

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt – Maj 1992

Signaturforklaring

- Nul
- 0 Mindre end en halv af den anvendte enhed
- Tal kan efter sagens natur ikke forekomme
- ... Tal foreligger ikke
- * Foreløbige eller anslåede tal
- ___ Databrud

I tabeller, hvor pengeinstitutterne indgår, er tallene eksklusive færøske og grønlandske pengeinstitutter, men inklusive herværende filialer af udenlandske pengeinstitutter.

Bortset fra tabeller, der er baseret på Nationalbankens balance, er tallene for pengeinstitutterne baseret på indberetninger fra samtlige banker og større sparekasser – fra og med 1988 sparekasser med en arbejdende kapital over 100 mill.kr.

Statsinstitutionen Postgiro er fra 1. juni 1991 omdannet til pengeinstitut GiroBank. Da banken ved udgangen af 2. kvartal 1991 ikke i fuldt omfang var omfattet af pengeinstitutternes indberetningspligt, indgår GiroBank først fra og med juli 1991 i „Pengeinstitutterne“, medmindre andet er anført ved de enkelte tabeller.

Som følge af afrundinger kan der være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Kvartalsoversigt - Maj 1992

31. årgang, nr. 1

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Ny instrumenter i penge- og likviditetspolitikken	8
Pengepolitikken i 1991 v/professor Torben M. Andersen	10
Pengepolitikken i 1991 v/lektor, cand. polit. Finn Østrup	14
Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer v/Tonny Lybek, Pengepolitisk Kontor	18
Economic and Monetary Union – A Central Banker's Perspective, af nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer	26
Economic and Monetary Union. The Case for Central Bank Independence, af nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer	32
Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 24. april 1992	40
Nationalbankens pressemeddelelse af 11. marts 1992	43
Nationalbankens pressemeddelelse af 6. april 1992	44

Tabeller og figurer:

Nationalbankens vigtigste aktiver og passiver	1
Danmarks internationale likviditet	2
Valutakurser	3
Valutakursudviklingen i forhold til dollar	4
Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner	4
EMS-valutaernes indbyrdes placering	5
Den effektive kronekurs	5
Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet	6
Specifikation af porteføljeinvesteringer	7
Pengeinstitutternes udlandsstilling	8
Udenrigshandelen	8
Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen	9
Betalingsbalancen	10
Statsfinanserne	11
Statens finansieringsbehov	12
Statens udlån og gæld	12
Kommuner, havne og værker mv.'s likvide beholdninger og gæld	13
Pengeinstitutternes likviditetsmæssige nettostilling over for Nationalbanken	14
Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken	14
Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes likviditetsmæssige nettostilling over for Nationalbanken	15
Pengeinstitutternes udlån	16
Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier	16
Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer	17
Pengeinstitutternes indlån	17

Valuta- og landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender	18
Landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske aktiver	19
Branchefordeling af pengeinstitutternes indenlandske udlån og indlån	20
Pengeinstitutternes indenlandske udlån og indlån	21
Pengemængden	22
Forskellige faktorer påvirkning af pengemængden	22
Indenlandsk pengeskabelse	23
Statens nettofinansieringsbehov og kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. gennem vigtige finansieringskilder	23
Realkreditinstitutternes låneaktivitet	24
Nettoutilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi samt aktieemissioner	25
Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer	26
Tinglysninger af pantebreve i fast ejendom	26
Finansieringsselskaber	27
Priser og lønninger	28
Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten	29
Rentesatser i en række lande	30
Nationalbankens vigtigste rentesatser	31
Nationalbankens rentesatser samt pengemarkedsrenter	32
Pengemarkedsrentesatser	32
CIBOR-satser	33

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Denne oversigt vedrører perioden fra februar til begyndelsen af maj 1992.

De internationale valutaforhold

Fra årsskiftet til midten af marts blev dollaren styrket med 10 pct. over for D-mark og 7 pct. over for yen. Bortset fra en kortvarig svækkelse over for D-mark i begyndelsen af april har dollarkursen siden været stabil. Den japanske centralbank har intervenseret enkelte gange med små beløb for at modvirke dollarstigningen.

Den finske mark kom i begyndelsen af april under pres. Markedsrenterne steg, og Finlands Bank måtte intervenere for betydelige beløb. Banken indgik bilaterale aftaler med centralbankerne i Danmark, Norge, Sverige og Tyskland om kortfristede kreditter til interventionsformål. Endvidere vedtoges besparelser på statsfinanserne, som indebærer en finanspolitisk stramning på 2 pct. af bruttonationalproduktet fra 1993. Herefter faldt valutamarkedet til ro.

Uroen i Finland berørte i lighed med valutakrisen i november 1991 også den svenske krone. Sveriges Riksbank foretog betydelige interventioner og forhøjede den 6. april renten for pengeinstitutternes låntagning med 2 pct. til 13 pct. Udlånsrenten blev dog allerede den 9. april sænket med 1 pct. og den 15. april med $\frac{1}{2}$ pct. efter en betydelig tilbagestrømning af valuta.

Det europæiske valutasamarbejde (EMS)

Portugal indtrådte den 6. april i valutakurssamarbejdet. Dermed deltager nu alle EF-lande bortset fra Grækenland i dette samarbejde. Pariteten for escudo blev fastsat til en kurs, der var lidt under markedskursen på indtrædelsestidspunktet. Udsvingsgrænserne over for de øvrige valutaer i samarbejdet blev fastlagt til ± 6 pct., og escudo indgik således i det brede udsvingsbånd sammen med spanske pesetas og pund sterling. På det danske marked vil kursen på escudo herefter kunne bevæge sig mellem 4,13 og 4,66 kroner pr. 100 escudos. Escudoen har i de seneste år ligget inden for disse udsvingsgrænser. I forbindelse med Portugals indtræden i valutakurssamarbejdet sænkede Portugals centralbank udlånsrenten med 1 pct. og indskudsrenten med $\frac{1}{4}$ pct.

Det snævre bånd har siden årsskiftet været præget af ro, og afstanden mellem den stærkeste og den svageste valuta er indsnævret, jf. figur side 5 i tabel- og figurafsnittet. Siden begyndelsen af februar er franske franc blevet styrket, og den danske krone er hermed blevet isoleret i båndets nedre del, men uden pres. På baggrund af en mindre svækkelse af lire intervenserede den italienske centralbank en kort periode i slutningen af marts og begyndelsen af april.

Valutaerne i det brede bånd lå frem til midten af april tæt på interventionsgrænserne

Figur 1
Pct.

Pengemarkedsrenter for udvalgte EMS-lande



Anm.: 3-måneders pengemarkedsrente.

med pund sterling i bunden og spanske pesetas i toppen. Der har kun enkelte gange været behov for intervention. Siden det engelske parlamentsvalg den 9. april er pund sterling styrket markant.

Den afdæmpede kursudvikling har medført, at indekset for den effektive kronekurs var stort set konstant i hele perioden.

Den internationale renteutvikling

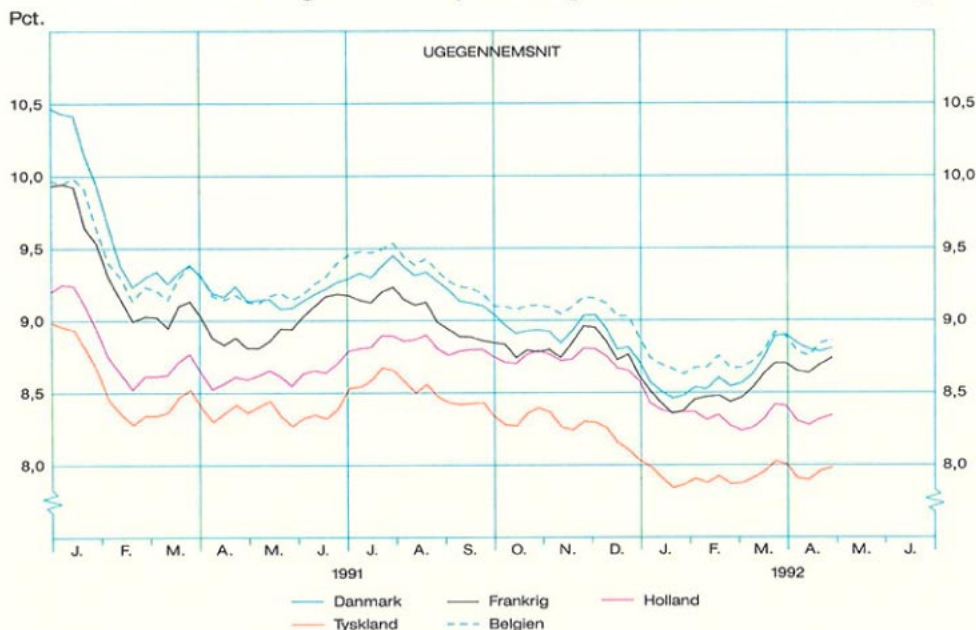
Den amerikanske pengepolitik blev lempet betydeligt ved flere lejligheder i 1991. Dette kom tydeligst til udtryk ved, at diskontoen ved årsskiftet var 3,5 pct. og dermed lavere end på noget tidspunkt siden 1964. På baggrund af forventninger til et begyndende opsving steg pengemarkedsrenten lidt frem til midten af marts trods uændrede officielle rentesatser. I lys af fornyet usikkerhed om konjunktursituationen tilførte den amerikanske centralbank i begyndelsen af april likviditet til banksystemet til en lavere rente. Derimod er renten på 10-årige obligationer siden årsskiftet steget med knap 1 pct. til 7,7 pct. og ligger nu næsten 3,5 pct. højere end 3-måneders pengemarkedsrenten.

Væksten i Japan synes at ville blive langt svagere i 1992 end i de forudgående år, og den japanske diskonto blev nedsat med $\frac{3}{4}$ pct. til 3,75 pct. den 1. april.

Efter nogen afmatning i andet halvår af 1991 er der tegn på en styrkelse af den økonomiske aktivitet i Tyskland i de første måneder af 1992. Inflationen er efter tyske forhold fortsat høj, og udfaldet af lønforhandlingerne på det private arbejdsmarked er usikkert. På denne baggrund er pengepolitikken i de seneste måneder blevet strammet lidt. De officielle rentesatser, lombardrenten og diskontoen, er ikke blevet ændret, men renten

Obligationsrenter for udvalgte EMS-lande

Figur 2



Anm.: 10-årige statsobligationer.

ved Bundesbanks genkøbsforretninger er gradvis øget til 9,65 pct. i begyndelsen af maj. 3-måneders pengemarkedsrenten er steget til 9,70 pct. eller næsten det samme som lombardsatsen. (Samspillet mellem de forskellige officielle tyske rentesatser er nærmere beskrevet i Kvartalsoversigten fra februar 1991.) Pengemarkedsrenten ligger fortsat $1\frac{1}{2}$ pct. over obligationsrenten.

Stigningen i den tyske 3-måneders rente siden årsskiftet er stort set ikke smittet af på pengemarkedsrenten i de øvrige EMS-lande, jf. figur 1. Tværtimod har der i de fleste af disse lande været mindre rentefald siden begyndelsen af april, og den korte rente i Holland og Belgien har i den senere tid ligget en smule under renten i Tyskland. Renten på statsobligationer i Tyskland er dog fortsat lavere end i andre EMS-lande, men nu kun en anelse højere end i USA.

Renteudviklingen i Danmark

De danske renter steg gennem februar og marts, men noget af stigningen blev redresseret i april. Renteforøgelsen var mere udtalt på obligationsmarkedet end på de kortere løbetider i pengemarkedet og medførte en udvidelse af obligationsrentespændet over for de øvrige lavinflationslande i EMS-systemet, jf. figur 2. Rentespændet over for Tyskland øgedes fra 0,6 pct. til 0,8 pct. for 10-årige statsobligationer.

Da 3-måneders renten i de andre lavinflationslande i EMS-systemet steg gennem marts, fastsatte Nationalbanken i lys af kronens placering i EMS-systemet salgsprisen på skattemerkebeviser på auktionen i slutningen af marts svarende til en rente på 10 pct. Ved introduktionen af indskudsbeviser den 1. april fastsattes renten på disse beviser til 9,9 pct., hvilket under hensyntagen til den hyppigere rentetilskrivning svarer til en 3-måne-

ders rente på 10 pct. I slutningen af april nedsattes renten ved salg af indskudsbeviser til 9,85 pct.

Der har i perioden været et stigende spænd mellem de forskellige 3-måneders satser på det danske marked. Således har renten ved 3-måneders pengemarkedsforretninger med sikkerhed i fx skatkammerbeviser hyppigt ligget 0,2 pct. under den usikrede 3-måneders pengemarkedsrente, som vises i figur 1. Samtidig har der mange dage ikke været registreret omsætning i det organiserede marked for usikrede 3-måneders pengemarkedsforretninger. Begge forhold understreger, at der i de seneste måneder har været en klar tendens i retning af, at 3-måneders renten for sikrede pengemarkedsforretninger er blevet den repræsentative markedsrente.

Udviklingen i pengeinstitutternes balancer

Pengeinstitutternes balancer udvikler sig fortsat roligt. Pengemængdevæksten (år-til-år) har i de første måneder ligget stabilt omkring 3 pct. eller i underkanten af den ventede nominelle vækst i økonomien. I det meste af 1991 lå pengemængdevæksten i overkanten af den nominelle vækst. De samlede udlån til valutaindlændinge via danske pengeinstitutter, inklusive filialer og datterbanker i udlandet, var omtrent uændrede i første kvartal i forhold til samme periode sidste år. Som følge af den beskedne renteforskel til udlandet er udlånene i vist omfang blevet omlagt fra valuta til kroner. Kroneudlånene til valutaindlændinge var i marts knap 5 pct. højere end sidste år, mens der har været en mindre nedgang i pengeinstitutternes obligationsbeholdning, så den indenlandske pengeskabelse ved udgangen af marts var øget med 2,5 pct. i det seneste år.

Likviditetsudviklingen

I forbindelse med den tættere styring af den danske pengemarkedsrente siden november 1991 begrundet i kronens placering i bunden af EMS-systemet blev der i januar solgt flere statspapirer (skatkammerbeviser) end svarende til statens finansieringsbehov.

De penge- og likviditetspolitiske instrumenter blev ændret fra den 1. april, jf. beskrivelsen side 8-9, da Nationalbanken herved ville få et friere råderum til at påvirke pengemarkedet.

I marts afholdt Nationalbanken på statens vegne en omvendt auktion over variabelt forrentede statsobligationer. Ved auktionen opkøbtes for godt 15 mia.kr. Den omvendte auktion er nærmere beskrevet i publikationen „Statens låntagning og gæld”.

I perioden fra årsskiftet til udgangen af april har statspapirsalget været noget lavere end svarende til finansieringsbehovet, en midlertidig afvigelse, som bidrog til at lette introduktionen af indskudsbeviser den 1. april.

På introduktionsdagen blev der solgt indskudsbeviser for knap 17 mia.kr. Siden har pengeinstitutternes beholdning svinget mellem 12 mia.kr. og 28 mia.kr. Ud over de på forhånd fastlagte salgsdage (den næstsidste bankdag i hver uge) har Nationalbanken i april to dage åbnet for salg, begge gange i forbindelse med større statslige udbetalinger. Omvendt blev der fem dage åbnet for tilbagekøb, i alle tilfælde til den aktuelle indskudsbevisrente plus 0,05 pct. (5 basispoint).

For at sikre en tilstrækkelig dybde i markedet for indskudsbeviser og for at udjævne likviditetseffekten af større indbetalinger til staten har Nationalbanken tre dage i april tilført likviditet via genkøbsforretninger. Alle genkøbsforretningerne er indgået til den aktuelle indskudsbevisrente, og maksimalt udestående under genkøbsforretningerne har været 17 mia.kr.

Pengeinstitutternes folioindskud udgjorde i april kun knap halvdelen af maksimum på 5 pct. af den ansvarlige kapital. Pengeinstitutternes samlede nettostilling over for Nationalbanken, der omfatter folioindskud og beholdning af indskudsbeviser fratrukket genkøbsforretninger indgået med Nationalbanken, udgjorde i april i gennemsnit 15 mia.kr.

Pengeinstitutternes og realkreditinstitutternes årsregnskaber

Pengeinstitutterne under ét kom ud af 1991 med et resultat før skat på nul, hvilket var knap 3 mia.kr. bedre end i 1990. Forbedringen er udtryk for to modsatrettede bevægelser. På den ene side steg afskrivninger og hensættelser til 2,1 pct. af de samlede udlån og garantier mod 1,8 pct. i 1990. På den anden side bidrog kursreguleringerne af fondsbeholdningerne positivt i 1991, i modsætning til hvad der var tilfældet i 1990. Den underliggende indtjening forbedredes ikke.

Realkreditinstitutternes årsregnskaber viser en mere positiv underliggende udvikling. For institutterne som helhed forbedredes resultatet før skat med godt 3 mia.kr. i forhold til 1990. Selvom en stor del af forbedringen også her kan henføres til store kursgevinster, har færre tab og hensættelser samt en generel forbedring af driften også spillet en rolle.

