligger under 60% af BNP.
- Deltagelse i EMS-samarbejdet i mindst to år før Kommissionens vurderinger.
- En lang rente, lavere end en referenceværdi på 7,8%.

Amsterdam topmødet, i maj 1998, fastlagde deltagerlandene i tredje fase, de såkaldte EU11, og man udpegede direktøren for ECB, og 11 EU-lande er herefter klar til tredje fase fra 1. januar 1999.

7.5.2 Betydning af EU's monetære økonomiske union for danske virksomheder

Der foreligger både fra Nationalbanken og Økonomiministeriet publikationer omkring den europæiske økonomiske monetære union (ØMU), og den betydning som det må antages at få for danske virksomheder.

Selv om Danmark har valgt at stå uden for Euro'en har Danmark opnået en tilknytning til Euroen, der blev konfirmeret på EU's finans-og økonomiministtermøde i oktober 1998. Den danske krone knyttes til EURO'en i et snævert fastkursbånd på $\pm 0,25\%$ af EURO'en.

EURO'en får betydning for danske virksomheder på en række forhold:

Valutakursjusteringer vil for EU11 landene være elimineret. Kun hvis den danske krone devaluerer vil danske virksomheder blive berørt. Når dette er sagt er danske virksomheder stadig i betydelig udstrækning følsom for valutakursændringer i EU-Out's lande (England, Sverige, Norge, Grækenland) og i andre ikke-europæiske valutaer, primært USD og JPY.

Valutakursomvekslinger vil blive færre, og dermed reducere behovet for kurssikring, og dermed fjerne en betydelig valutausikkerhed.

På betalings siden må imødeses væsentlige besparelser for danske virksomheder, idet betalinger i EURO med fordel kan samles i en bank, der kan virke som opsamler af likviditet i EURO, og finansiere virksomhederne i EURO.

Der må forventes en betydelig prisstabilitet, der betyder bedre planlægningsmuligheder. Men også på en række markedsmæssige områder vil de danske virksomheder mærke EURO'en. Der vil være en større prisgennemsigtighed med en valuta, og det indre marked forbedres.

Virksomhederne vil også mærke EURO'en i forbindelse med deres investerings- og finansieringsopgaver. Det samlede obligationsmarked for obligationer i Europa bliver samlet i en valuta, og der må formodes at blive en større dybde og likviditet i EURO-obligationer, hvor kun det amerikanske obligationsmarked vil være større.

På finansieringssiden kan man håbe på, at rentesatserne på EURO-en bliver lave og stabile på samme måde som vi har set det med DEM-renten. Med en lavere risiko for valutakursjusteringer vil danske virksomheder derfor med fordel kunne låne billigere i EURO. Et særkende i de senere år har netop været, at en række landes renter er konvergeret mod hinanden, og at rentespændet mellem Tyskland og EU11 landene er historisk lavt⁷¹. Årsagen til, at der er et fortsat rentespænd forklares med den kreditrisiko man får ved at købe en obligation, denomineret i EURO, udstedt af eks. Italien i forhold til at købe en tilsvarende EURO obligation udstedt af Tyskland.

De negative sider i overgangsfasen frem til den fælles valutas fysiske indførelse bliver af ren administrativ karakter: Virksomhederne skal kunne håndtere prismærkning i to valutaer. En række EDB-systemer skal tilpasses. Virksomhedernes juridiske kontrakter skal gennemgås. Der kan være forsikringsmæssige forhold der skal undersøges, og endelig kan der være regnskabsmæssige vurderinger, der skal foretages. Samlet må man dog konstatere, at disse forhold virker ubetydelige i forhold til de fordele der tilbydes.

I det større perspektiv kunne de mere strukturelle og økonomiske forhold fremkomme

⁷¹ I slutningen af oktober har den italienske nationalbank sænket de ledende rentesatser med et helt procentpoint.

ved, at der fortsat er en række uharmoniserede områder i de enkelte lande: forskelle i skattetryk og i skattesystemer, manglende harmoniseringer omkring moms- og afgiftssatser, uddannelsessystemer, socialvæsen, infrastruktur, miljøforhold, der kan betyde væsentlige forskelle i de enkelte landes statsfinansiers udvikling.

Sanktionsmulighederne, i det historiske perspektiv, for de lande der ikke følger reglerne, har ikke været skræmmende, og de sanktionsmuligheder, der vil komme i anvendelse overfor lande, der fører en ekspansiv finanspolitik, er ikke afskækkende.

7.6 Forecasting af valutakurser

Der har i tidens løb været afsat betydelige ressourcer til at finde en metode, der kan prognosticere valutakurser. Fra historisk tid kender vi alkymisterne, der som bekendt forsøgte at lave guld på baggrund af andre råstoffer, og gerne af vand.

I tidens løb har mange forsøgt sig med mere eller mindre egenudviklede valutakursmodeller, og som alkymisterne er der en utrættelig iver efter at "opdage" en forecastingsmodel, der kan gætte morgendagens kurs. Forsøgene har til dato gjort manganen en økonom fortvivlet i forsøg på at forstå, modellere og forecaste valutakursudviklingen.

Lad det være slået fast med det samme: præcise forecastingsmodeller eksisterer ikke. Man er kommet teknologisk utroligt lang med økonometriske modeller eller bare computermødeller. Selv om de ofte står som noget mystisk og meget højtravende for lægfolk er de i bund og grund ikke vanskelige at fatte.

Til trods for at forfatteren ikke tror på de effiente eller effektive kapitalmarkeder, skal følgende meget præcise vurdering med fra Galbraith (1988:228):

Prognoser er faktisk pr. definition upålidelige. Hvis de var andet, ville de, der er ansvarlige for dem, aldrig give dem til offentligheden. Det ville være en ufattelig generøs handling, for de mænd, kvinder og organisationer, der står bag prognoserne, de kunne holde dem for sig selv af pekuniære grunde og skabe formuer af næsten uendelig størrelse. Udbyttet fra investeringerne, foretaget i overensstemmelse med prognoserne, ville være fuldstændig sikkert. Omsættelige aktiver ville uundgåelig falde i hænderne, eller rettere mapperne, på folk og organisationer, der ikke kunne tabe. Når en så fuldkommen vished var

opnået, ville kapitalismen og det frie erhvervsliv i enhver kendt form ophøre med at eksistere. Systemet er faktisk alvorligt sårbart over for enhver prognose, der har en garanteret præcision på over 50% procent.

Herefter opremser Galbraith en række forhold på hvorfor prognoserne slår fejl: ligninger, der er forkerte, menneskelige fejlvurderinger, krig, international spænding, pludselige handlinger fra nationalbanker og regeringer, moratorieordninger m.v.

Citatet er meget dækkende for det, trods alt omfattende prognosearbejde, der hver eneste dag udarbejdes i regeringskontorer, bankers økonomiske afdelinger og andre steder, hvor nationaløkonomer og finanseksperter beskæftiger sig med prognoser. Der er intet nyt under solen. Det blev allerede for mere end 25 år siden dokumenteret, at empiriske modeller faktisk forecastede ringere end en simpel random walk model (en random walk er en stokastisk proces, hvor næste periodes værdi af processen er den nuværende værdi plus en normalfordelt stokastisk variabel⁷²).

Evnen til at konstruere valide prognoser hænger nøje sammen med hele begrebet fra de effektive kapitalmarker, der jo netop skulle afspejle al tilgængelig information jvf. kapitel 2.

Også fra vores egen lille verden findes en meget sigende analyse, der perspektiverer synspunktet. Der kunne henvises til andre internationale undersøgelser, og en mere nutidig undersøgelse ville utvivlsomt komme til samme resultat. Det står læseren frit for at lave den.

To danske forskere har i en undersøgelse behandlet 401 3-måneders prognoser for dollarkursen offentliggjort i dagbladet Børsen fra 1984-1988⁷³.

Da terminskursen afspejler en risikopræmie forudsatte forfatterne, at bankerne var bedre end denne. Konklusionen blandt de 12 banker, der i gennemsnit gættede hver 36 gange på 4 år, var at bankerne under et gættede rigtig i 52% af tilfældene, altså ikke meget bedre end plat og krone. Forfatteren undersøgte også om der kunne tjenes penge på bankernes

⁷² Meese og Rogoff (1973). *Empirical Exchange rate model of the Seventies: Do They fit out of Sample?* Journal of International Economics, 14, 3-24.

⁷³ Erik Strøjer Madsen og Jørgen Ulff-Møller Nielsen. *Kan dollarkursen forudsiges?* Ledelse og Erhvervsøkonomi, 1989.

prognoser. Den indtjente profitsum udgjorde ca. 3% af det mulige beløb, og forfatterne konkluderede derfor, at der generelt ikke er penge at tjene på bankernes råd. Blandt de undersøgte banker skal dog bemærkes, at der var en betydelig spredning på resultaterne. Der var enkelte banker, der gjorde det betydeligt bedre end gennemsnittet.

Selv om undersøgelsen er behæftet med usikkerhed vil der altid være banker, der gør det bedre end andre. Et af de problemer der eksisterer er at det kræver mange års test at træffe en sikker beslutning om en bank er bedre end gennemsnittet, og hvem siger, at den bank der var god i 10 år også er det i de næste 10 år.

Forfatteren har i årenes løb stiftet bekendskab med en række forecastingsmodeller og i flere år publicerede tidsskriftet Euromoney resultaterne for udbyderne af disse modeller. Undersøgelsen publiceres ikke længere, og gurerne er "gået ind". Som Galbraith bemærkede var de så usikre, at det var bedre at sælge deres viden end at beholde sin viden for sig selv.