Denne udvikling skal bl.a. ses på baggrund af, at prisudviklingen på ejerboligmarkedet synes stabiliseret. Indekset for kontantprisen ved salg af enfamiliehuse har således været svagt stigende siden slutningen af 1990, og antallet af kundgjorte tvangsauktioner har været faldende siden begyndelsen af 1990.

Betalingsbalancen

Den positive udvikling på betalingsbalancen fortsatte i 1. kvartal 1992. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster blev 6,1 mia.kr. mod 1,6 mia.kr. samme periode sidste år, jf. tabel side 10 i tabel- og figurafsnittet. Den betydelige forbedring skyldes især større overskud på handelsbalancen, men også lavere udgifter til renter mv.

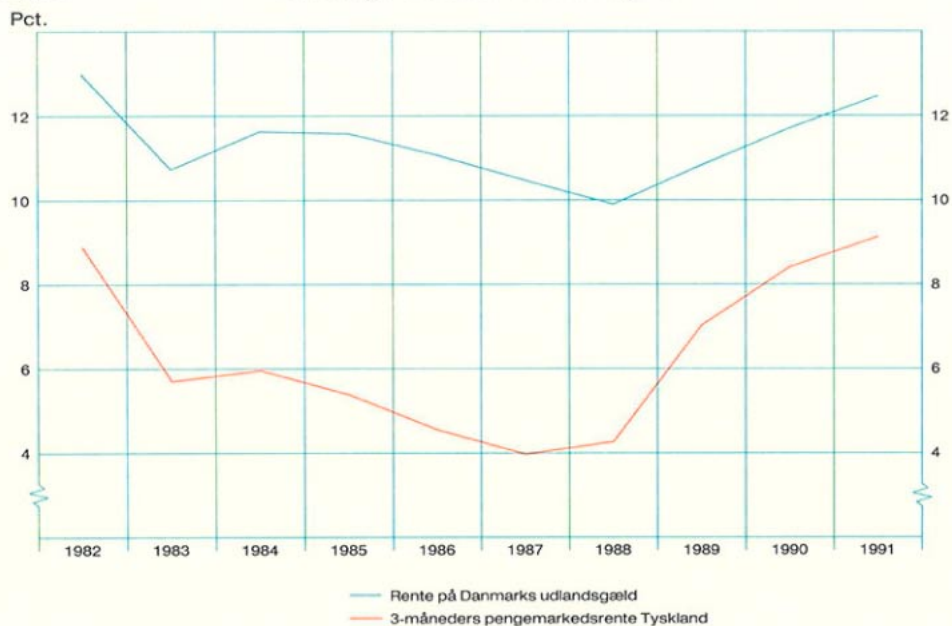
I alt blev overskuddet på handelsbalancen for 1. kvartal 7,6 mia.kr. Dette er en forbedring i forhold til året før på 2,4 mia.kr. Heraf kan 1,1 mia.kr. tilskrives nettoeksport af skibe mv.

Det sæsonkorrigerede overskud eksklusive skibe mv. var 2,1 mia.kr. i gennemsnit pr. måned eller det samme som i 1991. Industrieksporten voksede med godt 9 pct. i forhold til året før, og de sæsonkorrigerede tal viser fremgang i forhold til andet halvår af 1991. I betragtning af den matte internationale udvikling siden medio 1991 må dansk industri dermed skønnes fortsat at vinde markedsandele. Landbrugseksporten steg ligeledes betydeligt, 7,5 pct. i forhold til 1. kvartal 1991. Når det sæsonkorrigerede handelsbalanceoverskud har været uændret siden sommeren 1991 skyldes det således, at den begyndende opgang i den indenlandske efterspørgsel har trukket en stigende import med sig.

Betalingsbalancens løbende poster påvirkes fortsat positivt af udviklingen i eksport af tjenesteydelser. Rejseposten forværredes derimod en smule i forhold til sidste år. Denne post afspejler udover turisme også grænsehandelen med Norge, Sverige og Tyskland. Da andre indikatorer tyder på en fortsat aftagende dansk grænsehandel i Tyskland, kan udviklingen i rejseposten tages som udtryk for stigende egentlige turistudgifter i overensstemmelse med tendensen til opgang i den indenlandske efterspørgsel.

Udgifterne til renter mv. reduceredes i forhold til samme periode sidste år. Denne udvikling skal ses på baggrund af, at de seneste års overskud på betalingsbalancens løbende poster har nedbragt den danske nettogæld til udlandet. Den gennemsnitlige rente på den

Figur 3

Renten på Danmarks udlandsgæld

danske nettogæld til udlandet bestemmes af bruttogældens og bruttoaktivernes løbetid, rente og sammensætning på valuta, men udviklingen i den korte tyske rente er central. I 1991 var renten på udlandsgælden – målt som årets nettorenteudgifter i forhold til årets gennemsnitlige nettogæld – den højeste siden 1982, jf. figur 3.

Kapitalbevægelserne

Valutamarkedet har i den forløbne del af 1992 været omtrent i balance, ligesom det var tilfældet i 1991, idet der har været en ikke-statslig kapitleksport svarende til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

Salg af kroneobligationer til udlandet medførte i første kvartal en kapitalimport på godt 12 mia.kr. koncentreret i januar og marts. I april var der netto et tilbagesalg fra udlandet på knap 1 mia.kr.

Indlændinges køb af udenlandske værdipapirer indebar isoleret set en kapitleksport på knap 6 mia.kr. i første kvartal. Disse køb modsvarede i valutarisk henseende delvist af, at privatpersoner som led i skattebetingede arrangementer optog lån i udlandet for yderligere 5 mia.kr. i årets første kvartal. Det er en halvering af tilvæksten i forhold til fjerde kvartal sidste år, jf. Kvartalsoversigten fra februar 1992 side 7.

Staten indfrie de udlandslån for knap 3 mia.kr. frem til udgangen af marts. Valuta-reserverne ændredes næsten svarende hertil, idet de samlede private og offentlige kapitalbevægelser samt overskuddet på betalingsbalancens løbende poster reducerede den internationale likviditet med 2,5 mia.kr. til 42 mia.kr. I april øgedes valuta-reserverne til godt 45 mia.kr., stort set svarende til provenuet ved emissionen af statens ECU-lån noteret på Københavns Fondsbørs fraregnet tilbagebetaling af udenlandske statslån.

Udvikling i nettopriserne

	Nettoprisindeks	Energi	Import ¹⁾	Indenlandsk inflation	Fødevarer	Boligpost	Offentlige ydelser	Andre faktorer
	Vægt							
	1,000	0,088	0,137	0,775	0,165	0,228	0,069	0,312
	Vækst i procent i forhold til året før							
1988.....	5,0	2,8	5,0	5,2	3,6	5,0	8,7	5,6
1989.....	5,3	13,5	4,7	4,6	4,3	5,0	5,8	4,2
1990.....	3,1	4,8	2,6	3,0	1,0	4,0	2,5	3,8
1991.....	2,6	1,6	2,7	2,7	0,5	3,4	4,4	3,1
1991 1. kvrt. .	2,7	6,7	2,3	2,3	- 1,4	3,8	4,0	3,1
2. — .	2,9	8,5	2,6	2,4	- 0,2	3,5	4,4	2,7
3. — .	2,5	- 1,4	2,9	2,9	1,1	3,3	4,9	3,1
4. — .	2,4	- 5,9	3,0	3,1	2,3	3,0	4,1	3,4
1992 1. kvrt. .	2,5	- 4,6	3,0	3,1	3,7	2,4	3,2	3,2

¹⁾ Ud over de importvarer, der indgår i energi- og fødevarerposterne.

Prisudviklingen

År-til-år stigningstakten i nettoprisindekset var i gennemsnit for første kvartal 2,5 pct. og dermed omtrent som i de to foregående kvartaler. Den afdæmpede prisudvikling afspejler, at energipriserne er lavere end sidste år, og at stigninger i boligposten er mindsket, mens fødevarerpriserne stiger hurtigere end tidligere. Effekten på priserne af udviklingen i de indenlandske lønomkostninger og avancer udtrykt ved „Andre faktorer” i tabellen ligger som i størstedelen af 1991 på lidt over 3 pct.

Ny instrumenter i penge- og likviditetspolitikken

Med virkning fra den 1. april 1992 ændrede Nationalbanken reglerne for pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken.

Grundstenen i det ny system er Nationalbankens indskudsbeviser, der alene sælges til pengeinstitutter. Indskudsbeviserne, der er nul kuponpapirer, har en løbetid på 14 dage og bliver udstedt på den næstsidste bankdag i hver uge. Der udstedes ikke fysiske beviser, da registrering alene sker på pengeinstitutternes indskudsbeviskonti i Nationalbanken. Endvidere kan indskudsbeviserne ikke gøres til genstand for pantsætning. Indskudsbeviserne kan alene omsættes mellem pengeinstitutterne indbyrdes og med Nationalbanken. Omsætning af indskudsbeviser afvikles umiddelbart efter handlens indgåelse, således at beviserne kan anvendes som modgående værdipapirer i helt korte pengemarkedsforretninger med øjeblikkelig likviditetseffekt.

Pengeinstitutterne har ikke længere adgang til træk på folio, ligesom et pengeinstitut inden for den enkelte måned kun kan få forrentet et gennemsnitligt indskud på folio op til 5 pct. af den ansvarlige kapital på markedsvilkår. Indskud herudover forrentes ikke, således at pengeinstitutterne må forventes at placere hovedparten af deres likviditetsoverskud i indskudsbeviser.

Det likviditetsbehov, der opstår bl.a. som følge af de betydelige udsving i statslige ind- og udbetalinger, vil Nationalbanken dække ved at tilføre pengeinstitutterne likviditet i form af tilbagekøb af indskudsbeviser eller ved at indgå 14-dages genkøbsforretninger i skatkammerbeviser. Det vil i sig selv forstærke pengeinstitutternes tilskyndelse til at holde indskudsbeviser og skatkammerbeviser.

Med jævne mellemrum vil Nationalbanken således være i markedet på en løbetid omkring 14 dage, enten som udbyder eller som efterspørger af likviditet. Den rente, som Nationalbanken fastlægger i forbindelse med salg af indskudsbeviser, indgåelse af genkøbsforretninger i skatkammerbeviser eller køb af indskudsbeviser, vil være central for påvirkning af de længere pengemarkedsrenter, der er af stor betydning for kapitalbevægelserne.

Såfremt det skulle vise sig nødvendigt med en mere direkte styring af de længere pengemarkedsrenter, vil Nationalbanken om fornødent kunne intervenere direkte på den ønskede løbetid i de forskellige markeder, herunder markedet for skatkammerbeviser og pengemarkedet.

Diskontoen er den overordnede signalrente for ændringer i pengepolitikken, selvom der ikke er nogen formel sammenkædning mellem diskontoen og rentesatserne for pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken.

Ved udformningen af de ny penge- og likviditetspolitiske instrumenter har det været afgørende, at Nationalbanken fik mulighed for at kunne påvirke de centrale danske pengemarkedsrenter gradvist og fleksibelt for at kunne styre rentespændet over for udlandet med den højere grad af præcision, som formindskelsen af rentespændet over for de øvrige lavinflationslande i EMS gennem 1991 har nødvendiggjort.

Også en række andre forhold har haft betydning for omlægningen.

Nationalbanken har gennemgået erfaringerne med markedet for skatkammerbeviser. Siden staten påbegyndte udstedelse af skatkammerbeviser i foråret 1990 med løbetider på

3, 6 og senere 9 måneder, har Nationalbanken deltaget dagligt i markedet. Nu er den cirkulerende mængde imidlertid så stor og bredt fordelt, at der er grundlag for et selvstændigt velfungerende marked uden Nationalbankens daglige tilstedeværelse. Det vil samtidig medføre en klarere adskillelse af statsgældspolitikken og pengepolitikken.

I overensstemmelse med den internationale udvikling er der samtidig opstået behov for at kunne basere långivning og efterfølgende tilbagebetaling mellem pengeinstitutter på modgående udveksling af værdipapirer (genkøbsforretninger) eller indskud i anden valuta (valutaswaps). Som følge af afviklingstiden er børsnoterede værdipapirer som skatkammerbeviser imidlertid ikke anvendelige til udveksling i forbindelse med helt korte pengemarkedsforretninger, der kræver øjeblikkelig likviditetseffekt.

Da pengeinstitutternes foliokonti i Nationalbanken kun i begrænset omfang kan anvendes som stødpude, vil det ny system forstærke det enkelte pengeinstituts tilskyndelse til at udligne likviditetsudsving med andre pengeinstitutter og således fremme interbankmarkedet og likviditetsstyringen i pengeinstitutterne.

Pengepolitikken i 1991

v/professor Torben M. Andersen

Med afviklede kapitalrestriktioner og en erklæret fastkurspolitik er Danmark tæt monetært integreret med de øvrige EMS-lande. Pengepolitikken har således fået en mere passiv karakter i modsætning til tidligere perioders mere aktive forsøg via pengepolitiske instrumenter på at regulere indenlandske økonomiske forhold. Hovedmålsætningen for pengepolitikken er i dag at fastholde kronens kurs inden for EMS-båndet, og styringen er i stor udstrækning knyttet til pengemarkedet.

Med en markedskonform pengepolitik er den vigtigste pengepolitiske indikator renten. Det danske nominelle renteniveau har været faldende, og renten på f.eks. 10-årige statsobligationer er i 1991 kommet under 10 pct. Som et resultat heraf er rentespændet mellem Danmark og Tyskland bragt ned på et usædvanlig lavt niveau omkring $\frac{1}{2}$ til $\frac{3}{4}$ pct. afhængig af løbetiden. Dette kan tages som et tegn på, at vi allerede er en del af et integreret Europa. Trods dette er pengepolitikken imidlertid stram, idet realrenten ved begyndelsen af 1992 var ca. 6 pct. på 10-årige statsobligationer. Vurderet ud fra en selskabsskatteprocent på 34 pct. er realrenten efter skat, som er afgørende for virksomhedernes investeringsdispositioner, større end 4-5 pct., hvilket både historisk og samfundsmæssigt vurderet er meget højt. Årsagen er selvfølgelig, at inflationen er blevet stabiliseret på et meget lavt niveau.

Den høje realrente kan tilskrives både indenlandske forhold og påvirkninger fra de internationale kapitalmarkeder.

Den indenlandske effekt har at gøre med troværdigheden af valutakurspolitikken. En illustration heraf er givet i figur 1 og 2 baseret på følgende simple tankegang. Såfremt kronekursen¹⁾ eller rettere kursbåndet inden for EMS'en er troværdig, er markedets forventninger til mulige kursændringer begrænset til de mulige kursbevægelser inden for båndet. Med en given aktuel valutakurs er den højst mulige depreciering givet ved, at kronen bevæger sig til båndets loft, mens en bevægelse til båndets gulv giver den maksimale appreciering. Med fuldt integrerede kapitalmarkeder og en troværdig valutakurs (bånd) vil det øvre niveau for den danske rente være givet ved den udenlandske (tyske) rente plus den maksimale depreciering inden for båndet. En højere rente vil betyde en større risikofri forrentning i danske papirer end i udenlandske papirer, hvilket ikke er holdbart med tæt integrerede kapitalmarkeder. Tilsvarende vil en nedre grænse for det danske renteniveau være givet ved at trække den maksimale appreciering af kronen inden for båndet fra den udenlandske (tyske) rente.

Rentebåndet for korte papirer bliver meget bredt, mens det er meget tyndt for lange papirer. Det skyldes, at en bevægelse af valutakursen til enten gulv eller loft inden for EMS-båndet betyder meget mere for afkastet over en 3-måneders horisont, end når denne ændring skal vurderes over en 10-årig horisont. Som et resultat heraf er der ikke nogen reel binding på 3-måneders renten i nedadgående retning, hvorfor figur 1 kun viser den højeste rente forenelig med en troværdig valutakurs. Rentebåndet for 10-årige papirer i figur 2 er derimod meget smalt og næsten sammenfaldende med den udenlandske (tyske) rente. Valutakursvariationer inden for EMS-båndet muliggør således et betydeligt rentespænd for korte papirer, men ikke noget spænd af betydning for lange papirer.

¹⁾ Prisen i danske kroner for D-mark. En stigning i kursen betyder en depreciering af den danske kronens værdi og omvendt.

*3-måneders pengemarkedsrente og højeste rente
foreneligt med en troværdig valutakurs*

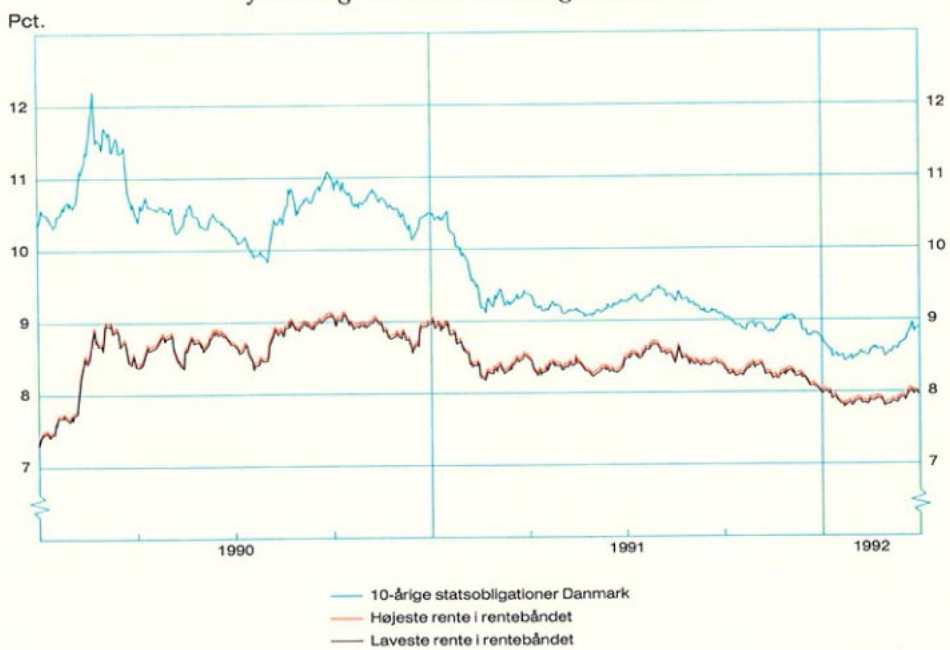
Figur 1



Anm.: Højeste rente er beregnet med udgangspunkt i den tyske 3-måneders eurorente.

*10-årig statsobligationsrente og rentebåndet
foreneligt med en troværdig valutakurs*

Figur 2



Anm.: Rentebåndet er beregnet med udgangspunkt i renten på tyske 10-årige statsobligationer.

Den korte (3-måneders) danske rente ses af figur 1 at ligge inden for rentebåndet foreneligt med en troværdig valutakurs. Renten har imidlertid ligget tæt ved den øvre grænse især mod slutningen af 1991. For de 10-årige papirer fremgår det af figur 2, at renten systematisk har ligget væsentligt over rentebåndet foreneligt med en troværdig valutakurs. Renten på det 10-årige papir har i løbet af året nærmet sig rentebåndet, hvilket må tolkes som stigende tillid i markedet til den danske valutakurspolitik.

Generelt har renten således være højere, end hvad der er konsistent med en troværdig valutakurspolitik, selvom rentespændet er blevet reduceret betragteligt; valutakurspolitikken har ikke været fuldt troværdig, og derfor har den danske rente indeholdt en positiv præmie i forhold til den udenlandske rente. Denne præmie er stor for lange papirer, hvilket kan skyldes, at tilliden til kronekursen er større på kort sigt end på lidt længere sigt.

Præmien i den danske rente forårsaget af manglende tillid til valutakursen ses også af, at selvom kronekursen har ligget tæt mod loftet i EMS-båndet har der været et positivt rentespænd til Tyskland. Med en troværdig valutakurs ville en appreciering i en sådan situation være væsentligt mere sandsynlig end en depreciering, hvilket vil trække i retning af et negativt rentespænd i forhold til Tyskland. Alligevel har rentespændet været positivt. Dette afspejles også i, at styringen af pengemarkedet i perioder af 1991 har været stærkt påvirket af kronens placering inden for EMS-båndet.

Hvorfor er kronekursen ikke fuldt troværdig, givet at vi har den mindste inflation blandt EMS-landene, og betalingsbalancen er inde i en historisk usædvanlig positiv udvikling? En mulig forklaring er, at markedet reagerer overordentlig træt til de nye forhold, og at det tyske renteniveau opfattes som en naturlig undergrænse for det danske renteniveau. En anden mulighed er, at markedet ikke kan udelukke, at den nuværende situation er midlertidig, og at en tilbagevenden til tidligere tiders tilstande kan forekomme. En mulig valutakursjustering kan således ikke fuldstændigt udelukkes, f.eks. enten i forbindelse med den endelige fastlåsning af valutakurserne ved etableringen af den monetære union, eller hvis Danmark skulle vælge ikke at tilslutte sig den Økonomiske og Monetære Union.

Den ydre påvirkning af pengepolitikken fremkommer ved, at kapitalmarkedsforholdene i vid udstrækning er bestemt af de gennemsnitlige forhold i Europa og ikke snævert af forholdene i Danmark. Dette er en konsekvens af den allerede etablerede tætte integration af kapitalmarkederne. På en måde har vi således allerede taget hul på nogle af effekterne af en Økonomisk og Monetær Union. Problemet er imidlertid, at vi stadig befinder os i en overgangsfase, hvor den økonomiske udvikling ikke er konvergeret mellem de centrale lande. Selvom Danmark er en slags foregangsland i nedbringelsen af inflationen, får vi en ulempe i den forstand, at vi pengepolitisk ikke får fuld glæde af den lave inflation. Med tæt integrerede kapitalmarkeder tilpasser de nominelle renter sig til den gennemsnitlige inflationsudvikling, men da de toneangivende lande har en højere inflation end os, står vi over for nominelle renter tilpasset et højere inflationsniveau end det danske. Grundet den finansielle integration har vi ikke særlige muligheder for at påvirke renteutviklingen, og resultatet bliver en højere realrente i Danmark end i de øvrige EMS-lande. Det har den uheldige implikation, at lande med lav inflation kommer til at lide under en strammere pengepolitik eller højere realrente end de lande, der endnu ikke er nået så langt i inflationsbekæmpelsen. Fuldstændigt det samme gør sig gældende med hensyn til beskatning, hvor rentesatserne tilpasser sig det gennemsnitlige beskatningsniveau, og lande med væsentlige afvigelser i beskatningen kan således have en realrente efter skat, der afviger betragteligt fra den gennemsnitlige.

Pengepolitikken har i 1991 været i en defensiv position, idet den danske lavinflationspolitik har resulteret i en utilsigtet stram pengepolitik grundet manglende troværdighed til den danske kronekurs og et højt internationalt renteniveau. En øget konvergens i Europa på især inflationsområdet må forventes inden for en kort årrække og vil lede til en reel lempelse af pengepolitikken via et yderligere fald i de nominelle renter og dermed realrenten.

Pengepolitikken i 1991

v/lektor, cand. polit. Finn Østrup

Mål og rammer for pengepolitikken i 1991

Flere begivenheder bidrog i 1991 til at styrke valutapolitikken rettet mod en fastholdelse af kronkursen over for de øvrige EMS-valutaer. I december 1991 gav Det europæiske Råd ved mødet i Maastricht tilslutning til en politik, der stiller den monetære integration i EF i centrum. Maastricht-beslutningerne må ventes fremover at lægge yderligere pres på landene for at undgå valutakursændringer. På trods af de andre EMS-landes kritik af renteforhøjelserne i Tyskland har EMS i 1991 fortsat været præget af stor stabilitet, og de spådomme, der tidligere var om systemets sammenbrud, synes ikke at holde stik. Henholdsvis i maj og juni 1991 opgav Sverige og Finland valutapolitikken baseret på en valutakurv og knyttede deres valutaer til ECU. Det er herved ikke længere muligt at slå på en „skandinavisk” model som alternativ til den nuværende valutapolitik.

Udviklingen på de danske penge- og kapitalmarkeder i 1991 forløb uden dramatik i form af valutakriser og/eller store renteudsving. Målet for dansk pengepolitik i 1991 var i første række at sikre valutastabilitet, dernæst „... på baggrund af den svage økonomiske vækst ... at holde renten så lav som muligt ...” (Danmarks Nationalbanks beretning for 1991, s. 32). I det følgende diskuteres, i hvilket omfang disse mål blev opfyldt.

Målet om valutastabilitet

Målet om valutastabilitet blev i 1991 nået fuldt ud. Selv om pengemarkedsrenten blev reduceret i forhold til D-mark, hvorved rentespændet over for D-mark stort set var elimineret i flere perioder af 1991, var der ikke optræk til valutakriser forstået som en stærk kapitaludstrømning i forventning om valutakursændringer. Den private nettokapitalimport balancerede stort set omkring 0 i 1991. På grund af tilbagebetalinger af offentlige udlandslån nåede Danmarks internationale likviditet dog et meget lavt niveau ved udgangen af 1991.

Det har skabt usikkerhed omkring kapitalbevægelserne, at privatpersoners låntagning i udlandet samt danskeres køb af udenlandske obligationer har fået større betydning gennem 1990 og 1991. Posterne dækker formentlig i hovedsagen over transaktioner knyttet til skatteomgåelse og har vist store udsving. Endvidere har salget af kroneobligationer til udlandet gennem de senere år ikke haft umiddelbar sammenhæng med hverken det nominelle eller det reale rentespænd over for udlandet, ligesom kroneobligationssalget har vist store månedlige udsving (der dog kan skyldes „blokafsætning” til danske pengeinstitutters udenlandske enheder).

Gennem 1990 og 1991 har en stigende del af kapitalbevægelserne haft form af udlandets køb/salg af skatkammerbeviser og statsgældsbeviser. Den udenlandske interesse for statsgældsbeviser og skatkammerbeviser har gjort den korte rente til et mere effektivt instrument til at påvirke kapitalbevægelserne. Udlandets køb/salg af skatkammerbeviser og statsgældsbeviser har i 1991 haft sammenhæng med rentespændet over for Tyskland på pengemarkedet.

*Stigning i udlån fra pengeinstitutter, udland,
realkreditinstitutter og andre obligationsudstedende institutter
som procent af bruttonationalproduktet*

	1988	1989	1990	1991
1. kvartal	13,2	11,9	8,0	7,9
2. kvartal	12,4	9,4	9,3	9,1
3. kvartal	11,7	8,9	11,3	5,6
4. kvartal	10,1	7,9	10,1	5,3

Anm.: Tabellen angiver forøgelsen af udlån fra pengeinstitutter, udland, realkreditinstitutter samt andre obligationsudstedende institutter til private, kommuner mv. opgjort for det pågældende kvartal samt de tre forudgående kvartaler beregnet som procent af gennemsnittet af bruttonationalproduktet for det pågældende kvartal samt de tre forudgående kvartaler.

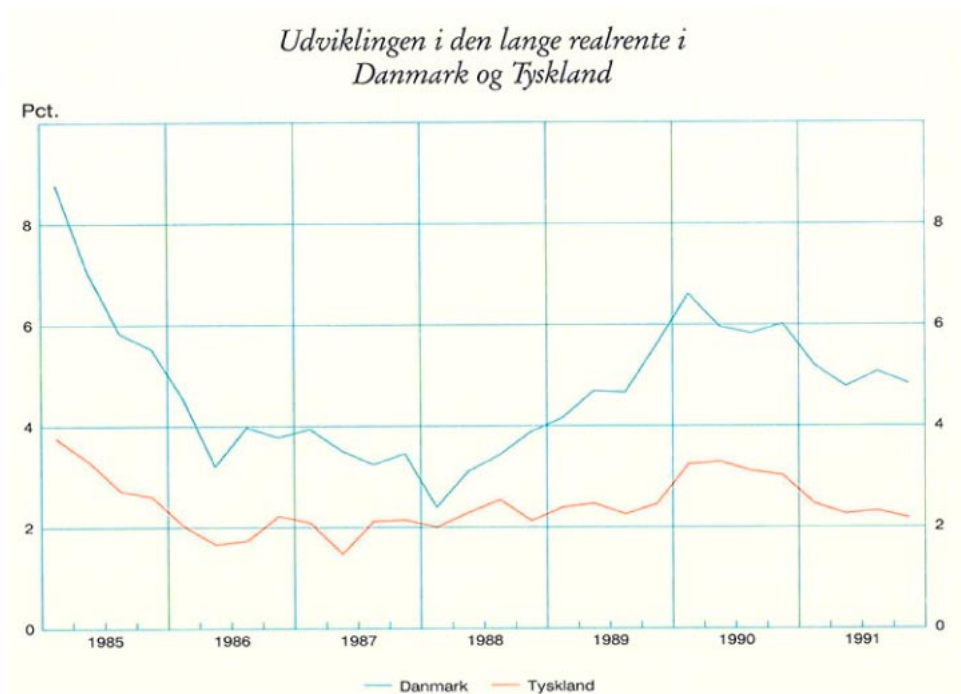
Målet om støtte til den indenlandske konjunktur

I 1991 var det et udtrykkeligt mål at støtte den indenlandske konjunkturudvikling, hvilket skete gennem tre sænkninger af renten ved træk på folio i Nationalbanken, hvor Danmark handlede alene i forhold til de andre EMS-lande. Politikken lå i forlængelse af politikken i 1990 samt den politik, som blev ført fra 1987 til marts 1989, hvor der ligeledes blev gennemført en række ensidige nedsættelser af den korte rente. Ved to lejligheder – i august 1991 og december 1991 – blev foliorentesatserne hævet som en konsekvens af stigninger i de officielle tyske rentesatser. Ændringerne i foliorentesatserne blev fulgt op af ændringer i pengeinstitutternes indlåns- og udlånsrentesatser.

Gennem 1991 blev konjunkturklimaet i Danmark forbedret med en betydelig stigning i det private forbrug gennem året og en fortsat forøgelse af vareeksporten. Det er tvivlsomt, i hvilket omfang pengepolitikken bidrog til denne konjunkturfremgang. Det kan således konstateres, at væksten i udlån fra pengeinstitutter, udland, realkreditinstitutter samt andre obligationsudstedende institutter trods konjunkturfremgangen gennem 1991 lå på et lavere niveau end i 1990 (se tabel). Endvidere har den reale obligationsrente (opgjort som obligationsrente deflateret med lønstigning i indeværende og efterfølgende år) ligget på et fortsat højt niveau gennem 1991 (se figur).

Det er overraskende, at der ikke på baggrund af den danske betalingsbalanceforbedring gennem 1991 og stabiliteten i EMS er sket et større fald i den reale obligationsrente i Danmark i forhold til Tyskland (se figur). Årsagen til det fortsatte realrentespænd kan eventuelt søges i bekymring hos markedsdeltagerne for, at der vil blive gennemført væsentlige lempelser af finanspolitikken for at imødegå stigningen i ledigheden. Der må imidlertid herudover sættes spørgsmål ved effektiviteten af rentedannelsen på det danske obligationsmarked, f.eks. er det vanskeligt at se, hvilke begivenheder der skulle føre til et betydeligt rentefald på obligationsmarkedet i januar og februar 1991 i forhold til de andre EMS-lande, mens der i øvrigt ikke gennem resten af 1991 var store ændringer i obligationsrentespændet over for Tyskland og andre EMS-lande.

Under alle omstændigheder viser renteutviklingen på obligationsmarkedet gennem 1991, at det er vanskeligt at styre den lange rente gennem pengepolitikken. Den lange rente påvirkes tilsyneladende i første omgang af forventninger samt af den udenlandske rente, mens der ikke har været påvirkninger fra ændringerne i den korte rente.



Anm.: Figuren viser for Danmark og Tyskland udviklingen i den effektive rente for en 10-årig statsobligation deflateret med gennemsnittet af år-til-år lønstigningstakten for de tre forudgående kvartaler, det pågældende kvartal samt de fire efterfølgende kvartaler. Som skøn for lønstigningstakten i 1992 er anvendt skøn fra OECD, Economic Outlook, December 1991.

Forløbet omkring ændringerne i foliorentesatserne i 1991 med tre ensidige danske rentenedsættelser og to renteforhøjelser som følge af tyske rentestigninger understreger endnu en gang behovet for pengepolitisk koordination i EF, således at ændringer i modsat retning undgås.

Fremtidige krav til pengepolitikken

Gennem 1990 og 1991 skete der en stor udbygning af markedet for skatkammerbeviser, idet den udestående mængde papirer blev stærkt forøget, ligesom der i juni 1991 blev indført beviser med 9 måneders løbetid. I december 1991 blev der bebudet en omlægning af likviditetspolitikken, således at pengeinstitutternes adgang til lån i Nationalbanken ophæves, mens der udstedes 14 dages indskudsbeviser til at dække pengeinstitutternes behov for kortsigtede placeringer.

Omlægningen af likviditetspolitikken opfylder kravene til en fremtidig likviditetspolitik i en monetær union, hvor det af administrative og politiske grunde formentlig vil være umuligt for en fælles centralbank at stille kreditfaciliteter til rådighed for hvert enkelt pengeinstitut i EF. Herudover medfører omlægningen, at Nationalbanken gennem intervention på det korte marked mere fleksibelt kan tilvejebringe en ønsket kapitalimport. Det har tidligere af politiske grunde og af hensyn til pengeinstitutternes fastsættelse af rentesatser været svært at ændre foliorentesatserne, hvorved det har været vanskeligt fleksibelt at tilvejebringe en ønsket kapitalimport. Gennem anvendelsen af flere instrumenter med forskellige løbetider kan omlægningen give bedre mulighed for at

påvirke rentestrukturen. For pengeinstitutterne betyder omlægningen formentlig større usikkerhed. Der må fremover ventes flere ændringer med hensyn til Nationalbankens interventionspolitik og således større usikkerhed omkring renteudviklingen på det korte marked, end det er tilfældet med det nuværende foliosystem.

Nationalbanken har hidtil været i stand til at påvirke pengeinstitutternes rentefastsættelse gennem foliorentesatserne, hvilket antagelig i første række skyldes en signaleffekt. Det er spørgsmålet, om en sådan signaleffekt kan opretholdes efter omlægningen af likviditetspolitikken. Under alle omstændigheder vil det ved gennemførelsen af en monetær union være nødvendigt at gå over til en mere markedsbaseret fastsættelse af rentesatserne i pengeinstitutterne.