7.6.1 Avancerede modeller

Indenfor finansteorien er økonometrien et af de områder, der har udviklet sig betydeligt til at sandsynliggøre sammenhænge mellem en og flere variable. At man har kendt flere af de mest betydende sammenhænge i en årrække er der ingen tvivl om, men først i de seneste tiår er man blevet i stand til at beregne sammenhængene. En teoretiske velestimeret valutaekspert, professor ekon.dr, som Lars Oxelheim fra Lunds Universitet, skrev i 1983 *Valutastyring. Virksomhedens håndtering af valutaproblemer*, hvor han identificerede og rankede de mest brugbare indikatorer for valutakurser (betalingsbalance, handelsbalance, inflationsrater, pengemængde etc.). Pointen er at i 1983 var undersøgelsen baseret på 107 spørgeskemaer!!

I dag foregår denne identifikation og ranking ved hjælp af økonometri og moderne computere.

7.6.1.1 Økonometriske modeller

Den del af økonomien, der via analyse af statistiske og matematiske sammenhænge identificerer forklaringsvariable af lange tidsserier kaldes indenfor de økonomiske fag for økonometri.

Økonometrien tages ofte i anvendelse når sammenhængene bliver betydeligt mere

kompliceret⁷⁴. Tænk blot på hvis vi ud fra en række makroøkonomiske variable som inflation, bruttonationalprodukt, trend eller ligevægt for bruttonationalprodukt, nationalbankens målsætning for inflation skulle analysere sammenhængen her imellem.

7.6.1.2 Taylor-modellen

Et eksempel på en udvidet økonometrisk model blev lanceret af den amerikanske økonom John Taylor (1993) fra Stanford. I hans model forslår han en metode, der kan beregne den korte (amerikanske) rente ud fra et pengepolitisk styringsinstrument. Taylor-reglen er som følger:

$$kr = rkr^* + fi + 0,5 (i - mi) - 0,5 (bnp^* - bnp)$$

hvor kr = korte rente i følge Taylor-reglen; rkr^* er den reale korte rente i henhold til en neutral pengepolitik; fi = den forventede inflation; i = den aktuelle inflation; mi = nationalbankens mål for inflationen; BNP^* = er ligevægten for BNP; BNP = aktuelle BNP.

Tabel 7-3. Virkningerne af Taylorreglen for korte renter.

Land	Neutral kort rente rkr	Forskel bnp1	Inflationsmål mi	Aktuel inflation i	Forventet inflation fi	sr	sr	Aktuel 3 mdr. Rente
USA	2	-1.2	2	1.5	2.4	3.9	4.8	5.6
Japan	2.6	2.6	2	-0.1	0.3	0.2	0.6	0.7
EU 5	3.6	0.2	2.1	1.7	2.1	5	5.4	4.8
Tyskland	3.5	0.1	2	1.5	1.9	4.7	5.1	3.6
Frankrig	3.5	1.2	2	0.8	1.5	3.1	3.8	3.6
Italien	4	0	1.8	1.9	2.2	6	6.3	5.1
UK	3.5	-0.8	2.5	2.8	2.8	6.9	6.9	7.4
Canada	3	1	2	0.8	1.6	2.7	3.5	3.6
G7	2.7	0	2.1	1.2	1.9	3.5	4.1	4.4

¹ Forskel mellem ligevægt bnp og faktisk ligevægt

Kilde: The International Economist Analyst, april 1998, Goldman Sachs.

Forskellen mellem de to korte renter er, at der i den første er anvendt den aktuelle inflation, mens der i den anden er anvendt et konsensus forecast fra udvalgte økonomer.

Ud fra Taylor-reglen kan vi vurdere, at den korte amerikanske rente er for høj i forhold til de variable, der skulle kunne forklare den korte rente. Omvendt er den tyske rente for høj, mens den franske rammer ”plet”. En vækstøkonomi som den engelske, hvor renten fra 1996 til dato er hævet indtil flere gange for at forsvare den pengepolitiske målsætning har

⁷⁴ Finansministeriets budgetmodeller i forskellige årgange som ADAM, SMEC er eksempler på edbmodeller, der hviler på økonometriske beregninger.

tilsyneladende en passende rente.

7.6.1.3 Ko-integrationsmodeller

Ko-integrationsmodeller kan blandt andet anvendes til at forecaste valutakurser og formålet er at undersøge/identificere de vigtigste økonomiske trendsammenhænge mellem to eller flere ikke-stationære variable.

Nationalbanken anvender blandt andet kointegrationsmodeller til at analysere pengemængdeudviklingen.

Den tyske Bundesbank har i 1993 modelleret en ko-integrationsmodel der skal forudsige udviklingen i USD/DEM forholdet, der er et af de mest handlede valutakryds i valutamarkedet.

Bundesbank har udviklet sin model ud fra en simpel købekraftparitet, hvor valutakurserne på lang sigt fastsættes ud fra forskelle i prisudvikling. Herudover har banken inddraget en kortsigtdynamik, hvor banken anvender afvigelser fra langsigtsligevægte, korte renteforskelle og ændringer i købekraftparitet fra forrige perioder.

Herhjemme er denne model i 1997 forfinet af Sydbank, der ud fra Bundesbanks model har undersøgt en række variable og fundet frem til at udover købekraftpariteten kan 3 måneders og 10 års rentespændene, USA overskud på henholdsvis de offentlige finanser og betalingsbalancen og Tysklands overskud på de offentlige finanser forklare valutakursen.

Indenfor økonometrien er en ko-integrationsmodel kun en af flere metoder til at undersøge om der eksisterer en eller flere langsigtede trendsammenhænge mellem to eller flere ikke stationære variable. I praksis testet om en estimeret sammenhæng mellem to eller flere I (1) variable medfører I (0)-residualer, hvor

- I(0)-variable er variable med blandt andet en konstant middelværdi, en konstant endelig ubetinget varians og en ikke permanent hukommelse eller (svag) stationær variabel.
- I (1)-variable er variable med blandt andet en stigende ubetinget varians og en permanent ”hukommelse” d.v.s. en ikke-stationær proces
- F.eks. $y_t = \beta_1 * y_{t-1} + u_t$, hvor $u_t \sim I(0)$ og $y_0 = 0$
 - for $\beta_1 < 1$ (svagt) stationær proces, dvs. I(0)

- for $\beta_1 = 1$ ikke-stationær proces, dvs. I(1)

Ved at bygge modellen op i en fejlkorrektionsform, der kombinerer langtidsligevægt med kortsigts dynamik er modellen relativ enkel at fortolke og estimere

- F.eks. $\Delta Y_t = \alpha \Delta X_t + \lambda (y - \beta x)_{t-1} + \epsilon_t$, hvor
 - ΔY_t udtrykker ændringen i variabelen Y_t , fra Y_{t-1} til Y_t , $\alpha \Delta X_t$ udtrykker modellens kortsigts dynamik eller dynamiske regression
 - $\lambda (y - \beta x)_{t-1}$, hvor y_{t-1} udtrykker modellens langtidrelation, og kan fortolkes som korrektion hen mod modellens langsigtede trends.

Der er naturligvis styrker og svagheder ved brug af en sådan model. En styrke er det at der er tale om en model, der er simpel, konsistent kvantitativ med få variable. Der kan simuleres og konsekvensberegnes, og modellen kombinerer en fortolkelig langtidsligevægt med en kortsigts dynamik. Svagheden ved en sådan model er at den ikke indeholder alle variable af betydning for USD/DEM, og at flere af de forklarende variable er finansielle. Modellen fanger ikke strukturelle forhold eller kortsigtede forhold, som politiske begivenheder og centralbankudtalelser.

Herudover lider alle modeller under, at når en models forecastningsevne bliver kendt er den i princippet ikke længere brugbar. Men husk lige på Galbraiths vise ord omkring prognoser fra tidligere.