Årsager til renteforskel mellem realkredit- og statsobligationer

v/Tonny Lybek, Pengepolitisk Kontor

Siden 1989, og særlig i begyndelsen af 1991, er renteforskellen mellem den gennemsnitlige realkreditobligationsrente, dvs. enhedsprioriteter, og den gennemsnitlige rente for statsobligationer mv. udvidet. Denne udvidelse i rentespændet er endnu mere markant, hvis man ser på forskellen mellem den toneangivende realkredit- og statsobligation, jf. de stiplede kurver i figur 1. Igennem 1980'erne har der været en til tider betydelig og varierende renteforskel mellem den gennemsnitlige realkredit- og statsobligationsrente. Feks. var den gennemsnitlige statsobligationsrente højere end på realkreditobligationer i visse perioder af 1982.

Der har været udtrykt en vis bekymring for, at realkreditinstitutternes store tab og hensættelser skulle være årsagen til den seneste udvidelse i renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer. Der synes ikke at være særlig grund til denne bekymring, idet den væsentligste årsag til såvel den seneste udvidelse i rentespændet som udvidelsen i perioden 1987 og 1988 er konverteringsrisikoen, der bliver aktuel i perioder med rentefald. Ved konvertering forstås, at låntager har mulighed for at indfri sit realkreditlån til pari. De fleste realkreditlåntagere har denne mulighed, mens det ikke er tilfældet for staten. Der er endvidere sket en udvidelse af rentespændet til fordel for statsobligationer som følge af, at en statsobligation i begyndelsen af 1991 overtog rollen som markedets toneangivende obligation. Dertil kommer, at udlandet har øget efterspørgslen efter statsobligationer væsentligt.

Når den relative pris for forskellige, men delvis substituerbare produkter ændres, skyldes det et skift i efterspørgeres og udbyderes vægtning af produkternes forskellige egenskaber. Man kan naturligvis beregne værdien af skiftet i markedets vægtning af de enkelte argumenter, der indgår i prisdannelsen. Men resultaterne er meget følsomme over for de valgte obligationsserier og de gjorte antagelser. Dertil kommer, at en række institutionelle forhold – særlig skatteforhold – har stor betydning ved sammenligning af enkelte serier. Diskussionen af de forskellige årsager til rentespændet vil derfor i overvejende grad være kvalitativ.

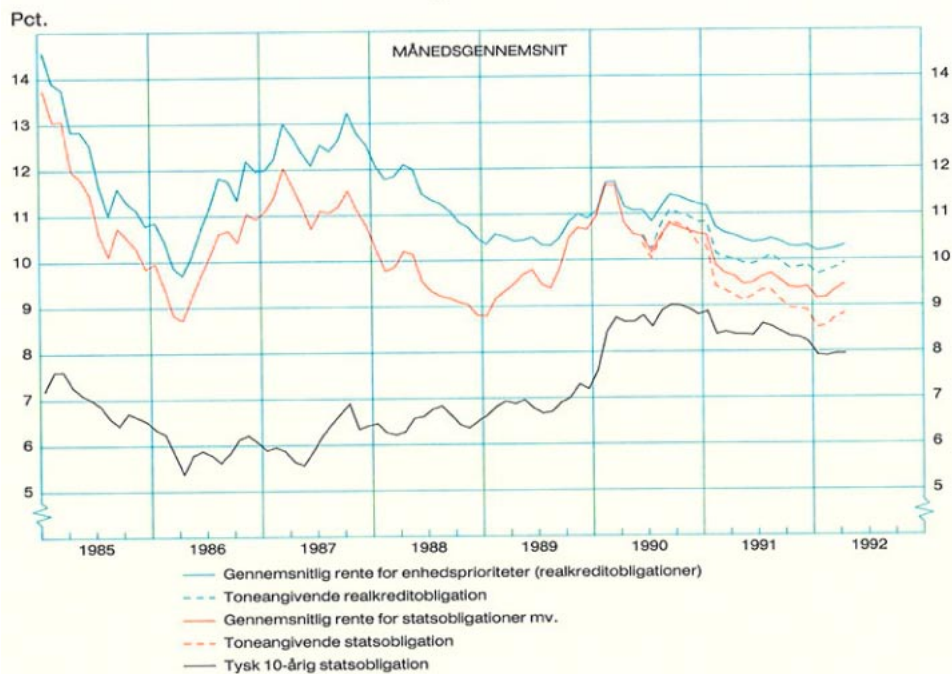
Obligationernes afdragsprofil

Når man køber en obligation, køber man nogle fremtidige betalinger til forfald på forskellige tidspunkter. Der er således tale om et sammensat produkt, da betalinger på forskellige tidspunkter generelt har hver sin pris. En obligations effektive rente er derfor et gennemsnitsudtryk for prisen på obligationens samlede betalinger. Den effektive rente vil ud over kuponrenten afhænge af afdragsprofilen, dvs. om det er et stående lån, et serielån eller et annuitetslån.

Det er muligt at tage hensyn til en obligations betalingers tidsmæssige placeringer ved

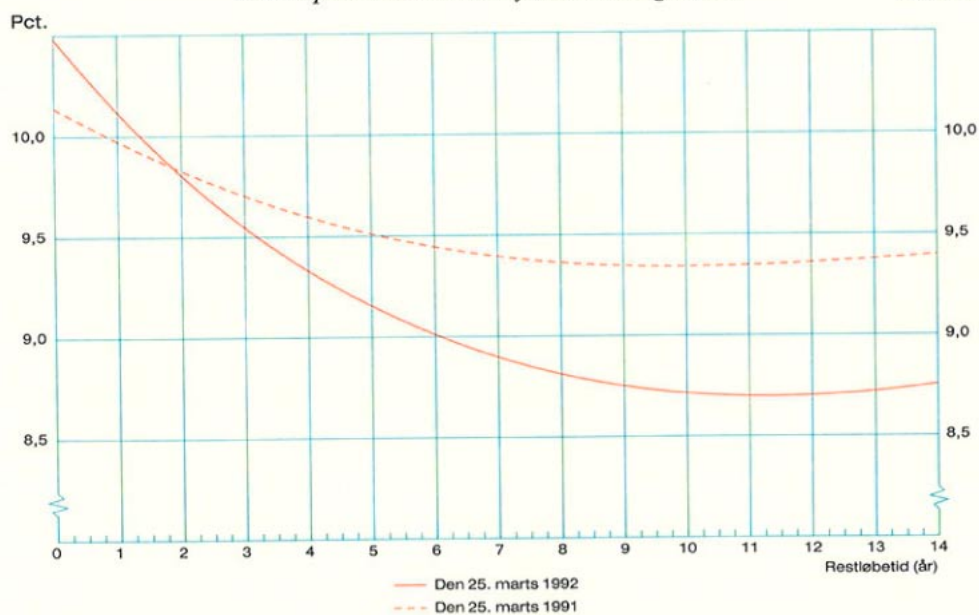
Obligationsrenter

Figur 1



Nulkuponrentestruktur for statsobligationer

Figur 2



at dele en gruppe af obligationer op i en række særskilte betalingsstrømme og derudfra estimere de såkaldte nul kuponrenter, dvs. renten af et stående lån uden kupon. Nul kuponrentestrukturen for statsobligationer er vist i figur 2 for henholdsvis den 25. marts 1991 og 1992. Figuren viser, at de lange renter er faldet i forhold til de korte renter, således at rentestrukturen er blevet mere invers. Disse tendenser er blevet mere udtalte de seneste par år.

Der skete en markant udvidelse i renteforskellen mellem enhedsprioriteter og statsobligationer mv. i 1987 og 1988. De korte renter var i denne periode noget lavere end de lange renter, og statsgælden var relativt kort. Men selv efter at have elimineret disse faktorer ved at se på nogenlunde sammenlignelige serier, var der tale om en væsentlig udvidelse i renteforskellen igennem denne periode, hvor renten generelt faldt, jf. figur 1.

De seneste par år er renten også faldet, men rentestrukturen er samtidig blevet invers. Staten har i denne periode øget udstedelsen af lange stående lån. Disse forhold spiller kun en mindre rolle, for efter at der er taget højde for ændret afdragsprofil og rentestruktur, har der også i denne periode med rentefald været en væsentlig udvidelse i renteforskellen. Det er derfor nødvendigt at se på andre faktorer, der især kan forklare udvidelsen af rentespændet i perioder med rentefald og indsnævring i perioder med rentestigning.

Konverteringsrisiko

Som hovedregel har realkreditlåntagere en ret til at indfri lånet til pari. Konverterbare obligationer har derfor alt andet lige en højere rente. I perioder med rentestigninger ignoreres værdien af denne konverteringsret ofte, da sandsynligheden for, at den bliver udnyttet, synes ubetydelig. Omvendt bliver konverteringsmuligheden mere reel i perioder med rentefald. Der er i sådanne perioder lagt et loft over kursgevinster for konverterbare obligationer. En stor del af realkreditobligationerne er konverterbare, mens det ikke er tilfældet for statsobligationerne.

En investor, der har købt en konverterbar realkreditobligation med lang restløbetid, kan i forbindelse med et rentefald reelt have en meget kort placering. Da en stor del af de konverterbare realkreditobligationer er placeret hos institutionelle investorer, der har forpligtelser langt ude i fremtiden, vil de naturligvis tage sig betalt i form af en højere rente for den risiko, som de har, ved at lange oprindeligt afdækkede positioner ved et rentefald pludselig er åbne¹⁾.

Indfrielsesretten resulterer i en betragtelig kompleksitet i prisdannelsen for konverterbare obligationer, der kommer til at afhænge af sandsynligheden for, at konverteringsretten bliver udnyttet. Man kan skønne over konverteringspræmien ved f.eks. at sammenligne konverterbare obligationer med lignende inkonverterbare obligationer, ved at se på konverterbare obligationer med forskellig kupon, eller ved at benytte optionsmodeller²⁾. Når renten falder, vil sandsynligheden for konvertering stige – alt andet lige mest for obligationer med de højeste kuponrenter, da de hurtigere når pari.

En betydelig del af de lån, som blev tilbudt af realkreditinstitutterne før den 1. november 1985, blev ydet som kontantlån. Det vil sige, at kurstabet af låntageren kan betales

¹⁾ For en belysning af afdækning af renterisiko i forbindelse med konverterbare obligationer, se f.eks. Peter Nyegaards artikel „Konvertering, varighed og hedgeeffektivitet” i *Finans/Invest* nr. 5, 1989, samt Henrik Dahls artikler „Afkastmål for konverterbare obligationer” og „Risikomål for konverterbare obligationer” i *Finans/Invest* nr. 6 og 7, 1991.

²⁾ For en beskrivelse af fordele og ulemper ved disse metoder, se f.eks. Johannes Mouritsen og Michael Møllers artikler om „Konvertering af obligationer (1) og (2)” i *Finans/Invest* nr. 2 og 4, 1986, samt Henrik Dahls artikel „Konverterbare obligationer – overreagerer markedet?” i *Finans/Invest* nr. 5, 1991.

i form af fradragsberettiget rente. Denne væsentlige skattefordel betyder, at det ikke kan betale sig at udnytte konverteringsretten, før renten er meget lav, dvs. at kurserne for disse konverterbare serier kan nå et godt stykke over pari. For at skønne over dette forhold kræves kendskab til tidspunktet for långivningen, dvs. niveauet for kontantlånerenten.

Det har også betydning, om der i en serie er udstedt mange store lån til f.eks. erhvervsbyggeri eller forholdsvis mange mindre lån til ejerboliger. Såvel forskellige skatteforhold som transaktionsomkostninger påvirker konverteringsrisikoen. Transaktionsomkostningerne i forbindelse med konvertering spiller en relativt mindre rolle for store låntagere, der formodentlig også i højere grad løbende overvejer konverteringsmulighederne. Man kan derfor forvente, at antallet af konverteringer vil stige i perioder med stor ejendomsomsætning, dels fordi en del af konverteringsomkostningerne alligevel skal afholdes i forbindelse med ejerskifte og omprioritering, dels fordi prioriteringen i den forbindelse vurderes af fagfolk¹⁾.

Det er altså vigtigt at kende de enkelte seriers låntagers sammensætning for at kunne give et rimeligt skøn over konverteringsrisikoen, der kan være yderst forskellig for de respektive serier. Ved at sammenligne dels serier med forskellig konverteringssandsynlighed, dels nulkuponrentestrukturer, kan det konstateres, at en overvejende del af udvidelsen i rentespændet i perioder med generelle rentefald kan tilskrives øget konverteringsrisiko. Mulighederne for at opnå kontantlån før 1986 betød, at konverteringsrisikoen i forbindelse med rentefaldet i 1985 og første del af 1986 alt andet lige var af mere beskedne betydning.

Likviditet

En stor daglig handelshyppighed giver investorerne sikkerhed for, at store positioner hurtigt kan afvikles uden at påvirke kursen, og vil derfor alt andet lige føre til en lavere rente²⁾. Ligeledes bidrager anvendelsen af afledte instrumenter som futures og optioner til likviditeten i det underliggende papir.

I begyndelsen af 1991 blev statens 9 pct. stående lån med udløb 2000 den mest omsatte obligation. Tidligere havde de 3 største realkreditinstitutters 9 pct. annuitetslån med udløb 2006 haft denne status. De 3 udstedelser fra de 3 største realkreditinstitutter betragtes i markedet som perfekte substitutter. De 3 realkreditobligationers andel af den samlede omsætning faldt fra 26 pct. i 1990 til 7 pct. i 1991, mens den toneangivende statsobligations andel steg fra 8 til 17 pct., jf. tabellen. Et lignende skift skete i omsætningen af futures og optioner med henholdsvis 9 pct. realkredit 2006 og 9 pct. Stat 2000 som underliggende instrument.

En del af udvidelsen i rentespændet mellem den toneangivende realkreditobligation og statsobligation, der på daglig basis er vist i figur 3, skyldes således et skift i likviditetspræmien. Der er sket en generel forbedring af statsobligationernes likviditet i forhold til realkreditobligationerne i form af øget omsætning.

Det har været et vigtigt element i statsgældspolitikken at reducere antallet af serier for at opnå store likvide serier. Antallet af realkreditserier har været stigende og er meget større end for statsobligationer, hvilket dog overvurderes, i det omfang de samme produkter fra forskellige realkreditinstitutter af markedet betragtes som perfekte substitutter.

¹⁾ For en uddybning af disse synspunkter, se „Omsætning af fast ejendom og konverteringsrisiko for konverterbare obligationer” af Johannes Mouritsen og Michael Møller i *Finans/Invest* nr. 5, 1989.

²⁾ En indikator til beskrivelse af likviditetsforskelle mellem forskellige udstedelser er beskrevet i Henrik Dahl og Peter Nyegaards artikel „Et simpelt nøgletal for prisen på likviditet” i *Finans/Invest* nr. 2, 1990.

Obligationer noteret på Københavns Fondsbørs

Ultimo	1989	1990	1991
<i>Andel af nominel omsætning, procent:</i>			
Enhedsprioriteter	50	39	24
– toneangivende ¹⁾	33	26	7
Stater mv. ²⁾	42	51	64
– toneangivende ³⁾	6	8	17
<i>Cirkulerende obligationsmængde, kursværdi, mia.kr.:</i>			
I alt	1 135	1 237	1 479
– Enhedsprioriteter	420	430	470
– Stater mv. ²⁾	355	388	461
<i>Antal fondskoder:</i>			
I alt	2 202	2 277	2 315
– Enhedsprioriteter	618	681	703
– Stater mv. ²⁾	96	93	89

Kilde: Årsrapport fra Københavns Fondsbørs.

¹⁾ Summen af de 3 største realkreditinstitutters 9 pct. 2006.

²⁾ Inklusive skatkammerbeviser.

³⁾ Den mest omsatte statsobligation.

Den gennemsnitlige seriestørrelse var for statsobligationer inklusive skatkammerbeviser i 1989, 1990 og 1991 henholdsvis 3,7, 4,2 og 5,2 mia.kr., mens de tilsvarende tal for enhedsprioriteter stort set har været konstante omkring 0,7 mia.kr.

Realkreditinstitutterne er underlagt en række reguleringer, der bidrager til antallet af serier. Her kræves særlig på krav til afdragsprofil, forskellige låneordninger med subsidieelementer, kravet til realkreditinstitutterne om at skulle opfylde balanceprincippet, og mindsterentereglen, samt henstillingen om ikke at udstede obligationer, hvis kurs overstiger pari.

Regulering er således en væsentlig årsag til de mange tynde realkreditserier, men realkreditinstitutternes ønske om et bredt produktsortiment – bl.a. på grund af låntageres forskellige skatteforhold – har uden tvivl også resulteret i nogle af de mange tynde serier, der præger realkreditobligationsmarkedet. Opgaven for realkreditinstitutterne er at finde balancepunktet mellem at tilgodese en låntagers særlige ønsker om afdragsprofil, i forhold til den merpris låntageren risikerer at skulle betale som følge af manglende likviditet i serien.