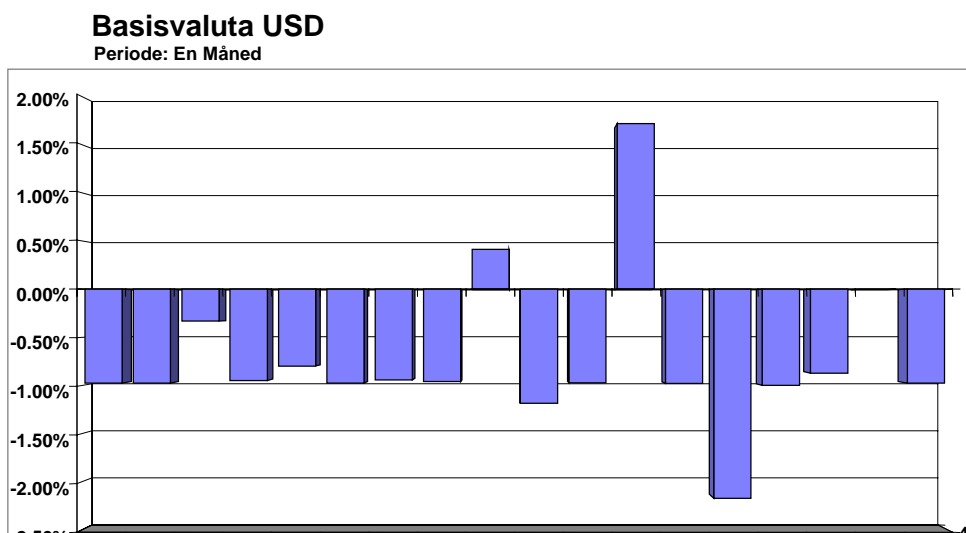
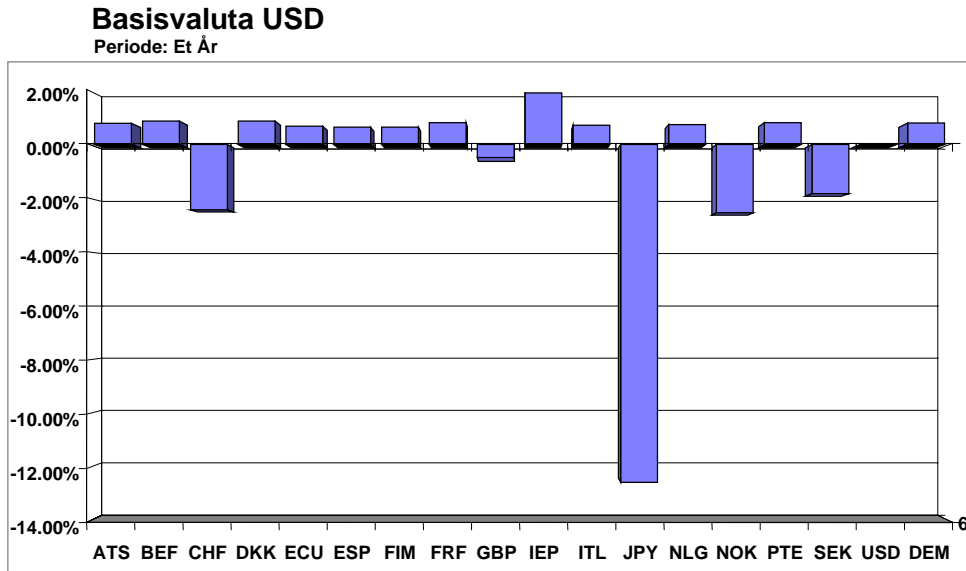
En dansk forsker Rangvid (1998) har undersøgt sammenhængen mellem en række økonomiske variable (rente, inflation, BNP og pengemængde) som forklaringsvariable til at forstå valutakursudviklingen under EMS-krisen i 1992-1993.

Hans konklusion er ikke overraskende, at valutakursprognoser i form af kointegrationsmodeller på det korte sigt 1-3 måneder er stort set ubrugelige, mens eks. kointegrationsmodeller giver en vis retning på valutaen ud fra flere økonomiske variable på det lidt længere sigt, der er 12 mdr. og derover. Hans beregninger ligger helt på linie med de beregninger som allerede blev præsenteret af Meese og Rogoff (1973).

7.6.2 Porteføljemodel

Med vores viden omkring porteføljeteori kan man spørge sig selv om hvad er mere naturligt end at se en valuta mod en række andre valutaer.

Figur 7-3. Porteføljemodel USD pr. 26.8.1998



Kilde: MD, Finansinformation.

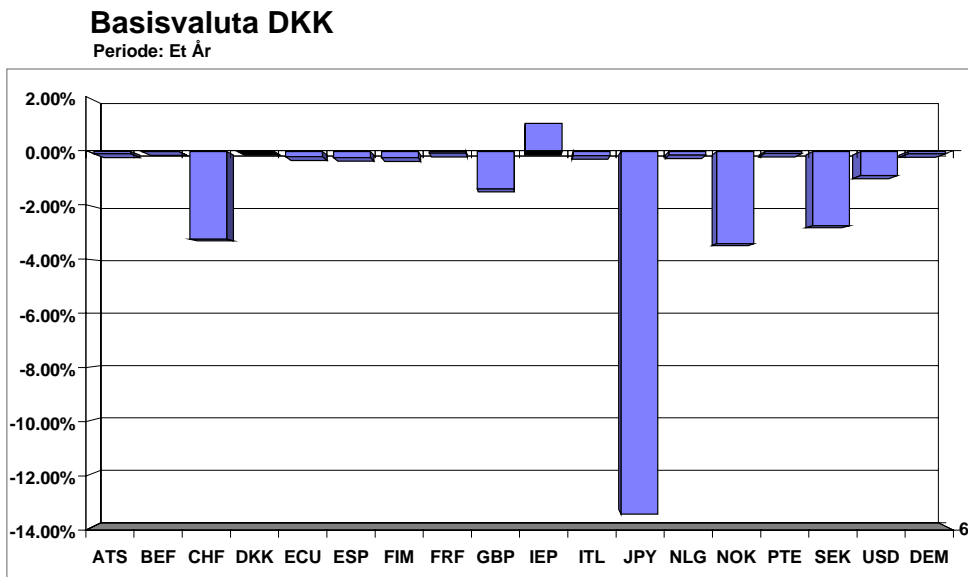
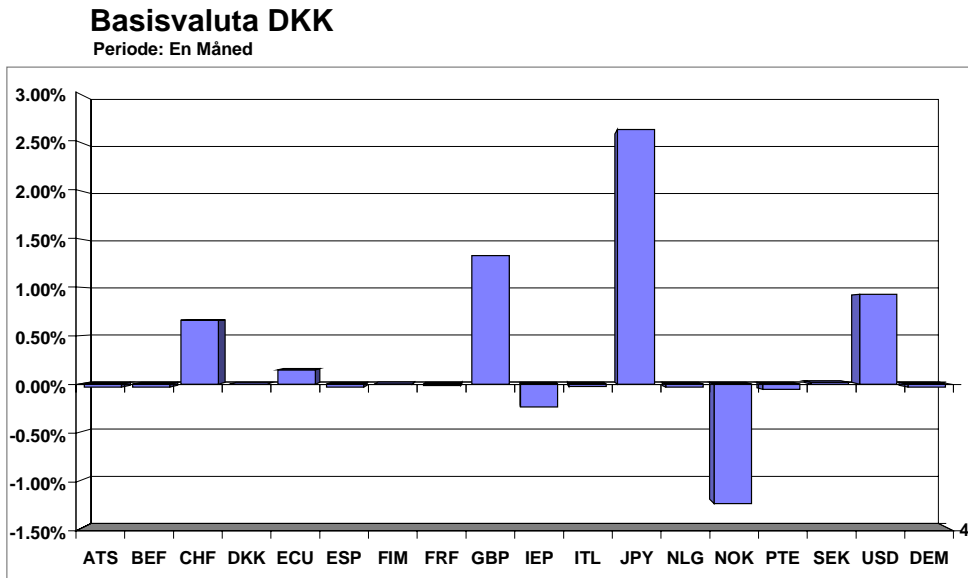
Fra vores viden omkring risikospredning ved vi, at der er aktier der er mere risikofyldte end andre, og det gælder også for valutaer. Nedenfor er vist to eksempler på to valutaer, der ses mod 18 andre valutaer.

I det første tilfælde er som eksempel valgt hovedvalutaen USD, og den betragtes på henholdsvis et års sigt og en måneds sigt. Modellen beregner USD styrke mod de viste valutaer ud fra de indbyrdes markedsbevægelser for de valgte perioder. George Soros skriver, at han går ind for trendanalyse, og figuren for et år kan være et udtryk for langtidstrenden eller det meget brede styrkeforhold for USD, mens en måneds modellen fanger det som Soros kalder for "inflection points" (læses som vendepunkter). Det generelle billede er ikke overraskende, på et års figuren en meget svag JPY, der er svækket med ca. 14%. En svag CHF og svaghed i SEK og NOK. For de øvrige bevægelser er der tale om små bevægelser, og modellen fanger således at USD i løbet af det sidste år har været rimelig stabil mod en række valutaer, og stærk mod specielt 4 valutaer.

1 måneds billedet er meget interessant, hvor dette skrives (27.8.1998). JPY viser styrke, og det kan bruges til at vurdere om det er en mulighed for salg (langtidstrenden er svag) eller om det er et "inflection point". NOK viser svaghed, og ser ikke godt ud.

Nedenfor er vist tilsvarende udvikling for DKK for en række valutaer for samme periode.

Figur 7-4. Porteføljemodel DKK 26.8.1998.



Det generelle billede på et års sigt minder om USD. En meget svag JPY med CHF, SEK og NOK som svage valutaer men i mindre omfang.

På en måneds sigt ser billedet noget anderledes ud. En række stærke valutaer: CHF, JPY, GBP og USD, mens NOK også her ser svag ud.

Læren af ovennævnte er, at ved at analysere 3-4 valutaer mod hinanden vil der komme nogle klare signaler frem. En meget svag NOK en JPY der har været meget svag, men som måske er ved at vende. Ud fra en porteføljetragtning er det selvfølgelig ikke ligegyldigt hvad den enkelte valuta gør, men der kan sammensættes en portefølje, hvor der tages højde for valutaernes indbyrdes relationer.

Bemærk i øvrigt at EU-11 landenes valutaer der er med på sidste figur udviser en utrolig stabilitet. Euroen er begyndt at fungere, og de respektive nationalbanker har øvet sig længe.

7.6.3 Teknisk analyse

Teknisk analyse som disciplin har været kendt siden 1600-tallet, og har været anvendt i Japan til at forecaste rispriserne.

Teknisk analyse er et yderst kontroversielt emne iblandt økonomer, og specielt blandt klassisk uddannede nationaløkonomer er det opfattelsen, at det ikke kan bruges som prognoseform. Flere økonomer mener således at have ført bevis for, at teknisk analyse ikke kan bruges (Fama og Blume, 1966, og Jensen og Benington, 1970).

Det skal dog siges, at i stort set alle internationale lærebøger omkring finansforhold redegøres der mere eller mindre for teknisk analyse som prognoseform.

Kontrasten hertil er en undersøgelse af Brock, Lakonishok og LeBaron (1992), der viser at selv simple handelsregler baseret på teknisk analyse med betydelig præcision kan forecaste udviklingen i Dow Jones Industrial Average over en lang periode.

Bessembinder og Chan (1995) viser, at de samme handelsregler er brugbare til forecasting af en række asiatiske aktieindeks, og Sweeney (1986) har vist, at teknisk analyse med fordel kan anvendes på valutakurser.

Sharpe, Alexander og Bailey (1995:850) opsummerer den økonomiske teoretiske side med følgende:

The apparent success of these (technical) strategies offers a challenge to those who contend that the stock market is highly efficient.

Også blandt professorer på danske handelshøjskoler er der en betydelig modvilje mod teknisk analyse, og mulighederne for systematisk at tjene penge.⁷⁵

Det hænger primært sammen med teknisk analyse's anvendelsesform til at handle i finansielle instrumenter, hvor modviljen kan sammenfattes i flere punkter:

- Den teoretiske opfattelse af de efficiente markeder gør det vanskeligt at tro på, at en formueforvalter/investor/spekulant systematisk kan slå markedet og tjene et overnormalt afkast.
- Tiltro til formueforvalternes systematiske evner til at slå markedet. Problemet hermed er, at evnen til historisk at give et højt afkast ikke nødvendigvis er ensbetydende med at det også gælder i fremtiden. Den der over 10 år har gjort det godt behøver ikke være god i de næste 10 år (Nielsen og Møller 1988).

Man kunne kalde teknisk analyse for disciplinen om at læse "fodsporerne" i chartet/grafen. Andre kalder det for børshandelens psykologi eller finansiell psykoanalyse (Tvede,1988), og det er en fair beskrivelse.

En økonom som John M. Keynes har i flere skrifter beskæftiget sig med investering, og han var selv en succesfuld investor. Keynes anså børsmarkederne for at være kortsigtede og irrationelle i deres opførsel. Han mente også, at investorer, der overså dette, var naive:

Man kunne forvente, at konkurrence mellem professionelle eksperter med en viden og indsigt, som overgår den, den private investor besidder, ville kompensere for de uvidende, individuelle investorers fejlbedømmelser. Det viser sig imidlertid, at de professionelle investorers og spekulanters energi og talent hovedsageligt anvendes anderledes. For faktisk er de fleste af de mennesker primært optaget af ikke at lave langsigtede forecasts over det sandsynlige afkast

⁷⁵ Michael Møller har i en artikel i Finansinvest nr 8 (1993) kauseret over *Futures og Optioner: Casino eller sund fornuft*, der omhandler selvvurdering, manglende rationale blandt spekulanter, og en modvilje mod at virksomheder ansætter medarbejdere til at håndtere risikostyringen. Holdninger er, at det måske er en dog ide at afdække de store risici, men i det store og hele skal man intet gøre. Det åbner op for svindel og overtrådelse af retningslinier.

af en investering over hele dens levetid, men af at forudsige skift i den fremherskende værdifastsættelse af objekterne en smule hurtigere end denne brede offentlighed. (Tvede 1988:24).

Finansguruen George Soros skriver (1995) følgende:

The main idea is that our understanding of the world in which we live is inherently imperfect...(1995:65)

Classical economics theory assumes that market participants act on the basis of perfect knowledge. That assumption is false.

Economic theory needs to be fundamentally reconsidered. There is an element of uncertainty in economic processes that has been largely left unaccounted for (1995:67)

The prevailing wisdom is that financial markets are in equilibrium. There are divergences, of course, because markets are not perfect, but they are in nature of random walks and they tend to be corrected by other random events. This view is based on a false analogy with Newtonian physics (1995:68).

Citaterne af både Keynes og Soros viser, at der ifølge deres opfattelse er en betydelig imperfektionisme over markederne, og en manglende rationalitet. Citaterne kunne også bruges som vidnesbyrd mod den effektive kapitalmarkedsteori eller som vidnesbyrd over psykologiens betydning i forhold til den rationelle langsigtede holdning.

Begge er enige om, at der er uligevægt i markederne, og meget interessant er, at de fundamentale forhold spiller en væsentlig rolle. Ikke desto mindre er både private og professionelle mere interessede i skvulpene i en swimmingpool end i de store bølger på havet. Keynes var undtagelsen i sin tid og Soros er det i vores tid.

I relation til investering siger Soros:

I am very cautious about going against the herd; (religiøst flokke eller gruppe af dyr) I am liable to be trampled on. According to my theory of initially self-reinforcing, but eventually self-defeating trends, the trend is your friend, most of the way; trend followers only get hurt at inflection points, where the trend

changes. Most of the time I am a trend follower, but all the time I am aware that I am a member of a herd and I am on the lookout for inflections points. The prevailing wisdom is that markets are always right. I take the opposite position. I assume that markets are always wrong. Even if my assumption is occasionally wrong, I use it as a working hypothesis. It does not follow that one should always go against the prevailing trend. On the contrary, most of the time the trend prevails; only occasionally are the errors corrected. It is only on those occasions that one should go against the trend (Soros, 1995:12).

Det Soros siger er, at han tror på den langsigtede trend i et marked, og at han ikke har lyst til at gå imod den. Han har dog opfattelsen, at markederne altid "are wrong" undersforstået at kurserne er forkerte.

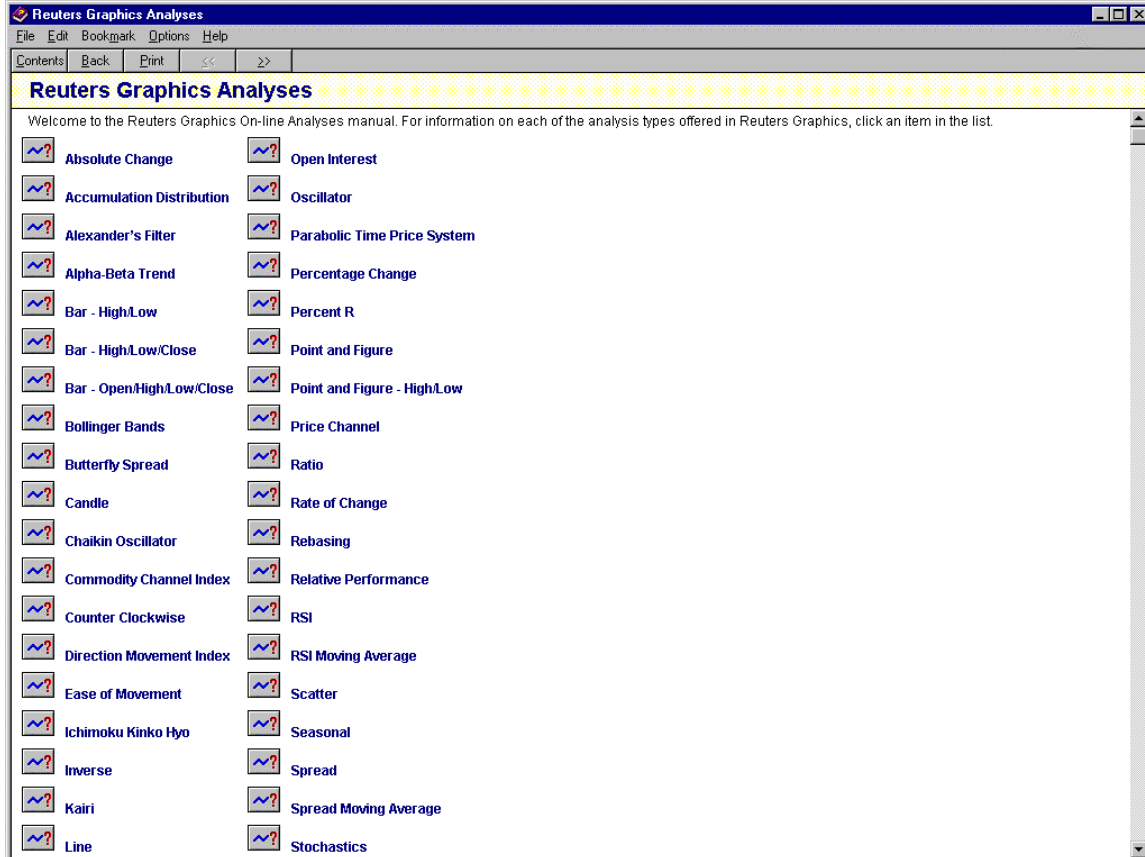
Trendanalysen er en af de vigtigste brikker i historien om teknisk analyse. Lad os lige bruge tid på en metafor, der illustrerer dette:

Forestil dig en hønsegård en vintermorgen med nyfalden sne. Bondemanden åbner lemmen til hønsehuset, og hønsene vælter ud. Han kaster herefter korn ud til hønsene i et hjørne og ingen vil være i tvivl om i hvilket hjørne kornene blev kastet. Hønsefødderne ville tegne et meget præcist mønster, og sådan er det også med teknisk analyse. Analyseværktøjet er charts/grafier over kursudviklingen og der er ingen grænser for hvad der kan analyseres endside den sofistikationsgrad for analysemetoderne, og det behandles i det følgende. Det handler om at analysere et marked eller et instrument.

Uanset om man tror på teknisk analyse eller ej, er der i dag kun få finansielle institutioner, der ikke udsender tekniske analyser, og hovedparten har ansat eksperter, der ikke beskæftiger sig med andet end at analysere charts.

Teknisk analyse er for nogen en videnskab, og der findes en række forskellige analyseteknikker, der er mere eller mindre sofistikerede.