Kreditværdighed

Den gunstige udvikling i dansk økonomi i form af lav inflation, fast valutakurspolitik og voksende overskud på betalingsbalancens løbende poster, har resulteret i et faldende renteniveau. Renteforskellen mellem Tyskland og Danmark er således blevet reduceret dramatisk igennem 1980'erne, jf. figur 1. Disse forhold har øget tilliden til danske obligationer. Desuden er danske statsobligationer blevet medtaget i f.eks. Salomon Brothers og JP Morgans internationale obligationsindeks, der benyttes af en række porteføljebestyrere som referenceindeks til at måle deres afkast. Disse forhold har skærpet de internationale investorers interesse for danske statsobligationer.

Ifølge de nye internationale kapitaldækningsregler for kreditinstitutter risikovægtes statsobligationer med 0 pct. Engagementer mellem kreditinstitutter risikovægtes normalt med 20 pct., men realkreditobligationer vægtes i overensstemmelse med direktiv om

*Renteforskel mellem den toneangivende
realkredit- og statsobligation*

Figur 3



solvensnøgletal for kreditinstitutter med 10 pct. som følge af deres særlige sikkerhed. Dette kan have medført et beskedent efterspørgselsskift til fordel for statsobligationer, især fra udlændinge. Det er hovedsagelig danske institutionelle investorer, der har realkreditobligationer, mens pengeinstitutter især har de kortere statspapirer.

Realkreditinstitutterne har som andre kreditinstitutter haft store tab de senere år, hvilket har reduceret deres reserver. Men resultatet for 1991 viste imidlertid en klar forbedring af driften, og ultimo 1991 havde realkreditinstitutterne en solvensprocent på i gennemsnit 9,5 pct.

Ud over realkreditinstitutternes reserver er det imidlertid vigtigt at huske, at långivningen sker mod registreret pant i fast ejendom inden for visse fastsatte lånegrænser, hvor låntageren hæfter både med det pantsatte og personligt. En stor del af realkreditlånene har derudover solidarisk hæftelse. Endvidere har obligationsejeren i tilfælde af konkurs en særlig fortrinsstilling, jf. kapitel 10 i realkreditloven.

Der er således en betydelig sikkerhed i forhold til f.eks. direkte obligationsfinansierede erhvervslån. Dertil kommer, at selv om det strikte balanceprincip blev lempet ved realkreditreformen i 1989, er der fortsat begrænsninger på de ubalancer og den renterisiko, som et realkreditinstitut må tage. Endvidere skal placeringen af reserverne også opfylde visse krav, således at skift i rentestrukturen ikke pludselig kan udhule den ansvarlige kapital. Der er ingen tvivl om, at balanceprincippet har en meget stor del af æren for, at man i Danmark har undgået de finansielle kriser inden for ejendomsfinansiering, som kendes fra andre lande. Balanceprincippet har givet investorerne en sikkerhed, der har bidraget til den billige danske boligfinansiering.

Realkreditobligationer er derfor meget sikre papirer, og der synes ikke at være noget reelt grundlag for at tillægge skift i kreditværdighed nogen afgørende rolle til forklaring af udvidelsen i rentespændet, da andre faktorer synes at kunne forklare udvidelsen.

Udlandets interesse for danske obligationer

Valutaudlændinge har i de seneste par år vist en betydelig interesse for danske statsobligationer. I figur 4 er vist udlændinges nettokøb af henholdsvis realkredit- og statsobligationer. Kurverne er vist som 12-måneders glidende gennemsnit som følge af den betydelige volatilitet på månedsbasis. Udlændingene foretrækker tilsyneladende statsobligationer inklusive skatkammerbeviser. Mens der i 1989 var et nettotilbagesalg på 3,8 mia.kr., bl.a. på grund af valutauro i marts og oktober, har der været et nettosalg på 25,1 og 42,5 mia.kr. i henholdsvis 1990 og 1991.

Valutaudlændinges nettokøb af realkreditobligationer er væsentligt mindre end af statsobligationer, men følger stort set disses mønster bortset fra 1991, hvor der har været et nettotilbagesalg på 2,0 mia.kr. Erfaringer med konverteringsrisikoen eller alene frygten for usikkerhed om de fremtidige betalingsstrømme, hvor lange afdækkede placeringer pludselig er åbne, kan give valutaudlændinge ekstra transaktionsomkostninger, hvorfor de foretrækker inkonverterbare stående statslån med en kendt afdragsprofil. Dertil kommer, at likviditetsforhold samt mindre kendskab til det danske realkreditsystem kan være årsager til den mere beskedne udenlandske interesse for realkreditobligationer.

Udlændinges særlige bevågenhed for danske statsobligationer har bidraget til udvidelsen i renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer. Det har bl.a. afspejlet sig ved, at den tætte sammenhæng mellem ændringer i de danske og tyske obligationsrenter er blevet lidt tydeligere for statsobligationer. Udlandet har således alt andet lige større betydning for kursdannelsen på stats- end på realkreditobligationer.

For de senere år eksisterer der en interessant sammenhæng mellem renteforskellen for realkredit- og statsobligationer og forskellen mellem nettotilgangen af realkredit- og statsobligationer fraregnet valutaudlændinges køb. Når renteforskellen udvides, er nettotilgangen af realkreditobligationer forholdsvis stor sammenholdt med nettotilgangen af statsobligationer – begge fraregnet valutaudlændinges køb. Det lyder plausibelt, at danske investorer, der kender det danske realkreditsystem, bedre kan vurdere konverteringsrisikoen. I perioder med stor udenlandsk efterspørgsel efter statsobligationer er disse investorer derfor villige til at omlægge til realkreditobligationer mod en vis kompensation, der som følge af konverteringsrisikoen stiger i perioder med rentefald.

Konklusion

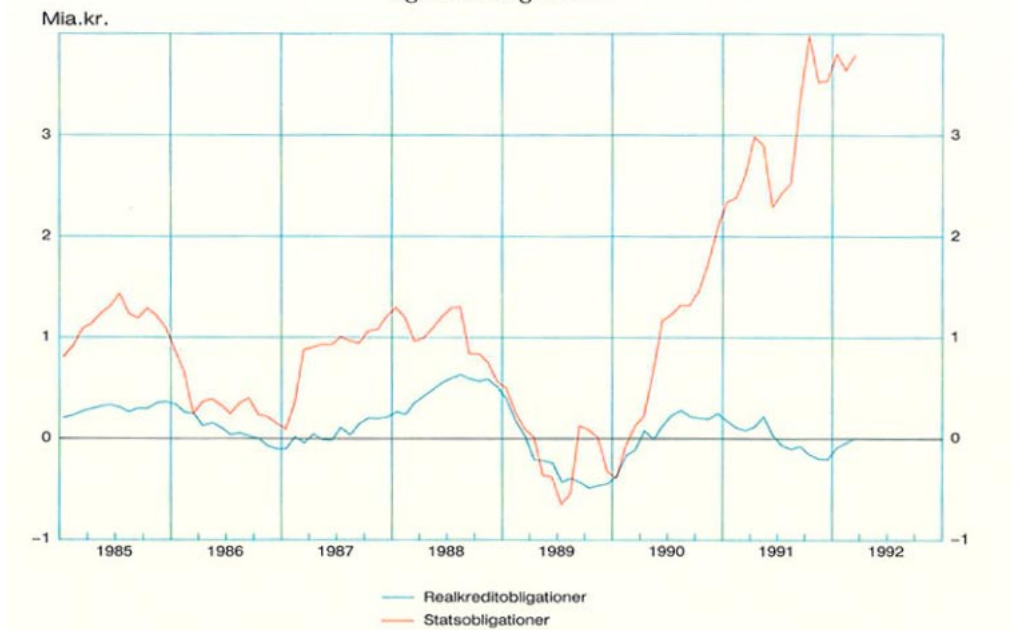
Såvel perioden fra medio 1987 til 1989 som de seneste par år har været præget af rentefald, og samtidig er renteforskellen mellem enhedsprioriteter (realkreditobligationer) og statsobligationer mv. udvidet. Udvidelsen af rentespændet skyldes hovedsagelig, at hovedparten af realkreditobligationerne er konverterbare, hvilket skaber usikkerhed om disse obligationers afdragsprofil i perioder med rentefald. Denne usikkerhed kræver investorerne naturligvis kompenseres i form af en højere rente, idet der lægges et loft over kursstigningerne for disse obligationer.

Skiftet fra en realkredit- til en statsobligation som toneangivende obligation spiller også en vis rolle for den seneste udvidelse i renteforskellen, da de hyppigst omsatte obligationer i markedet får en særlig likviditetspræmie.

Endvidere betyder internationaliseringen samt tilliden til dansk økonomi, at valutaudlændinge i stigende omfang interesserer sig for danske obligationer. Dels et mindre kendskab til danske realkreditobligationer og deres særlige konverteringsforhold, dels det forhold, at staten udsteder stående lån, som er mere udbredte i udlandet, og som valutaudlændinge derfor kender bedre, har især rettet efterspørgslen mod statsobligationer.

Valutaudlændinges nettokøb af realkredit- og statsobligationer

Figur 4



Anm.: Som følge af den betydelige volatilitet er benyttet et 12-måneders glidende gennemsnit.

Realkreditobligationer er som følge af de særlige institutionelle forhold for realkreditlån og realkreditinstitutter meget sikre værdipapirer. Udvidelsen af rentespændet synes da også at skulle tilskrives andre forhold end skift i kreditværdighed.

Der synes at være en naturlig grænse for, hvor store renteforskellene som følge af likviditetsforskelle og særlige præferencer for visse typer af lån kan blive. Investorer, der føler sig i stand til bedre at kunne værdifastsætte de enkelte argumenter, vil begynde at tilgodese disse særlige ønsker ved at omlægge deres portefølje. Hvis rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer bliver for stort i forhold til markedets vurdering af værdien af de enkelte argumenter, kunne man forestille sig, at kreditværdige investorer ville opkøbe realkreditobligationer og videresælge disse i puljer, så man derved i højere grad kunne tilgodese investorernes særlige ønsker til realkreditobligationernes betalingsprofil.

Economic and Monetary Union – A Central Banker's Perspective

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer¹⁾

The economic and political integration within the EEC has certainly advanced substantially since the Treaty of Rome was adopted in 1957. It must, however, be admitted that economic integration has proceeded much further than its political counterpart. An important reason for this is that whereas economic integration has to overcome the vested—or protected—interests of small groups, political integration encounters the obstacle of the much heavier weight of feelings of national identity.

The present discussion concerning the European Union contains these two aspects. I shall try to evaluate the balance between economic and political elements in the proposal for the Economic and Monetary Union, EMU.

Secondly, an attempt will be made to clarify the importance of the barriers to the realization of the EMU. There are as a matter of fact three problems. The first concerns the institutional infrastructure, the second is the fulfilment of conditions for access to the EMU and the third relates to the political will.

Finally, I shall comment on the relationship between the common central bank and the political system.

The three subheadings are as follows: 1. Economic and political aspects of EMU. 2. Barriers to realization of EMU. 3. The common central bank's relation to the political system.

1. Economic and political aspects of EMU

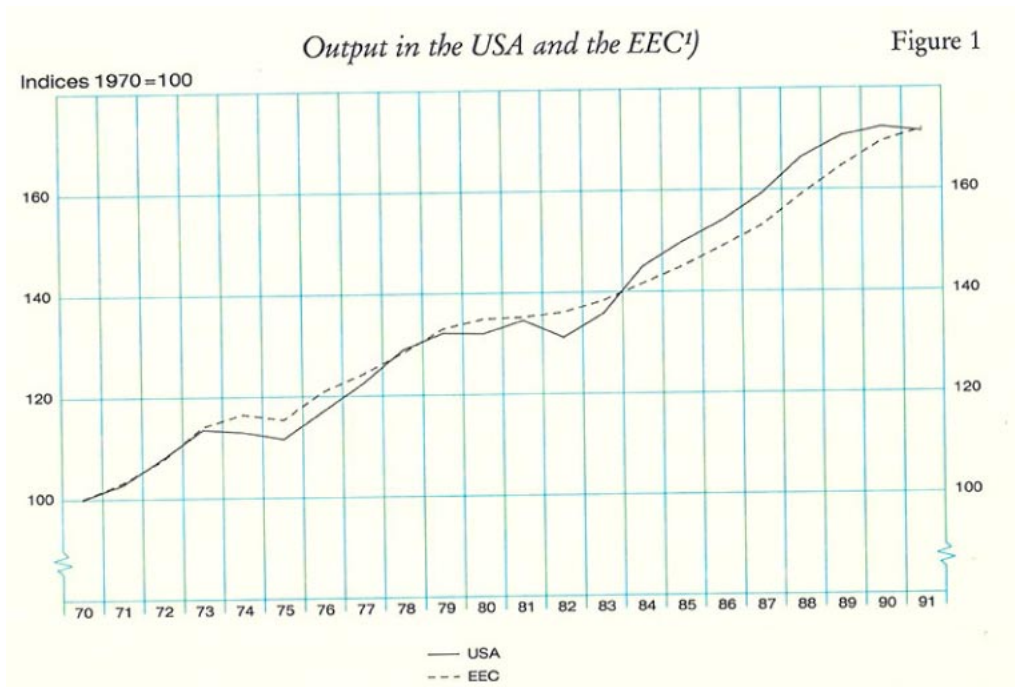
The European Coal and Steel Community, which was the predecessor of the Treaty of Rome, had as its main objective to establish a system that would prevent a repetition of war between the European countries. This political aspect was the driving force behind the decision. It was a European vision.

Subsequently the emphasis of argument swung towards stressing the economic advantages of European integration.

This was clearly the case regarding the gradual—but important—liberalization of movement of goods and services that took place in the 1970s. The same kind of considerations lay behind the Single European Act of 1987. The latter step has set in motion a widespread harmonization of rules that are important for the free movement of goods and services, and it has eventually also been instrumental in abolishing the remaining impediments to capital flows.

In other words, a free trade area has been established with widespread freedom of movement of goods, services, labour and capital among the participating countries. The remaining impediments are mostly connected with linguistic and cultural differences. Welfare gains have undoubtedly been achieved, even though they are difficult to measure.

¹⁾ Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers indlæg på Financial Times' „International Banking Conference in London February 1992”.



Source: OECD.

¹⁾ For the entire time period all twelve countries, presently members of the Communities, are included.

Until now integration has progressed without the creation of a common institutional framework for economic policy making.

The EMU proposal adds this new dimension to the system—for instance by creating a common central bank with a common currency.

In this connection it has been discussed whether the establishment of EMU will add further to economic growth or present other economic advantages.

It is unclear, however, whether economic growth is advancing faster in a large market, dominated by a centralized institutional and political system, than in countries that are less integrated.

The European Commission is always stretching the arguments in favour of the economic benefits of integration and expects a clear improvement of economic growth as a consequence of the transition to the final stage of the EMU.

It is thought provoking, however, that growth in the highly integrated United States has not been much different from the EEC-countries over the past 20 years.

Figure 1 shows growth in the two areas since 1970. There are differences in subperiods but there is certainly not a clear pattern showing stronger US growth. Over the entire period the cumulative figures do not show much difference. The evidence of Figure 1 should be a cause for restraint in promising large gains regarding growth as a result of the EMU superstructure.

The present level of integration already allows for a high degree of freedom of movement of goods, services, labour and capital, and the direct additional economic benefits of a transition to EMU would therefore seem to be rather limited.

This leads to the proposition that further development into an EMU must be led by political rather than by economic considerations.

The EMU is a stepping stone to political integration, rather than an instrument to improve economic growth.

Disintegration in Eastern Europe and the former Soviet Union gives strong incentives for increasing solidarity and cohesion in the EEC, and for other countries—including Sweden, Finland and Norway—to join this group where cohesion and stability seem to ensure better security. Within the EEC one separate motive is probably also a wish to even out a too dominant position of Germany after the unification.

Speculation about incentives and motivation is uncertain, but the change of attitude in several countries inside and outside the EEC is doubtless driven by political—more than economic—considerations.

Altogether, this means that the debate on the European Union and in particular about the EMU must be carried on a political level and without much reference to purely economic questions.

It is again a European vision, although of a different nature.

2. Barriers to realization of EMU

The barriers consist of the institutional infrastructure, conditions for access to EMU and the political will to make the final decision.

The Committee of Central Bank Governors of the EEC has over the years been heavily engaged in providing the institutional infrastructure in order to ensure that there will be no practical obstacles when the political decision to initiate the final stage of the EMU is eventually to be accomplished.

Already in 1989 steps were taken by the Committee to launch a program that would improve the coordination of national monetary policies on an *ex ante* basis. This means that national monetary-policy targets are compared and consistency analysed before final decisions on the course of monetary policy are taken by national authorities.

It is important to understand that this exercise is of a hypothetical nature because countries cannot commit themselves as long as there has been no transfer of decision-making power from the national level.

Nevertheless, this work has considerably reduced the problems of unifying monetary policy when this will be requested in the future.

Furthermore, the Committee has provided the political authorities with draft statutes for both the European System of Central Banks, ESCB, and the European Central Bank, ECB, as well as the European Monetary Institute, EMI. These statutes are now integral parts of the Treaty that was signed recently in Maastricht.