I ovenstående tabel er vist de eksempler på teknisk analyse som et af verdens førende leverandører af finansinformation – Reuters – tilbyder som abonnement til alle der kan betale:

Figur 7-5 Eksempler på tekniske analyser

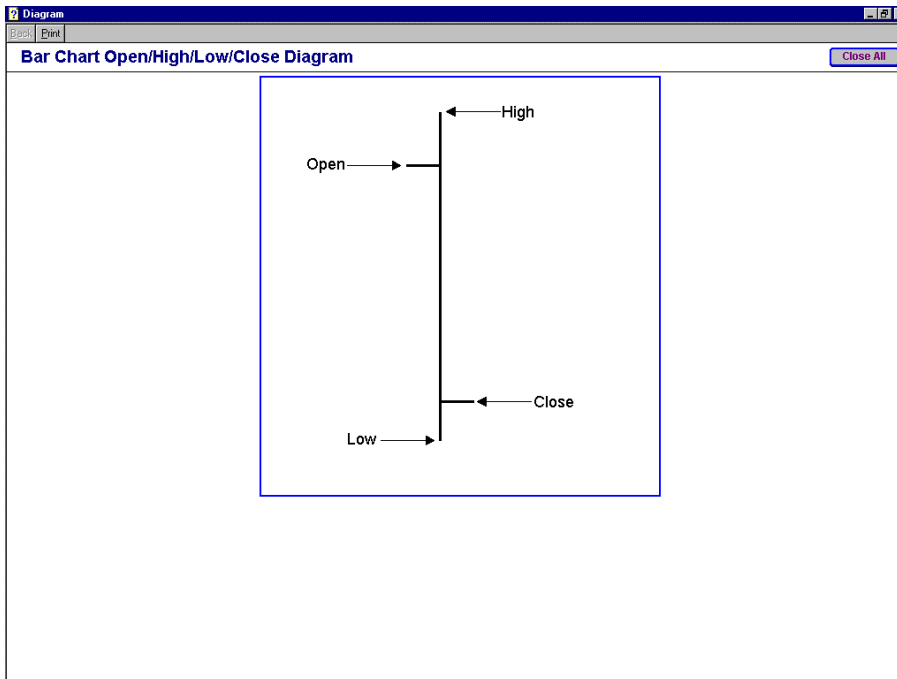
Kilde: Reuter Graphics Analysis

Der findes følgende basale teknikker, der kan rubriceres i følgende former:

- Analyser der beskæftiger sig med prisændringer (det gør de vel alle)
- Analyser der beskæftiger sig med glidende gennemsnit.
- Analyser der beskæftiger sig med om et finansielt instrument er overkøbt eller oversolgt.
- Analyser der beskæftiger sig med kombinationer af ovennævnte.
- Analyser der beskæftiger sig med specielle teknikker

Som det fremgik af kapitel 2 viser empirien, at der er porteføljeformere der er i stand til at få et overnormalt afkast ved teknisk analyse, og flere af de større hedge funds anvender også teknisk analyse i deres investeringsovervejelser.

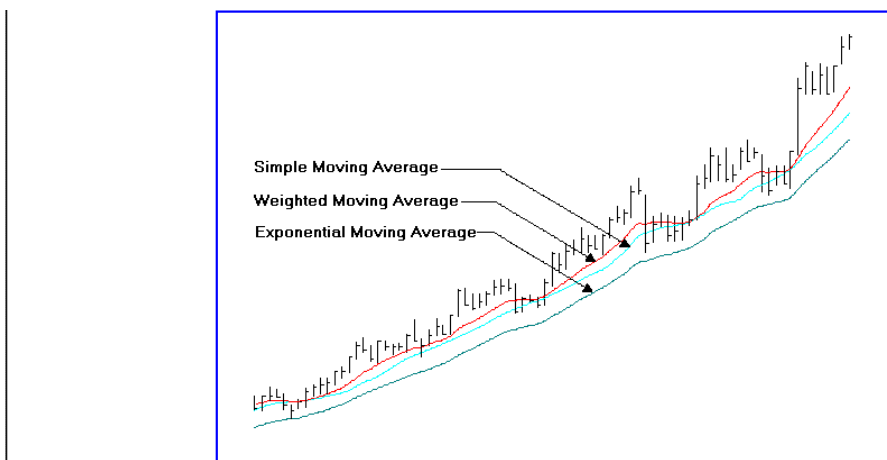
Figur 7-6 Bar chart



Kilde: Reuter Graphics

Barchartet er en prisanalyse, der viser det finansielle instruments højeste og laveste kurs indenfor dagen. En åbningskurs og en slutkurs. Modsætningen hertil er et lineiechart, der blot viser den kurs som instrumentet lukkede til. Anvendeligheden af barchartet er således, at det viser noget om variationerne indenfor dagen.

Figur 7-7- Glidende gennemsnit



In this example you can see the three types of Moving Average, simple, weighted and exponential. For this chart each moving average is using a 10-day period.

Kilde: Reuter Graphics

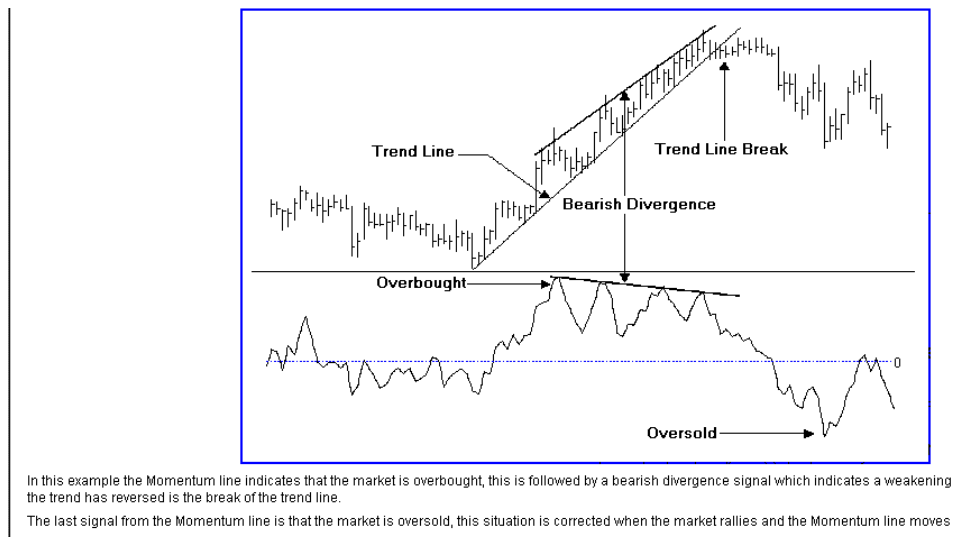
En af de mest anvendte teknikker er beregning af glidende gennemsnit på baggrund af kursdata, gennemsnittene kan være simple, vægtede eller eksponentielle. Forskellen mellem de tre typer er alene reaktionstiden på, hvornår der skal købes og sælges. Der er to væsentlige formål med glidende gennemsnit: identifikation af en trend og at give købs- og salgssignaler.

Glidende gennemsnit er et bevægeligt gennemsnit af data. Glidende gennemsnit beregnes ud fra en simpel matematisk formel, hvor der beregnes gennemsnit af data indenfor en bestemt periode, og når en ny kurs indgår går en gammel kurs ud. Det fanger således ”støj” i kursbevægelserne, og udjævner kursbevægelserne.

Ideen er at når kursen bryder et gennemsnit i opadgående retning dannes der et købssignal og omvendt når spotkursen bryder et glidende gennemsnit i nedadgående retning. Der anvendes to glidende gennemsnit, hvor kursen normalt er det første (en observation) og herudover kan der anvendes hvad der passer til ens temperament. Meget brugte glidende gennemsnit er 10,20,50, 100 og 200 dages glidende gennemsnit, og bestræbelserne er store på at identificere netop de to gennemsnit der er mest ”anvendelige”. Når spotkursen bryder to væsentlige gennemsnit opad taler man om et ”golden-cross” og nedad om et ”death-cross”.

Når glidende gennemsnit og kursbevægelserne er brugbare kan man lige tænke over følgende:

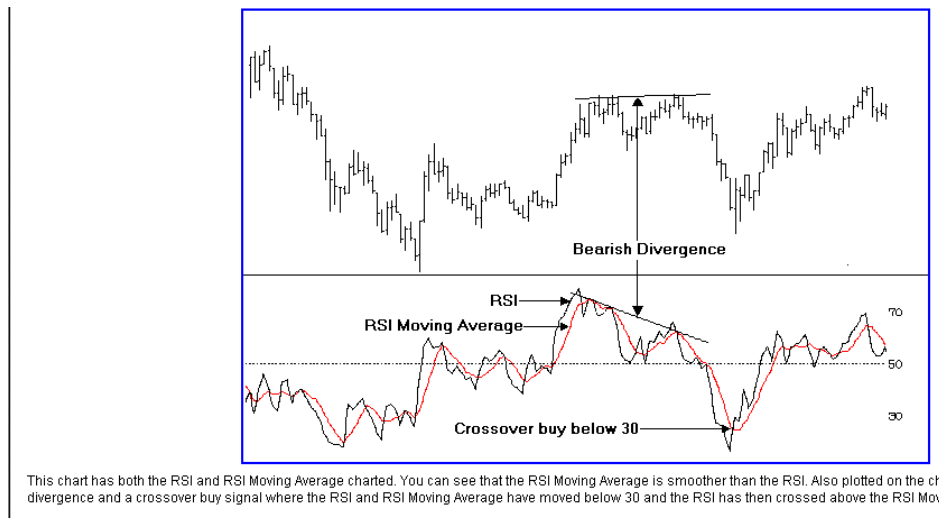
”The Averages Discount Everything: The fluctuations of the daily closing prices of the Dow-Jones rail and industrial averages afford a composite index of all the hopes, disappointments, and knowledge of everyone who knows everything of financial matters, and for that reason the effects of coming events (excluding acts of God) are always properly anticipated in their movement. The averages quickly appraise such calamities as fires and earthquakes”. Rhea (1932:12).

Figur 7-8. Momentum chart

Kilde: Reuter Graphics

Momentum analyser fortæller noget om et instrument er overkøbt eller oversolgt. Den nederste blå linie markerer en neutral situation, mens et momentum over stregen indikerer et marked, der er steget meget (for hurtigt), og en bevægelse under stregen indikerer at markedet er faldet for meget. Det er henholdsvis overkøbt eller oversolgt. Ideen med momentum analyse er at give en identifikation om en ændring og om markedets status.

Ved den brede pil i midten af grafen ses en kraftigt stigning, og man ser at momentumindikatoren stiger. Under stigningen vises en bearish divergence, der viser, at markedet er steget for hurtigt. Bemærk, at momentumindikatoren viser faldende toppe, og efter nummer fire kommer der et udbrud af kileformationen, der giver et markant fald. Rent beregningsteknisk er momentumindikatoren beregnet ved trække dagens kurs fra kursen for en periode siden (kan være 1 dage, 1 uge). Denne positive eller negative værdi plottes ind på den blå linie (nullinie).

Figur 7-9. RSI og glidende gennemsnit

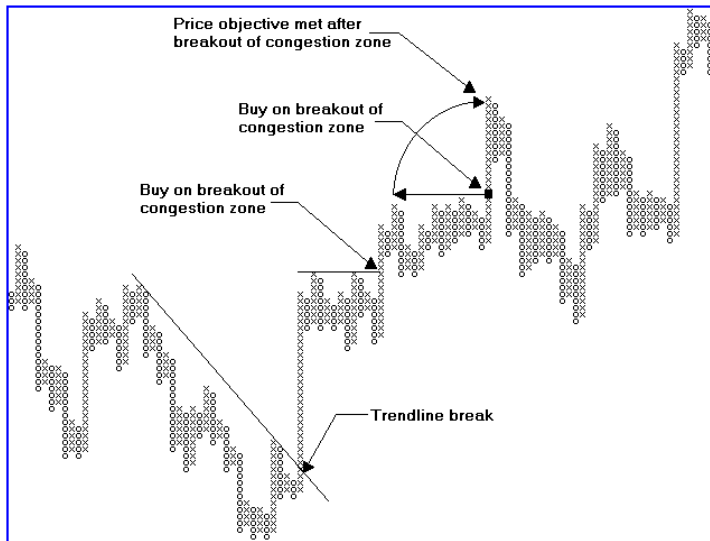
Kilde: Reuter Graphics

Ovenfor er vist en kombination af en prisudvikling og en momentum-indikator RSI (relativ styrke indeks), hvor der bliver beregnet et glidende gennemsnit på RSI-indikatoren. Det glidende gennemsnit kunne også være beregnet på selve barchartet.

RSI indikatoren ligger mellem 0-100, men normalt betragter man høje værdi omkring 70 som et udtryk for et overkøbt marked, og under 30 som et oversolgt marked. På grafen ovenfor ser man i midten af grafen en stigende kursbevægelse, der giver en høj RSI, men hvor kursbevægelsen standser op. Denne er også indikeret ved en modstandslinie.

Det glidende gennemsnit på RSI giver således et klart salgssignal. Efter korrektion i højre side af chartet ser man et oversolgt marked med en lav RSI, der i sig selv er et købssignal, men bemærk igen at det glidende gennemsnit fanger den stigende kursbevægelse vel at mærke før den sker.

7.6.3.1 Specielle tekniske analyseteknikker

Figur 7-10. High-Low Point and Figure Diagram (kryds-og bolle chart)

Kilde: Reuter Graphics

På ovennævnte graf er der ingen tidsdimension på X-aksen. Stigningen markeres med et x og et fald med en o (bolle). Bemærk, at der kun markeres med et x hvis den nye kurs er et x over den forrige, og omvendt markeres der med en o når kursen er en under den gamle observation. High/low indikerer blot, at der beregnes på alle kurser indenfor dagen i modsætning til en slutkurs.

Point og figur anvendes til at finde støtte- og modstandspunkter, identificere købs- og salgssignaler og til at beregne prisobjektiver. På figuren ses hvordan kursen efter et kraftigt fald bryder en faldende trendlinie og stiger markant. Herefter kommer der et modstandsområde, der brydes tredje gang. Ekspert i P-F tæller normalt 20 x eller o som indikator for en for kraftig stigning eller fald. Det er meget anvendt på aktier.

Figur 7-11. Candlestickmetoden

Reuters Graphics Analyses

File Edit Bookmark Options Help

Contents Back Print << >>

Candle Stick

Uses Diagram Parameters Intervals

Disclaimer

Japanese candle charts are the earliest known form of charting in the world. Their use dates back to rice futures markets in Japan in the 1600's; in comparison, the earliest estimate of Western chart use is for point and figure charts in the USA in the 1880's.

Candle charts use open, high, low and close price data. If the close is below the open (if the value of the security has fallen) the candle body is coloured in black. If the close is higher than the open, the candle body is left clear or white. The lines above and below the body are called shadows, they show the high and low prices for the period.

Candles are drawn as follows:

closing value →

opening value →

'Unfilled' (white) when closing value *higher* than opening

← opening value

← closing value

'Filled' with black when closing value *lower* than opening

highest

lowest

Reuters would like to thank TATE for their contribution towards the interpretation of this analysis.

Further Reading

Kilde: Reuter Graphics

Dette er en orientalsk form for teknisk analyse, der går tilbage til 1600-tallet i Japan. En investor ser markedet som en krigszone, hvor den mørke candle (dynamitstang) indikerer at markedet er sluttet højere, og den hvide candle, at markedet er sluttet lavere. Herudover spiller størrelsen på candlen ind og om der er ”skygger” og deres længde. På sin vis minder analysen om barchartet fra tidligere.

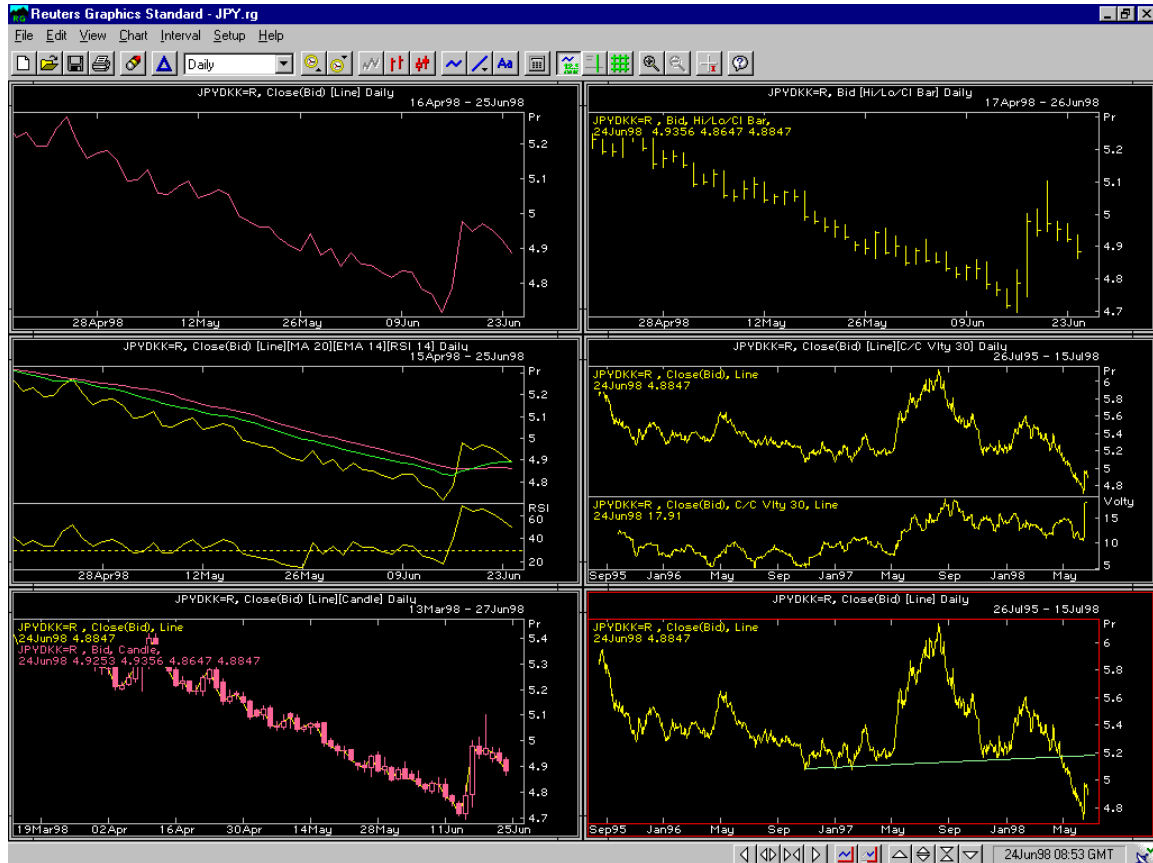
Herudover findes der en række andre former for tekniske analyser, der er variationer eller specialiteter af ovennævnte, hvoraf kan nævnes: Bollinger-bands, envelopeteknikker, Filter-teknikker⁷⁶ og forskellige former for osciliator teknikker⁷⁷.