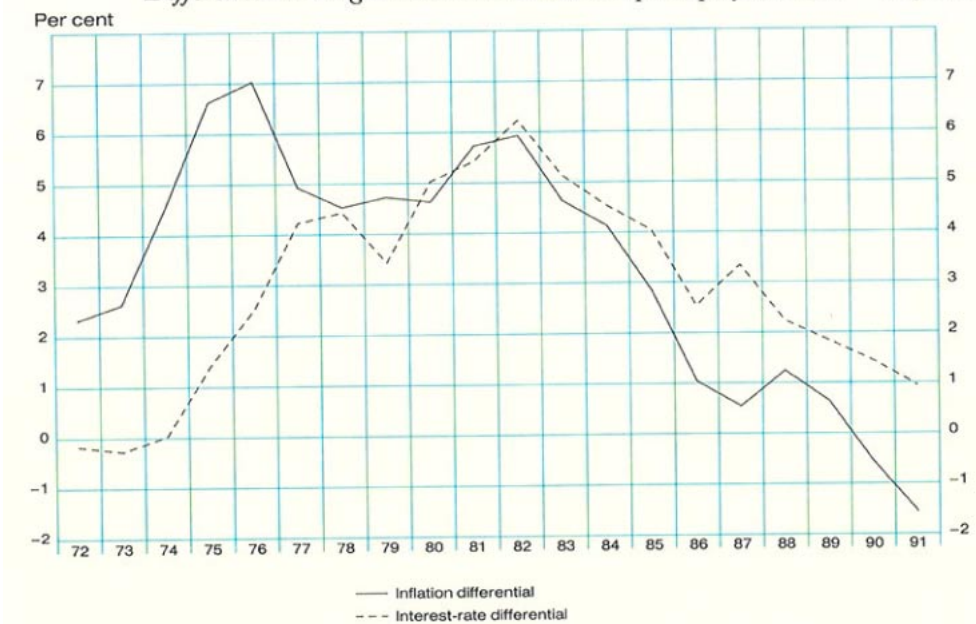
Finally, the Committee is at present intensely occupied with the problems that have to be solved before the EMI can start functioning, scheduled to take place on January 1, 1994.

The work is concentrated on the possibilities of further coordination of monetary policy and of harmonizing market instruments. There are presently appreciable differences between the methods used for influencing liquidity and thereby short-term interest rates.

Some attention is also paid to problems reaching into stage three of the EMU, for instance the question concerning circulation of bank notes.

It is often suggested that the central banks are acting reluctantly regarding realization of EMU but this is not borne out by the facts. The infrastructure has over the years been

Differences in long-term interest rates and price performance Figure 2



Source: OECD, economic outlook no. 50.

Note: Weighted average of initial ERM countries vis-à-vis Germany. The weighting is based on GDP/GNP ratios (1987).

provided without delay. The EMU can, however, only be set in motion by political decisions.

The second group of barriers is the conditions—stipulated in the Treaty—for being permitted to enter the EMU as a fully-fledged member. An applicant has to prove a certain performance in four fields, namely fiscal policy, inflation, interest-rate level and exchange-rate policy.

All four criteria are supposed to measure the degree of economic stability. These criteria are formulated in such a way that national policy makers have to demonstrate both their determination and ability to accomplish a stability-oriented economic policy. They must do so in such a way that it is believed by the markets.

Over the last couple of years substantial progress has been made in fulfilling the access criteria.

This applies in particular to the so-called hard-core countries that for several years have been members of the narrow fluctuation band within the Exchange-Rate Mechanism, ERM, of the EMS.

Figure 2 presents a condensed picture of the development. The two curves illustrate the inflation and long-term interest-rate differentials respectively between Germany and the other hard-core countries, Belgium-Luxembourg, Denmark, France, Ireland, and the Netherlands. During the 1970s both differentials increased, with inflation taking the lead. The interest-rate differential caught up and from the beginning of the 1980s both differentials narrowed and reached a very low level in the beginning of the 1990s. It is remarkable, however, that the interest-rate differential does not follow the inflation

Economic Convergence in the Community, 1991

	Inflation ¹⁾	Public finances		Long-term interest rates
		Deficit	Debt ²⁾	
	Per cent	Percentage of GDP		Per cent per annum
<i>Initial ERM-members</i>				
Belgium	3.2	- 6.4	129.4	9.3
Denmark	2.4	- 1.7	66.7	9.3
France	3.0	- 1.5	47.2	9.0
Germany	3.5	- 3.6	45.6	8.4
Ireland	3.0	- 4.1	102.8	9.4
Luxembourg	3.4	2.0	6.9	9.3
Netherlands	3.2	- 4.4	78.4	8.8
<i>Other ERM-members</i>				
Italy	6.4	- 9.9	101.2	11.3
Spain	5.8	- 3.9	45.6	12.5
UK	6.5	- 1.9	43.8	10.3
<i>Other EEC-countries</i>				
Greece	18.3	- 17.9	96.4	22.5
Portugal	11.7	- 5.4	78.4	14.6

Source: The EEC Commission, European Economy no. 50, December 1991 and Danmarks Nationalbank.

Note: The Commission's statistical survey on public debt is not fully compatible with the principles that will apply in the context of EMU. Consolidation within and between sectors may in some countries statistically reduce the public sector's debt.

¹⁾ Year-on-year increase in consumer prices.

²⁾ General government, end of 1991. Figures for Belgium and Netherlands exclude social security, and for Portugal the figure includes only the Central government.

differential closely during recent years, where German inflation rates have gone up. While inflation currently is higher in Germany, markets apparently expect Germany to regain the traditional stability performance as the German interest-rate level continues to compare favourably with that of the other countries.

In spite of the progress made, much has still to be accomplished in the coming years if the EMU is to be successfully completed. This is illustrated in the Table showing the level of convergence in 1991. Performance in the hard-core countries is broadly harmonized but there are still divergencies in relation to the two other groups: other ERM-countries (Italy, Spain and the United Kingdom) and other EEC-countries (Greece and Portugal). This applies both to inflation and to interest-rate differentials.

According to the Treaty an assessment will be made before 1997 as to the fulfilment by the member states of their obligations regarding the achievement of EMU. If conditions are not fulfilled by a majority of member countries, the final decision will be postponed, but in 1999 the EMU shall be set in motion.

The question then arises of what will happen in 1999 if the conditions are not yet fulfilled.

There are no clear provisions for that in the Treaty but it is hard to conceive that the stability-oriented countries will accept an EMU with members that do not meet the agreed standards. In such circumstances conditions will probably prevail over the date.

The last group of barriers is the political will to create the EMU.

The Treaty itself is full of determination but not so precise that the EMU takes shape automatically. This means that the political will to create the EMU has to be present all the time until the final decisions on the transition to the third stage are taken.

3. The common central bank's relation to the political system

There are quite precise rules regarding the common central bank, the ESCB and ECB, as regards leadership, independence and monetary policy. Rules on foreign-exchange-market policy are not quite clear but a reasonable *modus vivendi* should be possible.

Coordination in other policy fields is not designed in detail to the same extent.

The old Werner report of 1970 argued in favour of a second institution, namely a decision-making centre for macroeconomic policy and management, operating in tandem with the common central-bank system, but that was not a realistic proposition.

Instead, the principle of subsidiarity was introduced as a means of protecting the national political systems from being eradicated and decision-making power being transferred to a common body. The subsidiarity principle means—without sharpness of definition—that all policy decisions which could be carried out at national levels without adverse repercussion on the cohesion and effective functioning of EMU should remain within the competence of the member countries.

It seems to be a realistic solution, but it has a price. The price is that the common central bank has no political counterpart.

There has been long and intensive discussion of the need to make the common central bank democratically accountable for its actions. This principle is a necessary corollary of its independence, in order to make the policies defined by the institution acceptable to the political system and the public at large. However, in essence a solution to the principle of accountability has not been found.

The reason is not that the bank is too independent—but that there is no counterpart. In the national systems there is always a debating line between the central bank and the government—also in cases (as in Germany) where the central bank enjoys a high degree of independence.

Concluding views

The Treaty on European Union with the EMU as an important single element is indeed an ambitious undertaking. It aims at forging Europe more together. The incentives for this move are among others old European attitudes and the newly created uncertainty caused by the instability developing from the disintegration in Eastern Europe and the former Soviet Union.

There is definitely a need for stronger European cohesion.

The EMU is intended to establish such cohesion, based on a stability-oriented economic policy. A well-defined machinery has been designed regarding the monetary system and monetary policy but the strength of the subsidiarity principle prevents the establishment of a more balanced system already at the outset. This deficiency can of course, be remedied over time, depending on the political will.

From the point of view of a central bank it is, however, evident that it seems to be easier for politicians to agree on central-bank issues than on a transfer of competence regarding their own field of responsibility.

This lack of balance makes the system vulnerable in case the determination among politicians to pursue a stability-oriented economic policy falters. Progress is therefore highly dependent on an explicit and lasting political will to fulfil the agreed policy targets.

Economic and Monetary Union The Case for Central Bank Independence

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer¹⁾

I am indeed most honoured that the City University has asked me to deliver the 1992 Mais Lecture in honour of a person who has been successful both in business and in supporting science.

My title is the imperishable subject of central bank independence and its role in the blueprint on an Economic and Monetary Union in the Treaty of Maastricht.

I have been involved in work on the ideas leading to the proposal and in drafting the Statute of the European System of Central Banks, ESCB, and of the European Central Bank, ECB, embodied in the Treaty. So I am a partisan in the debate but shall nonetheless try to make my case soberly and in such a way that flaws in the reasoning can be easily detected.

During the post-war period, now almost 50 years, there have been wide changes in the conventional wisdom regarding determinants of macro-economic magnitudes and in the scope for economic policy activity. This is not least true of the causes of inflation and the assignment of monetary policy.

The period has seen a pendulum swing in policy prescriptions from simplistic Keynes epigones to monocausal Friedmanites. Politicians have gladly adopted both.

The debate on the role of monetary policy and on central bank independence has been coloured by these changes in prevailing attitudes. Evidence on both issues has been provided by empirical research, although until now quite ambiguous.

During the last couple of years the EMU has been drafted on the basis of present thinking, part of it, however, in a way that to me is not entirely satisfactory.

The structure of my presentation consists of three subheadings.

1. Inflation and the role of monetary policy.
2. The question of "advantages" of independent central banks.
3. Stability of the proposed monetary union.

The issues raise a wide range of problems, but I shall try to concentrate on essentials.

1. Inflation and the role of monetary policy

It was remarkable how quickly the doctrines of Keynesian thinking permeated the political system after the Second World War. It appeared that these doctrines were exactly what was wanted.

The epigones of Keynes managed to simplify economic problems and prescribe a recipe for managing the economy.

It is true that Keynes did not present an overly simplified model, and that you can find almost anything in the writings of such a prolific mind, but it is also true that he was fascinated by the role of a stable consumption function versus volatile investment behaviour and an interest rate level that seemed possible for the authorities to manage. It is also true that the background of the depression of the 1930s gave little basis for

¹⁾ Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers „Mais Lecture" på City University, London, den 6. maj 1992.

concern about demand pressure and inflation. Much of this thinking was, however, blurred by his last article from 1946 in *The Economic Journal*, which was far more market-oriented and less inclined towards intervention and regulation.

Keynes' followers took his basic concepts and simplified the model to the point of destruction, but simplicity gave it a market value to the political system that was quite outstanding.

The doctrines can be summarized in the following brief sentences.

Economic policy instruments were free goods. They could be applied without cost.

Total demand could be determined by fiscal and monetary policy.

Inflation was dependent on trade union discipline, as maintained in the Beveridge Report. I have a favourite quotation from the report which casts a sharp light on attitudes and the way of thinking when plans were drafted for the post-war economic system: "If trade unions under full employment press wage claims unreasonably, maintenance of a stable price level will become impossible; wage determination will perforce become a function of the state. If the private owners of business undertakings under full employment set out to exploit consumers by organizing monopolies . . . the private owners cannot for long be left in their ownership". Such a presentation almost amounts to a threat of introducing a Soviet system if people do not behave properly—centralized wage determination and abolition of private ownership of capital.

Monetary policy had only one purpose—to determine the interest rate level and thereby influence investment and total demand. Another voice from the past, the Radcliffe Report, published in this country in 1959, contained that message in the extreme. Monetary measures were not considered to have a strong impact. They "can help, but that is all" was the famous statement. Or "Monetary measures are aimed at the level of demand, but by their nature they are incapable by themselves of having an effect sufficiently prompt and far-reaching for their purpose, unless applied with a vigour that itself creates a major emergency". This emergency scenario is not described in detail.

In short, monetary policy had no perceptible impact on inflation and interest rate levels could be fixed autonomously.

Even though it would probably be difficult to find such extreme simplicity in professional presentations it did represent a dominating line of thinking.

It had the effect of pushing the role of central banking into the background.

The so-called Keynesian consensus broke down during the 1970s. In the UK it was marked by the 1976 IMF crisis which has been described in such a colourful way in the recent publication by Burk and Cairncross with the dramatic title "Goodbye, Great Britain".

It is difficult to say why the consensus disappeared. There was the first oil price explosion, which is often erroneously used as a major cause. There was the end of the post-war boom and the widespread hostility against the growing public sector and the disappointment with expansionary policies that led to stagflation. To this must be added that experts became increasingly disillusioned by the inappropriateness of relying mainly on demand management and the inefficiency of a policy of fine tuning based on often unreliable short-term forecasts.

Time was ripe for a change of opinion and in such cases the pendulum often swings to the opposite extreme. The quantity theory of money which was resented by Keynesians reappeared and conquered the scene in the Friedman formulation according to which employment and growth—at any rate in the long run—were seen to be independent of monetary policy, which in turn would determine inflation.

In other words, there was supposed to be a monocausal relation between monetary policy and inflation.

This way of thinking was just as willingly bought by authorities and gained quickly widespread support. It has been instrumental in the endeavours to use money supply targets as a simple means to achieve an acceptable level of inflation. Central banking was all of a sudden seen as being highly important.

Such simplicity does not work either.

Reality is cumbersome and unclear in the sense that economic relations are uncertain and policy instruments unreliable.

It has not been possible to estimate a clear and reliable connection between one or two economic variables and inflation, and it has proved impossible to apply economic policy measures without repercussions from the market. In other words, economic policy proved not to be a free good.

The latter aspect is to a large extent due to the role of expectations and the interaction between expectations and policy measures.

Given the fact that expectations play an important role a heavy burden is put on authorities to create credibility regarding a certain course of policy. Otherwise, policy measures are likely to create instability.

It is a truism that price increases stem from excess demand in individual or all markets.

In our system there are strong forces that tend to create excess demand.

Thus, the trend of growing demand for public services and for private consumption put a sustained pressure on public budgets and on income creation, with the consequence that requests for wage and salary increases contribute to create excess demand.

The final outcome with respect to price performance is a result of expansionary and restrictive forces.

Monetary policy is almost everywhere assigned the task of working for stability of the currency, aiming at a low rate of inflation. This means that the cost and availability of money are elements that have an influence on inflationary performance.

The next step in this line of thinking is consequently what kind of institutional set-up is best suited to providing monetary policy efficiency.

Should monetary policy be conducted by independent central banks or be integrated as a part of the political decision making system?

2. *The "advantages" of independent central banks*

During the period of the Keynesian consensus until about the middle of the 1970s the predominant view was that for efficiency reasons central banks should be tightly incorporated in the policy-making system.

The main target for economic policy was full employment, aiming at around 3 per cent unemployment, with a reasonable trade-off regarding price increases on the basis of the Phillips curve philosophy.

The policy-mix between fiscal and monetary policy was not at all a burning issue, but rather one of expediency.

It might be said that independence of central banks was a disadvantage to the formation of a coherent and consistent economic policy. At that time advocates of independence were considered to represent an archaic attitude.

The swing towards monetarism—based on the old quantity theory—led in some cases to a similar extreme attitude. It was argued that discretion regarding money supply would inevitably result in a too permissive policy and a too rapid increase in inflation.

Therefore, central bank activity should be substituted by an inflexible rule. It meant that monetary policy should be outside the reach of both politicians and central bankers. Money supply should be increased by, for example, 3 per cent per year.

Three per cent apparently had a special flavour in both camps.

Such rules were proposed in spite of the fact that the transmission mechanism is far from fully understood—except that it is recognized that time lags are variable.

Instead of the two extreme models of inflation the more down to earth view of the inflation mechanism has changed attitudes gradually, but decisively.

Inflation is created by forces in all the markets in the economy, which are not at all easy to analyze. As mentioned the outcome is determined by the balance between expansionary forces and barriers to cost and price increases.

One can enumerate a long list of expansionary forces, from political promises and considerations to institutional ambitions among income groups as well as to individual behaviour.

But where are the constraints?

The list is pretty short but as one major item it includes monetary policy.

In this setting the question of strengthening the scope for monetary policy becomes evident, and a way of tying one's hands is to make central banks more independent. Then the question of policy-mix becomes essential.

A sequel to this change of attitude is that it becomes highly relevant to collect evidence about the consequences of central bank independence in order to assess the importance of this aspect.

Is it possible to measure the degree of independence and relate it to inflation performance?

If so, researchers could present politicians with a rational choice. Politicians would so to speak be able to choose their preferred combination of the degree of independence and inflation. In a sense this exercise becomes a substitute to the previously mentioned trade-off between employment and inflation.

This sounds rather naïve, and unfortunately it is.

There have been a lot of investigations in this field during recent years.

I have no intention of reviewing the literature but wish to acknowledge the seriousness of the work done by Bade and Parkin, Alesina, Grilli, Masciandaro and Tabellini, and recently the comprehensive work by Capie and Wood from this university. To this must be added a thorough analysis by Swinburne and Castello-Branco in an unpublished IMF working paper.

Investigations have not been rewarded with any clear theorem regarding a relation between inflation and central bank independence.

A strong barrier is the question of measurement. Some analysts believe that formal criteria are a sufficient indicator when measuring the degree of independence—who take decisions, can instructions be given, what is the length of tenure, etc. Others are sceptical of whether such criteria give a reasonably reliable picture.

Even within the formal criteria there is disagreement about classification, and results are significantly sensitive to, for example, the classification of Japan which formally is highly dependent on the political system.

It is also necessary to point to the fact that formal independence cannot always prevail over strong political priorities, as was seen in connection with the German unification that has led to a substantial increase in German prices.

Altogether, attempts to measure central bank independence by formal criteria seem to

be unrealistic. If subjective criteria are used one runs into a jungle of identification problems.

The statistical approach also faces the problem of changing priorities.

When during the immediate post-war years the overriding objective was to create and maintain full employment, price stability was considered much less important and intended to be handled by incomes policy. But this turned out to be an uncertain or unreliable policy instrument.

Mainstream attitudes gradually changed, however, during the 1970s. As mentioned, it is difficult to explain or analyze exactly when and why it happened, but it is indisputable that priorities have shifted in favour of stability at the expense of employment.

In the early 1970s most industrial countries embarked on an expansionary economic policy in order to maintain growth and employment. In broad terms the outcome was higher inflation, slow growth and rising unemployment.

This experience had a profound impact on attitudes and was instrumental in the change of priorities in favour of stability.

It was increasingly pointed out that by delegating monetary policy to an institution with inflation averse obligations, a device could be created that permitted a lower rate of inflation to be sustained than would otherwise be possible. In other words, an independent central bank was expected to behave more predictably and this could in itself create greater stability.

The mere fact that stability achieves a higher priority means that the position of the central bank—whatever its formal degree of independence—is strengthened. It becomes more risky to go against the opinion of the central bank.

Measurement and identification problems in relation to central bank independence thus tend to obscure the path to clear objective conclusions. Statistical evidence does not provide unambiguous answers.

So we are left with personal judgements. On that score I have no doubt about my own experience. Over the many years I have been in the business there have been so many instances in my own work in Denmark, and likewise regarding colleagues in other countries, that I do not hesitate to state that formal independence strengthens the hand of a stability oriented monetary policy.

In other words, if governments are free to choose their favourite policy at any given time in order to accommodate the aspirations of the electorate, then policies will inevitably have an inflationary bias. Thus, as argued previously, in the search for more stability it is rational to strengthen monetary policy as a counterpart to the underlying expansionary forces of the economy, but this does not mean that an independent central bank is a guarantee for stability. It is one player in the game—but not the only one, and not even the dominant one.

It is an unbalanced and unfortunate view that stability can be achieved and maintained largely by monetary policy measures.

This is to a certain degree the philosophy in the Treaty version of the Economic and Monetary Union, which is the final part of my presentation.

3. Stability of the proposed monetary union

Pierre Werner and Jacques Delors were given the same task by politicians: Give us a blueprint for an economic and monetary union to be implemented by stages.

The answers were not exactly identical.

The Werner report of 1970 prescribed a gradual convergence of economic policy and

economic performance, ending up in a system where national decision making regarding both monetary policy and fiscal policy was transferred to common institutions.

This meant that in the end national parliaments would have to abide by instructions regarding fiscal policy.

It is well known that the Werner plan had some impact on the formation of the EEC exchange rate system from 1972, but on the whole the plan was immersed in the tensions of the mid-1970s.

When politicians asked again almost 20 years later the answer was less ambitious.

The Delors Committee had a heavy monetary lopsidedness with 12 central bankers and 3 monetary experts, plus 2 members from the Commission.

The majority was willing to concentrate on the monetary aspect of an EMU, assuming that this would be the driving force towards broader economic policy integration, but a strong minority could not accept such simplicity. To them a common central bank would be necessary but the coordination of fiscal and other economic policies was of equal importance.

The compromise was to sever the two. The cutting instrument was the principle of subsidiarity. In operational terms, it is certainly not a crystal-clear concept, but one that has to be developed in a pragmatic way. It means that for instance in the fiscal field as much as possible shall be determined at the national level, provided there are no adverse repercussions on the cohesion and functioning of the EMU. So we are left with a concept that has the obvious purpose of protecting the independence of national parliaments.

It is not surprising that the report—completed in 1989—was welcomed by politicians and its main ideas were eventually incorporated in the Maastricht Treaty.

The philosophy of central bank independence was adopted along the German model that over the years had proved its effectiveness. Independence based on that prescription had of course not been subject of disagreement within the Delors Committee with all its central bank members, or—it would appear—at the Intergovernmental Conference leading to the treaty proposal. The principle of subsidiarity was—not surprisingly—canonized in the Treaty.

This means that in two respects the common system will differ from the national systems. The two are the accountability aspect and the counterpart aspect.

The first—the accountability problem—relates to the question of ultimate political control.

In the national systems the central banks have at least two formal strings to the political system. First, the rules have been stipulated by parliaments and can be revoked by parliaments. Second, central bank leadership is nominated politically and in almost all cases for a limited period.

In addition monetary policy decisions are subject to public opinion in the sense that they have to be understood and in the long run accepted by the public. That is the reason why it is so important to explain monetary policy to the public at large.

The central bank statutes of the Monetary Union can of course be changed by the politicians but it would require a change of the Treaty, which, by implying ratification by all member countries, could be expected to be far more complicated than a change of national law. Furthermore, the nomination of the leadership will probably be much more inclined to compromise candidates than the present selection at the national level.

The accountability problem is important but to my mind much less so than the counterpart problem.

At the national level monetary policy decisions have at least to be understood—if not applauded.

The most important feature concerning monetary policy is that in the broad field of policy decisions, monetary policy is almost always the residual. When all other decisions have been taken monetary policy consequences follow almost by necessity. It can also be said to have its justification in its inevitability.

But it is not a one-way relationship. There is fortunately a feed-back in the sense that policy decision makers in other fields of economic policy have to consider the possible monetary policy answers to their own decisions.

Such a close relation would seem to be difficult to establish in the EMU, comprising up to 12 national decision making units in fields other than monetary policy.

This feature raises the same problem that was considered by the Werner group and was left unsolved by the Delors group and in the Treaty.

Even though the Maastricht provisions regarding fiscal policy put strong demand on member countries' economic performance the counterpart or feed-back relation will be much weaker than at the present national level. But this does not imply that the system will be unable to function.

There will be possibilities of creating lines of liaison to important policy making units. But such lines will be weaker and this implies that the system will be more vulnerable. There will be a higher risk that tensions will create dissatisfaction at the national level. Therefore, one of the most important tasks will be to ascertain that Treaty conditions on budgetary policy etc. be strictly observed and that the economic surveillance exercise be effectively geared to that end.

In other words, although I find the system to be weaker than appropriate, it is definitely a workable proposition.

At present we in the Committee of Governors are involved in work to establish the institutional infrastructure for the European Monetary Institute, EMI, that is planned to start functioning at the beginning of 1994.

I am convinced that it will be possible to finish this work properly—it is largely of a technical nature, which I shall abstain from bothering you with on this occasion.

There are, however, two important policy aspects that deserve to be included in my presentation.

The first is our continuing obligation to improve the coordination of monetary policy among member countries.

Our first annual report, which has just been published, contains a presentation of the methods we are using.

In essence we are comparing and discussing forecasts but have to observe the constraint that decisions must be taken at the national level and for that reason genuine negotiations are impossible.

In Stage Two, when the EMI starts functioning, there is an obligation to further improve coordination of monetary policy, but it seems to me that we have come rather close to the limit already now.

Given the fact that there will be no transfer of decision making power from the national level to the EMI, the only way to improve coordination is even more open and frank discussions leading to at any rate a better mutual understanding.

This is, however, complicated by the second policy aspect I wish to mention—the varying degree of independence of member central banks.

If there is a very limited degree of independence the central bank representative has a

similarly limited possibility of participating in a debate leading to concrete steps to enhance economic convergence.

My conclusion is therefore that in order to improve convergence it should be recognized that formal independence of national central banks should be accomplished early in Stage Two instead of postponing it until the end, just before entering the EMU, by when it must be adopted.

Let me summarize my arguments in the following way.

A realistic view of the process of inflation makes it appropriate to strengthen the hand of monetary policy, which is an important instrument in containing inflation.

It has not yet been possible to provide statistical evidence of the advantages of formally independent central banks. When seeking to contain the inflationary bias in our economic systems there is, however, to my mind little doubt that there are clear advantages connected with central bank independence.

Stability cannot be achieved solely by monetary policy. There seems to be a skewness in the Maastricht Treaty in that monetary policy will be highly centralized but other policies decentralized, thereby disclosing a lack of counterpart relations. This drawback will have to be overcome by developing relations with national policy decision makers in a pragmatic but efficient way.

Finally, for the purpose of increasing monetary policy cooperation in Stage Two it is advisable to make national central banks independent at an early point in time and not to postpone this until just before transition to the final stage.

Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 24. april 1992

Det er fra Nationalbankens side ved flere lejligheder blevet fremhævet, at realkreditlovgivningen bør liberaliseres.

Penge- og valutapolitikken blev gradvis liberaliseret, før man i 1980'erne afskaffede de resterende reguleringer. De øvrige finansielle institutioner er underkastet en generel lovgivning, der især stiller krav til ledelse og soliditet. Denne lovgivning er i tråd med de regler, der gælder i andre lande.

På realkreditområdet opretholdes fortsat formålsbestemmelser og en ret omfattende detailregulering. Det skyldes bl.a., at realkreditlovgivningen ofte er blevet brugt til konjunkturregulerende formål.

Nationalbanken noterede sig med tilfredshed, at regeringen for nylig tog hul på en liberalisering af lovgivningen. Det er et skridt i den rigtige retning.

Det synes hensigtsmæssigt, at liberaliseringen også på dette område sker gradvis.

Det forekommer også hensigtsmæssigt, at liberaliseringen sker i en periode med en forholdsvis svag konjunkturudvikling.

Et væsentligt problem med detailreguleringen på realkreditområdet er, at lovgivningen får en tendens til at tage ansvaret fra ledelsen. Realkredit bliver det, loven giver mulighed for.

Lovens lånegrænser opfattes af låntagerne som en retting. Og ledelsen behøver slet ikke tænke over, hvilken lånegrænse der egentlig er den rigtige. I enhver anden finansiell institution er den slags beslutninger en væsentlig del af ledelsesstrategien.

Derfor vil en fortsat liberalisering af realkredit også begynde at stille nye ledelseskrav. Bl.a. at man grundlæggende revurderer udlånsstrategien.

I disse overvejelser er det vigtigt at holde fast i den grundlæggende arbejdsdeling. Ved udlån mod pant i fast ejendom er den vigtigste konkurrenceparameter lave omkostninger. Ved udlån baseret på individuel kreditvurdering vil den afgørende konkurrenceparameter på lang sigt være evnen til at kreditvurdere.

Derfor er der noget bagvendt i, at realkreditinstitutter begynder at foretage individuel kreditvurdering i tilknytning til de lån, der ydes mod pant i fast ejendom¹⁾. Det kunne tyde på, at man vurderer ejendommene for højt eller opererer med for høje lånegrænser i forhold til begrebet realkredit.

Det er en vigtig strategisk beslutning i et realkreditinstitut, hvilken lånegrænse man bør sætte for udmåling af realkredit til forskellige typer panter.

Jeg vil gerne pege på, at dette ikke strider mod en opdeling i risikoklasser – tværtimod. Det er helt naturligt, at renten er højere for yderligststående lån end for de bedre placerede. Men det har noget med prioritetsrækkefølgen at gøre – og hverken med låntagerens indkomstforhold eller låneformålet at gøre.

Måske skulle man se tilbage på de gamle tanker om almindelig og særlig realkredit eller den endnu ældre sondring mellem kredit- og hypotekforeninger. I vore dages verden ville det vel blive omskrevet til en opdeling af udlånene i forskellige risikoklasser, hvor prissættelsen afspejler den skønnede risiko.

¹⁾ Denne betragtning gælder ikke for særlige panter, f.eks. erhvervsejendomme, hvor en kreditvurdering ofte vil være et nødvendigt led i fastsættelsen af ejendommens værdi.

Realkreditinstitutterne burde konkurrere om at tilbyde de billigste lån til de bedste panter. En sådan opdeling ville være mulig allerede med den gældende lovgivning. Men den bliver mere nødvendig i et liberaliseret system.

Dette hindrer naturligvis ikke, at de finansielle koncerner, som realkreditinstitutterne er ved at udvikle sig til, beskæftiger sig med anden långivning end traditionel realkredit. Det er et valg, den enkelte koncern selv må træffe. Men egentlig kreditvurdering af personer og virksomheder bør ske i særlige selskaber og ikke blandes sammen med ekspeditionen af traditionelle realkreditlån.

Den stigende udbredelse af finansielle koncerner medfører et øget behov for at sikre, at afregninger inden for koncernen sker til markedspriser.

Rentespændet mellem statsobligationer og realkreditobligationer er blevet større det sidste års tid og ligger nu i en størrelsesorden på godt 1 procentpoint mellem den toneangivende statsobligation og den tilsvarende realkreditobligation.

Det synes nærliggende at forklare denne forskel med forskelle i kreditværdigheden, men det er ikke Nationalbankens opfattelse, at det er den væsentlige forklaring.

Analysen foretaget i Nationalbanken tyder på, at andre forhold har større betydning for udviklingen i rentespændet. Statsobligationerne passer på en række punkter bedre til specielt de udenlandske investorer's ønsker. Derfor kan statsobligationer sælges til en bedre kurs.

Der er især tre forhold, der synes at kunne forklare, at realkreditobligationer har højere rente end statsobligationer.

Det første forhold er konverteringsmuligheden. Efter vore analyser vejer den ganske tungt, idet den for tiden synes at forklare den overvejende del af renteforskellen.

Det er logisk, at investorerne vil tage sig betalt for konverteringsrisikoen.

Det er lige så klart, at hvis man spørger en låntager, om han ønsker at have mulighed for konvertering, så vil svaret være et ja.

Han får fordelen ved at have et fast forrentet lån i rentestigningstider. Han får samtidig en mulighed for at slippe billigere ved rentefald.

Men synes låntagerne, at denne fordel er prisen værd?

Det andet forhold er, at der er tale om mange små serier i realkrediten. Investorerne ønsker obligationer fra store serier med stor omsætning. Sådanne obligationer kan bære en lavere rente på grund af den store likviditet.

Det tredje forhold er afdragsformen, hvor realkrediten i stort omfang baserer sig på annuitetslån, en låneform, som udenlandske investorer er mindre fortrolige med.

Sammenfattende gælder, at de fleste investorer foretrækker stående lån i store serier og uden konverteringsrisiko. Med sådanne obligationer kan de lettest sammensætte en portefølje med de ønskede egenskaber.

Fra realkreditside er man naturligvis opmærksom på, at realkreditobligationer ikke har de helt ideelle egenskaber set med investorøjne. Men både de tynde serier og afdragsformen forklares med de reguleringer, myndighederne har givet i realkreditloven og skatte-lovene.

Med realkreditloven fra 1989 blev der løst lidt op for det tidligere absolutte balanceprincip, men man mangler endnu at få den mere konkrete udformning fastlagt i en bekendtgørelse. Når dette arbejde er færdiggjort, vil der være større muligheder for at tilpasse sig investorønskerne.

Det er så op til realkreditinstitutterne selv at sikre en vis modernisering af obligationsudbuddets sammensætning.

Realkreditinstitutter er i deres oprindelse låntagersammenslutninger. De har derfor en tendens til i produktudvikling og produktvalg at tage udgangspunkt i en låntagersynsvinkel. Men det strider jo ikke mod låntagernes interesser også at se på långiverens behov.

Kun produkter, der både tilfredsstiller långiveres og låntageres ønsker, får den rigtige pris.

Man kan nævne, at den anden store låntager på obligationsmarkedet – staten – i adskillige år har taget udbredt hensyn til investorønsker.

Arbejdet med at tilpasse statsobligationsviften til danske og udenlandske investorers behov er en løbende proces i statsgældspolitikken.

Realkrediten har været igennem nogle hårde år. Men det er indtrykket, at man nu er ved at være ovre det værste og kan begynde at se fremad.

Som nævnt er det nok vigtigt, at man tager fat på at få afgrænset og moderniseret sit kerneområde: udlån mod pant i fast ejendom. Det er vigtigere end at bruge store økonomiske og ledelsesmæssige ressourcer på grænseområder i form af anden finansiell virksomhed.

Det er ikke kun realkrediten, der har grund til at filosofere lidt over 80'ernes tro på og trang til diversifikation og udlandsetablering. Nøgleordet i 90'erne synes snarere at blive „back to basics”.