Om teknisk analyse er en videnskab skal være usagt, men det er en meget anvendt analyseform, der kræver disciplin af de der anvender det. Det har bevist sin berettigelse, og bør anvendes som beslutningsstøtte sammen med den sunde fornuft, makroøkonomiske viden og sans for købmandskab.

⁷⁶ En meget anvendt er Alexanders Filter.

⁷⁷ En kendt er Chaikins o.

Figur 7-12. JPY/DKK som konkret analyse



Kilde: Reuter Graphics

I ovennævnte eksempel er vist kursudviklingen på JPY/DKK frem til 24.juni 1998. Der er vist kursudviklingen i seks billeder. I de to øverste er vist udviklingen som slutkurs og barchart. Bemærk de store variationer indenfor dagen, og specielt den store kursbevægelse, da kursen accelerer omkring den 20.6.

De to midterste viser henholdsvis en række glidende gennemsnit (20 og 14 dage) og RSI og volatiliteten. Som det fremgår brydes de to snit og giver et købssignal, men den højde RSI indikerer, at det er sket for hurtigt. At risikoen stiger med pludselige bevægelser ses på volatiliteten, der stiger fra 10 til 15%.

På de to nederste chart er vist et candlechart som en raritet (til venstre) og et chart tilbage til september 1995 (til venstre). Bemærk modstandslinien omkring 520, der i tilfælde af brud vil indikere en trendvending af JPY svaghed siden september 1997.

7.7 Valuta-og finanskriser.

Lad en ting være slået fast: Finansielle kriser, uanset årsag, er ikke nogen ny foreteelse selv om alle har Asien-krisen inde på livet. I historisk og moderne tid er kriser ikke noget nyt fænomen, der da også er indgående beskrevet i litteraturen⁷⁸.

Når kriser er vigtige i den meget brede sammenhæng skyldes det ikke mindst, at konsekvenserne er vidtgående. For den internationale virksomhed bliver en krise, derfor også virksomhedens problem. Der kan være mange implikationer der berører virksomhederne: Det kan være markeder der bortfalder eller eksport der svigter, der kan komme tab på investeringer i det pågældende land, som følge af devalueringer. Rentestigninger kan slå igennem på virksomhedens datterselskabs finansieringsmuligheder. I nogle lande indføres kapitalrestriktioner, hvorved kurssikring både besværliggøres eller fordyres.

Derfor bør internationale virksomheder også kunne håndtere kriserne uanset baggrund, og i den historiske sammenhæng er der mange lighedspunkter mellem kriserne uanset verdensdel, og der er ofte en række alarmklokker, der ringer og som kan bruges til at tage nogle forbehold. At styre uden om en finanskriser i et land, hvor en virksomhed har aktivitet er naivt, men skaderne kan forebygges. Der kan foretages risk management, der ligeså meget er et beredskab om hvad man gør når skaden er ved at opstå eller sker.

Det handler de følgende sider også om.

I nyere tid kan mange huske valutakrisen i EMS-samarbejdet i 1992 og i 1993. Latin-Amerika krisen, den såkaldte ”tequila-krise” i 1994-95, hvor den mexicanske valuta devaluerede. Både GBP og FRF var udsatte valutaer i 1960’erne, og sammenbruddet af Bretton Woods i 1973 medførte også en international valutakrise. I historisk tid var der den såkaldte Baring krise i 1890, der har reminiscenser til Mexico-krisen i 1994-95, USA valutakrise i 1894-96.

Det interessante er, at de kræfter der er på spil i disse globale kriser har en række fællestræk, og det er ikke kun kriser i mindre udviklede lande. Det er også kriser i større industrilande.

⁷⁸ Michael D. Bordo og Anna J. Schwartz (1996). *Why Clashes between Internal and External Stability Goals End in Currency Crisis, 1797-1994.*, Open Economic Review, Vol. 7, side 537-68 eller Charles Kindberger (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, Basic Books.

Andre kilder er IMF 1998) og Goldman Sachs (1998).

Kriserne har en række omkostninger og medfører ofte en betydelig økonomisk omvæltning i de berørte lande. Disse omkostninger og følgevirkninger vil også blive belyst.

7.7.1 Krisetyper

Der kan selvfølgelig opstilles en række former for kriser, men generelt kan de opdeles i fire hovedtyper.

7.7.1.1 Valutakriser

En valutakrise er når et lands valuta enten tvinges til at devaluere eller tvinges til at bruge store dele af landets valutareserver til at forsvare valutaen. En valutakrise resulterer ikke nødvendigvis i en devaluering, og i en række tilfælde har ”forsvareren” (nationalbanken/landet) vundet over agressoren. Det er derfor ikke kun nok, at se på rent faktisk forekomne devalueringer.

7.7.1.2 Bankkriser

En bankkrise kan identificeres når bankens passivside udsættes for pres. Man taler om et ”run” på en bank, underforstået, at kunderne kræver deres indskud udbetalt, og som tvinger regeringen eller nationalbanken til at intervenere.

Bankkriserne er svære at vurdere. Man kunne spørge sig selv om hvad målegrundlaget skulle være? Ikke alle lande har udførlige statistikker over udviklingen i indlån, men bankkriserne kan normalt identificeres på bankernes aktivside, der falder i værdi. Det kunne være udviklingen i lån, der ikke kan servicere gælden eller det kunne være i antallet af konkurser eller i kraftige fald i aktie- og ejendomsmarkedet.

7.7.1.3 Systemiske finanskriser

Dette er gennemgribende kriser, hvor der ikke blot er tale om en valutakrise, men om en totalkrise, hvor et lands finansielle system kan komme i krise. Det kan være problemer i betalingssystemer, kollaps af aktiemarkeder m.v.

7.7.1.4 Gældskriser

Gældskriser er situationer, hvor et land ikke er i stand til at betale sine gældsforpligtelser enten af offentlig eller af privat karakter.

7.7.2 Fællestræk ved kriserne

Der er ofte en række fælles træk ved krisernes opståen: Fundamentale økonomiske ubalancer, opskruede priser på aktiver (aktier, fast ejendom), overvurderede valutakurser. Makroøkonomisk ustabilitet har været en vigtig faktor i mange tilfælde. Ofte har en aggressiv penge-og finanspolitik (lempelser) medført overinvestering i realaktiver (fast ejendom og aktier). Senere stramninger har medført fald i den økonomiske aktivitet, der har medført problemer med tilbagebetaling af lån. Specielt i de Latinamerikanske lande har sådanne låneboom været en årsag til kriserne.

Mange kriser er udsprunget af eksterne forhold: Det kan være store skift i handel med udlandet og i store ændringer i internationale rentesatser.

Den globale samhandel og en større integration mellem de finansielle markeder har medført, at udviklingslandene rammes både hurtigere og hårdere. Kraftige fald i eksportpriser eller fald i råvarer kan give problemer for nationale virksomheder med at tilbagebetale lån, der igen påvirker de lokale banker.

Fald i renterne i industrilandene har ofte medført en kapitaleksport til højere forrentningsmuligheder i udviklingslandene, der bliver hårdt ramt når midlerne repatrieres ved eks. globale rentestigninger.

Sammensætningen af kapitalstrømme og sammensætningen af et lands udlandsgæld spiller i denne sammenhæng en betydelig rolle for årsagerne til krisernes opståen.

Krisen i Thailand og Mexico kan henføres til at landene anvendte kortfristede muligheder for at finansiere de løbende betalingsbalanceunderskud. Krisen i Latinamerika i 1970'erne kan henføres til kraftige internationale rentestigninger, der medførte en fordyrelse af lån og kreditter, der igen betød tab i banksektoren.

Sammensætningen af gæld spiller også en betydelig rolle. I Asien har en række lande bundet deres valutaer op mod USD. Da USD steg betydeligt mod JPY i 1995-1997⁷⁹ betød det en svækkelse af økonomierne i en lang række fjernøstlige lande, og der opstod både en "monsoneffekt og en dominoeffekt".⁸⁰

⁷⁹ USD/JPY steg kontinuært fra ca. 77, i 1995 til kulminationen i sommeren 1998, til over kurs 140.

⁸⁰ I litteraturen "monsoonal effect jvf. Paul Mason (1998). Contagion. Monsoonal Effects, Spillovers, and

I Asien finansierede en lang række lande deres udlandsgæld med fremmed valuta, der steg i værdi.

Domino-effekten ses i en række tilfælde. Krisen i Mexico forplantede sig til en række andre Latin-Amerikanske lande. Krisen i Thailand forplantede sig til en række andre lande i regionen (Malaysia, Sydkorea, Philippinerne, Taiwan, Australien og New Zealand).

Kriserne opstår ofte ved at specielt udenlandske investorer mister tilliden til de fundamentale forhold i et land når aktiverne i et land falder i værdi, og dermed svækker finansieringsmuligheder med eksternt kapital. Ofte sker der en række korrektioner af valuta, aktier og fast ejendom, men om det ender i en krise afhænger også af måden den tackles på, og om der er tillid til den måde krisen bliver løst på.

Krisen i Asien bærer præg af mangel på tillid til valutaerne, bankerne, og til den gældsandel som en række af disse lande har. Her er Indonesien nok det mest skræmmende eksempel.

Valutakrisen i 1992 i EMS-samarbejdet var en ren valutakrise, måske med undtagelse af Norge og Sverige, der samtidig oplevede en bankkrise.

7.7.3 Hvor mange kriser har der været?

IMF (1998) har på baggrund af ovennævnte krisetyper opgjort antallet af kriser i 50 lande (22 industrilande og 31 udviklingslande) i perioden 1975-1997.

Resultatet var, at man fandt frem til at der havde været 158 valutakriser og 55 egentlige valutakrak, 54 bankkriser og 32 valuta-og bankkriser.

Goldman (1998) har undersøgt valutakriser i Asien, Latinamerika og Østeuropa for perioden 1960-1995 og fundet 66 valutakrak.

Valutakriserne var mere udtalte i 1975-1986 end i den sidste periode, mens antallet af bankkriser primært er sket i perioden 1987-1997. For perioden 1975-86 kan valutakriserne henhøres til de chok, som en række lande udsattes for med oliekriserne, mens bankkriserne kan henføres til kapitalliberaliseringer i en række lande i den sidste del af perioden.

Kriserne er i overtal i udviklingslandene i forhold til de industrialiserede lande.

Ifølge IMF's undersøgelser følges bank-og valutakriser ad. Bankkriser medfører dog ofte en valutakrise. I 13 tilfælde skete valutakrisen et år efter valutakrisen, og i 10 tilfælde to år efter, mens der i 12 tilfælde både var bank-og valutakrise.

7.7.4 Hvad er omkostningerne ved kriserne?

Omkostningerne er mangeartede i form af faktiske omkostninger ved at få det finansielle system til at fungere, men også i form af omkostninger af et lavere bruttonationalprodukt når de finansielle markeder ikke fungerer.

I nogle tilfælde har prisen været op til 40% af BNP. I Chile og Argentina androg dårlige lån ca. 30% af samtlige lån. Krisen i Mexico i 1994-95 anslår IMF kostede ca. 12-15% af BNP, i Sverige i 1991-93 ca. 4-5%, og i Norge i 1988-1992 ca. 4% af BNP.

7.7.5 Hvor lang tid varer kriserne?

Valutakriserne varer, for de 158 valutakriser i IMF's undersøgelse, i gns. ca. 1,6 år. I de 55 tilfælde af rene valutakrak varer det 2 år.

De 54 bankkriser varer i gns. 3,1 år, mens de 32 valuta-og bankkriser varer ca 3,2 år. Bemærkelsesværdigt er det, at kriserne er hurtigere overstået i udviklingslandene end i industrilandene.

Goldman (1998) har beregnet at valutakriserne i gennemsnit varer ca. 2 år.

7.7.6 Advarselslamper før krisen begynder

Fra officiel hold har man gjort sig store anstrengelser for at identificere advarselslamper for at spare de følgeomkostninger, der kommer i krisernes kølvand.⁸¹

IMF (1998) argumenterer med et argument som man finder hos Galbraight, at hvis der kan opstilles nogle retningslinier vil de hurtig miste deres betydning, fordi alle vil være opmærksom på dem. Problemet ligger i hvilke variable man skal ligge vægt på? Et andet problem ligger i at få fastslået tidsdimensionen. Hvis variabelen er bankkrise, og den er opstået, er det for sent. Hvis årsagen er finanspolitiske forhold kan variablene være store offentlige underskud, for stort offentlig forbrug og kreditgivning til den offentlige sektor.

⁸¹ Morris Goldstein (1996). *Presumptive Indicators/Early Warning Signals of Vulnerability to Financial Crisis in Emerging Market Economies*, Institute for International Economics, Januar

Hvis årsagen er den finansielle sektor kan det være udlånsvækst i den private sektor, kapitalliberaliseringer, kortfristet udlandsgæld, lokale renter, aktiekrak eller dårlige lån.

Hvis årsagen er eksterne faktorer kan variablene være den reale valutakurs, betalingsbalanceunderskud, ændringer i udenrigshandelen, forskelle mellem inden-og udenlandske renter, niveauet for og den udenlandske kapitalindstrømnings størrelse.

Blandt alle disse muligheder fandt IMF, at den reale valutakurs ofte var en pålidelig indikator, der ofte op til 13 måneder **før** en valutakrise opstår sender et signal om at valutaen er overvurderet. Andre vigtige indikatorer er vækst i kreditter og i M2-ratio (udækkede national banksektor gæld) i forhold til valutaeserver.

Herudover kan gode indikatorer være aktieindeks (fald), lave lokale realrenter (høj inflation), forværring i handelsbalance, og stigning i verdens realrenter.

7.8 IMF's betydning og international låntagning

I forbindelse med de internationale finanskriser har International Monetary Fund (IMF) været særdeles aktiv. Det gælder krisen i Brasilien, krisen i Indonesien og Sydkorea, hvor sidstnævnte betød en hjælpepakke i størrelsesordenen 30 mia. USD. Men i tidens løb har en lang række lande fået en betydelig håndsrækning når økonomiske ubalancer (stor udlandsgæld, store betalingsbalanceunderskud) har betydet betalingsproblemer for landet: Mexico, Argentina, Rusland, Indien, Brasilien, Jugoslavien, Philippinerne, Pakistan, Tyrkiet og England for blot at nævne de største modtagere af hjælp i tidens løb.

7.8.1 IMF's rolle i verdensøkonomien

IMF's rolle er til tider omgivet med mystik. Er det en finansiell institution der støtter u-lande, er det en centralbankernes centralbank, og hvad er det overordnede formål med IMF? IMF er en samarbejdsorganisation, der i dag omfatter 182 lande. I 1945 under Bretton Woods aftalen blev de større industrilande enige om, at det er fordel, at der finder konsultationer sted mellem landene med det formål at sikre et stabilt betalingssystem, således at kapitalstrømme og valutaer kan fungere på hensigtsmæssig vis. IMF udlåner midler til lande, der er i økonomiske problemer, og som skylder penge til andre IMF-lande mod at de gennemfører økonomiske reformer. I Indonesien krævede IMF en total reform af banksystemet. I andre tilfælde har IMF stillet krav om, at landene devaluerede

eller strammede op på den førte økonomiske politik. Som sådan har IMF dog ingen sanktionsmuligheder overfor medlemslande, der ikke lever op til de stillede krav.

Adgangsbilletten til IMF er en kvota, der indebærer at man bidrager med midler til IMF. Største bidragsyder er USA med 18,25%, Tyskland med 5,87% og Japan med 5,67%. Den kapital som IMF har rådighed over andrager mere end 200 mia.USD. I oktober 1998 besluttede den amerikanske Kongres efter stor betænkelighed at indbetale USA manglende indbetalinger i størrelsesordenen 20 mia.USD, der igen medførte at en række andre lande indbetalte deres kvota.

Medlemskab af IMF indebærer at de enkelte lande foretager en række konsultationer, hvor IMF orienteres omkring landets økonomiske politik, status og valutaforhold. Disse konsultationer sker årligt, men kan ske flere gange hvis IMF ønsker det.

IMF's hurtige involvering i kriser kunne forledes til, at man opfatter IMF som en bank. Det er ikke tilfældet. IMF's primære rolle er at overvåge og koordinere bestræbelserne internationalt på et betydeligt samarbejde omkring formuleringen af økonomiske politikker. Den finansielle funktion er dog betydelig, og IMF's rolle i verdensøkonomien er derfor ikke ubetydelig.

7.9 Delkonklusion

Selv om det internationale samarbejde er øget er der fortsat en række globale valutakursregimer. For varehandel mellem europæiske virksomheder vil valutakursrisiciene falde, og transaktionsomkostningerne falde. Forecasting af valutakursen vil fortsat være genstand for betydelig forskning, og vil fortsat være præget af vanskelighederne med at få modellerne til at passe. De finansielle kriser vil fortsat bestå og årsagerne vil fortsat falde indenfor fire hovedkategorier.

7.10 Litteraturhenvisninger

Bessembinder, Hendrik og Chan Kalok (1995). *The Profitability of Technical Trading Rules in the Asian Stock Market*, Pacific-Basin Finance Journal 3, 257-284.

Bessembinder, Hendrik og Chan Kalok (1997). *Market Efficiency and the Returns to Technical analysis*, Working Paper, Arizona State University.

Danmarks Nationalbank (1998). *Revision til vægtgrundlaget til beregning af Nationalbankens effektive kronekursindeks*, 2.kvartalsoversigt 1998 fra Danmarks

Nationalbank.

Fama E. og Blume M (1966). *Filter Rules and Stock Market Trading Profit*, Journal of Business 39, 226-241.

Goldman Sachs (1998). *A Taxonomy of Foreign-Exchange Crashes*, The Emerging Markets Currency Analyst, april.

International Monetary Fund (1995). *International capital markets; developments, prospects and policy issues*.

International Monetary Fund (1998). *World Economic Outlook, May, section IV*.

Jensen, M. og Benington G. (1970). *Random Walks and Technical Theories, Some Additional Evidence*, Journal of Finance 25, 469-482.

Rangvid, Jesper (1996). *A Cointegration Modelling of Changes in The Danish Exchange Rate Central Parities*, WP 96-1, Handelshøjskolen i København.

Rangvid, Jesper (1998). *"Fundamentals-baserede" forudsigelser af EMS-valutakurser gennem kriserne i 1992-1993*. Finansinvest IV side 19-25.

Rhea, Robert (1934). *The Dow Theory*. Barrons, New York.

Schwager, Jack D. (1996). *Schwager on Futures*, Wiley.

Sharpe, W, Alexander, G og Bailey J. (1995). *Investments*, Prentice-Hall.

Sydbank, Materiale om anvendelse af ko-integrationsmodeller til forudsigelse af valutakurser.

Tvede, Lars (1988). *Børshandelens Psykologi*. Schultz.