Og her er realkreditsektoren jo i den heldige situation, at man har et fundamentalt godt, meget velkendt og meget udbredt produkt. Man kan så bare håbe, at ledelsen og medarbejdere har lært, at de skal værne om det og videreudvikle det.

Nationalbankens pressemeddelelse af 11. marts 1992

Ændring i de penge- og likviditetspolitiske instrumenter

Danmarks Nationalbank har i dag meddelt pengeinstitutterne, at reglerne for pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken bliver ændret med virkning fra den 1. april 1992.

Den ydre baggrund for pengepolitikken har i løbet af det sidste års tid ændret sig mærkbart. Renteforskellene i forhold til andre lavinflationslande i EMS er indsnævret markant, og selv små ændringer i den danske rente kan udløse betydelige kapitalbevægelser.

Denne udvikling har skabt behov for, at Nationalbanken bringer de penge- og likviditetspolitiske instrumenter i tættere overensstemmelse med forholdene i andre EF-lande. Nationalbanken får herved mulighed for en mere præcis og markedsmæssig styring af pengemarkedsrenterne.

Det ny regelsæt medfører en række væsentlige ændringer i mellemværendet mellem Nationalbanken og det enkelte pengeinstitut. Adgangen til træk på folio bortfalder, og adgangen til at få forrentet indskud på folio begrænses væsentligt.

Bortset fra indskud på folio, der overvejende vil svare til en likviditetsreserve til transaktionsformål, vil pengeinstitutterne være henvist til at placere deres likviditet i diverse pengemarkedsinstrumenter. Til dette formål vil Nationalbanken påbegynde en ugentlig udstedelse af korte indskudsbeviser til pengeinstitutterne.

Indskudsbeviserne vil være 14-dages pengemarkedspapirer registreret i Nationalbanken. De kan alene omsættes mellem pengeinstitutterne indbyrdes og Nationalbanken. Da handel med indskudsbeviser kan afvikles på handelsdagen med samtidig overførsel af betaling herfor på pengeinstitutternes foliokonti, vil instrumentet være velegnet til likviditetsudligning blandt pengeinstitutterne.

Nationalbanken vil som hidtil sørge for til enhver tid at tilføre sektoren den nødvendige likviditet. I det omfang pengeinstitutternes samlede folioindeståender vil falde til under det nødvendige minimum til transaktionsformål, vil Nationalbanken tilføre likviditet ved genkøbsforretninger i skatkammerbeviser eller ved tilbagekøb af indskudsbeviser.

Nationalbanken har samtidig gennemgået erfaringerne med markedet for skatkammerbeviser og bankens egen deltagelse heri. Da den cirkulerende mængde nu har antaget en sådan størrelse og spredning, at der er grundlag for et velfungerende marked uden Nationalbankens daglige tilstedeværelse, vil Nationalbanken fremover kun rent undtagelsesvis intervenere i markedet. Den nye tilrettelæggelse af likviditetspolitikken vil i sig selv understøtte markedet for skatkammerbeviser, da Nationalbanken vil tilføre likviditet ved anvendelse af genkøbsforretninger i skatkammerbeviser.

Nationalbankens pressemeddelelse af 6. april 1992

Fra mandag den 6. april 1992 er den portugisiske escudo indtrådt i det europæiske valutakurssamarbejde (EMS) med udsvingsgrænser på ± 6 pct.

I forbindelse hermed er der fastsat interventionskurser for den portugisiske escudo i forhold til de andre deltagerlandes valutaer. I forhold til den danske krone er interventionskurserne

Købskurs 4,1321 DKK pr. 100 PTE

Salgskurs 4,6586 DKK pr. 100 PTE

ECU-centralkursen for den danske krone er uændret

1 ECU = 7,84195 DKK

Interventionskurserne mellem de hidtidige EMS-valutaer er ligeledes uændrede.

Tabeller og figurer

Ultimo ¹⁾	Aktiver				Passiver			
	Danmarks internationale likviditet ²⁾		Udlån ³⁾	Obligationer og aktier ⁵⁾	Seddel- og mønt-omløb	Indlån ³⁾	Indlåns-beviser	Staten
	Guld	Netto-fordringer på ud-landet mv.						
Millioner kroner								
1981.....	4 759	18 379	2 836	10 806	15 288	1 642	•	6 744
1982.....	5 663	18 687	8 255	10 707	15 939	930	•	9 268
1983.....	6 137	35 133	8 049	14 657	17 045	571	•	22 496
1984.....	5 661	33 969	11 692	11 521	18 716	2 507	•	16 675
1985.....	4 772	48 716	26 196	13 760	20 155	2 562	23 816	21 349
1986.....	4 675	31 189	42 875	23 880	21 339	767	7 907	50 990
1987.....	4 858	59 511	18 319	24 189	22 809	1 403	—	59 971
1988.....	4 595	71 644	1 712	26 911	23 870	7 865	•	44 138
1989.....	4 340	40 564	19 536	32 431	25 045	8 977	•	34 504
1990.....	3 720	59 599	6 246	37 717	26 983	13 114	•	38 405
1991.....	3 464	41 099	5 320	44 361	28 211	18 125	•	16 010
1989 Marts.....	4 614	59 387	3 026	27 658	22 697	2 680	•	38 015
Juni.....	4 628	57 584	2 106	26 958	24 681	2 926	•	31 439
Sept.....	4 641	51 019	2 018	29 583	23 530	5 160	•	24 912
Dec.....	4 699	43 880	19 541	33 193	25 045	8 976	•	32 215
1990 Jan.....	4 372	40 723	17 238	34 230	23 625	10 682	•	29 839
Feb.....	4 374	41 592	15 662	33 437	23 442	10 023	•	29 295
Marts.....	4 377	54 938	6 399	33 077	24 046	9 677	•	35 765
April.....	4 460	53 924	8 299	35 133	25 264	12 168	•	33 745
Maj.....	4 462	53 482	6 113	35 048	25 433	11 570	•	31 160
Juni.....	4 463	57 719	5 721	35 489	26 460	11 528	•	34 714
Juli.....	4 539	61 160	6 657	38 540	25 677	14 112	•	39 965
Aug.....	4 541	60 476	5 132	37 743	25 003	12 914	•	38 545
Sept.....	4 542	60 758	2 392	39 713	24 933	15 873	•	35 333
Okt.....	4 501	61 059	3 796	38 358	24 814	15 497	•	35 714
Nov.....	4 503	61 373	2 935	36 185	25 605	21 337	•	25 799
Dec.....	4 505	61 961	6 290	38 133	26 983	13 170	•	38 405
1991 Jan.....	3 758	56 266	6 391	36 610	25 255	12 064	•	35 795
Feb.....	3 764	54 254	6 337	36 496	25 277	10 270	•	34 932
Marts.....	3 769	54 292	4 449	37 989	26 736	11 524	•	32 724
April.....	3 790	54 608	3 125	30 977	28 092	6 721	•	27 268
Maj.....	3 795	53 933	3 291	31 977	26 796	11 242	•	24 015
Juni.....	3 796	51 566	3 802	33 425	27 486	20 910	•	13 117
Juli.....	3 866	48 218	4 482	32 248	27 173	15 561	•	14 347
Aug.....	3 856	46 937	4 467	32 266	26 678	11 948	•	16 959
Sept.....	3 858	47 278	4 030	34 900	26 186	16 306	•	15 782
Okt.....	3 773	44 541	4 583	28 783	26 188	16 946	•	6 179
Nov.....	3 772	43 281	5 119	31 616	26 624	14 166	•	10 318
Dec.....	3 772	38 709	5 302	42 699	28 208	18 122	•	11 425
1992 Jan.....	3 539	40 473	23 345	32 896	26 339	14 400	•	21 797
Feb.....	3 540	40 083	11 213	31 793	25 887	2 289	•	20 594
Marts.....	3 543	38 373	4 644	33 761	25 780	11 426	•	10 033

¹⁾ Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

²⁾ Danmarks internationale likviditet er specificeret på side 2.

³⁾ Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken er specificeret på side 14.

⁴⁾ Inklusive udlån vedrørende kontantdepoter.

⁵⁾ Til og med 1991 inklusive obligationer erhvervet i forbindelse med genkøbsforretninger. Fra og med august 1989 modsvarede genkøbsforretninger af uforrentede indskud på genkøbskonti i Nationalbanken.

⁶⁾ Inklusive genkøbskonti.

Danmarks internationale likviditet



Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Europæiske valutaenheder (ECU)	Særlige trækingsrettigheder i IMF (SDR)	Reservestilling over for IMF ²⁾	Danmarks internationale likviditet (brutto)	Forpligtelser over for udlandet	Danmarks internationale likviditet (netto) ³⁾
Millioner kroner								
1981.....	4 759	14 283	2 077	1 471	898	23 488	350	23 138
1982.....	5 663	14 796	2 035	1 631	923	25 048	698	24 350
1983.....	6 137	27 569	4 805	1 227	2 120	41 858	588	41 270
1984.....	5 661	27 190	3 234	1 747	2 368	40 200	570	39 630
1985.....	4 772	41 328	4 194	1 759	2 040	54 093	605	53 488
1986.....	4 675	33 562	392	1 862	1 143	41 634	5 770	35 864
1987.....	4 858	54 078	3 777	1 301	1 065	65 079	710	64 369
1988.....	4 595	59 063	10 454	1 542	2 167	77 821	1 582	76 239
1989.....	4 340	33 180	4 625	1 850	2 213	46 208	1 304	44 904
1990.....	3 720	52 707	5 200	1 246	1 807	64 680	1 361	63 319
1991.....	3 464	38 588	2 814	1 430	2 155	48 451	3 888	44 563
1991 Jan.	3 758	48 714	4 895	1 719	1 905	60 991	967	60 024
Feb.	3 764	46 511	4 897	1 691	1 905	58 768	750	58 018
Marts...	3 769	46 933	4 900	1 677	1 905	59 184	1 123	58 061
April ...	3 790	47 411	4 531	1 645	2 282	59 659	1 261	58 398
Maj	3 795	46 481	4 531	1 676	2 170	58 653	925	57 728
Juni	3 796	44 258	4 522	1 660	2 170	56 406	1 044	55 362
Juli	3 866	41 552	4 082	1 544	2 086	53 130	1 046	52 084
Aug. ...	3 856	40 314	4 083	1 555	2 086	51 894	1 101	50 793
Sept. ...	3 858	40 562	4 087	1 555	2 086	52 148	1 012	51 136
Okt. ...	3 773	39 824	2 919	1 340	2 006	49 862	1 548	48 314
Nov. ...	3 772	37 955	2 920	1 367	2 113	48 127	1 074	47 053
Dec.....	3 772	36 214	2 921	1 367	2 100	46 374	3 893	42 481
1992 Jan.	3 539	35 607	2 387	1 335	2 155	45 023	1 011	44 012
Feb.	3 540	34 864	2 624	1 357	2 179	44 564	941	43 623
Marts...	3 543	32 640	3 413	1 357	2 180	43 133	1 217	41 916

¹⁾ Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

²⁾ Danmarks kvote minus fondens beholdning af danske kroner.

³⁾ Kursreguleringer af Danmarks internationale likviditet medførte i 1981 en stigning på 2.556 mill.kr., i 1982 en stigning på 3.436 mill.kr., i 1983 en stigning på 4.471 mill.kr., i 1984 en stigning på

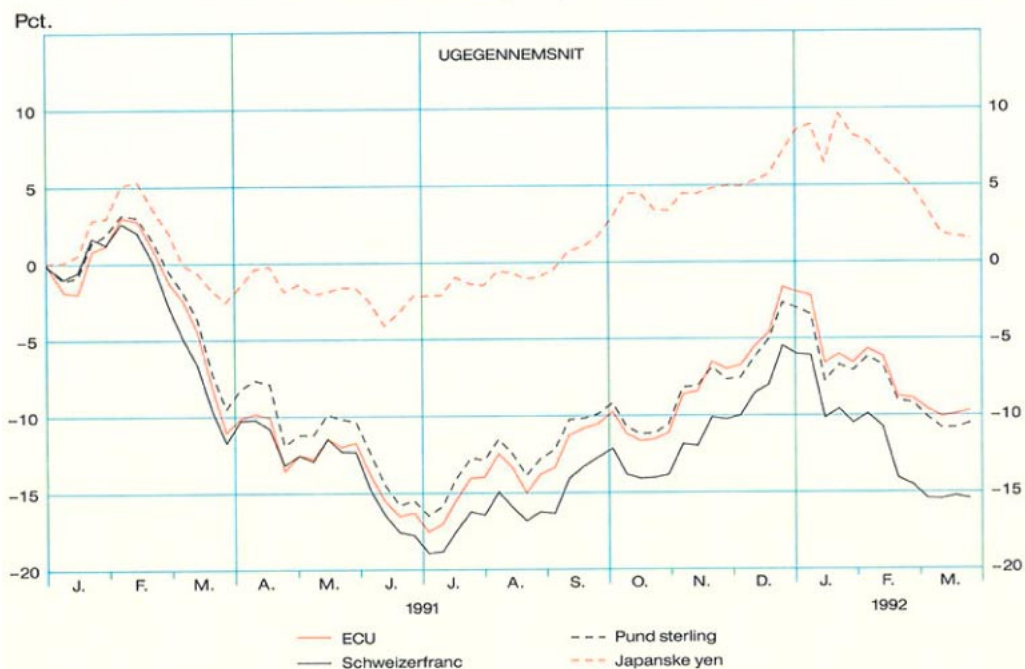
2.214 mill.kr., i 1985 et fald på 3.274 mill.kr., i 1986 et fald på 807 mill.kr., i 1987 et fald på 1.501 mill.kr., i 1988 en stigning på 3.178 mill.kr., i 1989 et fald på 3.675 mill.kr., i 1990 et fald på 3.147 mill.kr. og i december 1991 en stigning på 2.082 mill.kr.

	Gennem- snitlig	Højest	Lavest	Gennem- snitlig	Højest	Lavest	Gennem- snitlig	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
	<i>ECU (XEU)</i>			<i>SDR (XDR)</i>			<i>US-dollar (USD)</i>		
1989.....	804,55	812,90	784,30	936,69	971,06	864,95	731,51	793,25	653,25
1990.....	787,37	798,00	778,15	838,80	873,45	817,14	618,53	667,60	563,60
1991.....	791,55	797,40	785,15	874,70	929,13	814,57	640,34	711,75	560,20
1991 2. kvrt. ..	789,36	794,05	785,15	889,57	921,77	871,58	664,63	702,00	637,40
3. — ..	793,32	795,80	789,75	901,35	929,13	876,91	674,73	711,75	641,00
4. — ..	791,66	794,35	788,97	874,53	898,11	843,47	632,71	664,25	588,85
1992 1. kvrt. ..	792,32	794,55	789,34	871,79	884,57	843,58	628,10	651,40	588,35
Jan.	791,09	792,62	789,34	862,13	874,56	843,58	611,73	631,55	588,35
Feb.	792,46	793,57	791,29	872,83	884,42	857,40	627,83	644,30	606,50
Marts...	793,42	794,55	792,62	880,51	884,57	874,53	644,72	651,40	635,80
	<i>Pund sterling (GBP)</i>			<i>D-mark (DEM)</i>			<i>Svenske kroner (SEK)</i>		
1989.....	1197,53	1275,45	1060,25	388,84	390,16	385,94	113,40	116,10	105,96
1990.....	1102,04	1160,70	1039,50	382,89	389,70	379,75	104,50	106,91	101,96
1991.....	1128,13	1148,00	1103,84	385,67	389,68	381,84	105,72	107,57	102,41
1991 2. kvrt. ..	1135,73	1148,00	1126,25	383,60	386,83	381,84	106,72	107,57	105,97
3. — ..	1135,11	1143,80	1123,90	386,48	387,55	385,35	106,46	106,96	105,71
4. — ..	1118,97	1130,83	1103,84	387,79	389,68	385,22	106,20	106,70	105,71
1992 1. kvrt. ..	1111,56	1118,18	1100,38	387,90	389,16	387,15	106,78	107,12	106,37
Jan.	1108,53	1115,57	1100,38	388,09	389,16	387,49	106,59	106,76	106,37
Feb.	1115,02	1118,18	1110,94	387,59	387,91	387,15	106,79	107,01	106,62
Marts...	1111,46	1117,40	1107,93	387,98	388,47	387,54	106,97	107,12	106,86
	<i>Norske kroner (NOK)</i>			<i>Franske franc (FRF)</i>			<i>Belgiske franc (BEF)</i>		
1989.....	105,87	108,34	99,83	114,61	115,48	113,05	18,559	18,640	18,410
1990.....	98,85	100,80	97,60	113,65	114,33	113,00	18,523	18,715	18,398
1991.....	98,64	99,27	98,10	113,41	114,15	112,61	18,734	18,914	18,565
1991 2. kvrt. ..	98,46	99,10	98,10	113,23	113,98	112,61	18,649	18,785	18,565
3. — ..	98,93	99,27	98,43	113,72	114,15	113,24	18,773	18,815	18,725
4. — ..	98,77	99,06	98,42	113,58	114,05	113,07	18,828	18,914	18,706
1992 1. kvrt. ..	98,83	98,98	98,58	113,98	114,55	113,64	18,844	18,903	18,815
Jan.	98,74	98,87	98,58	113,79	114,03	113,64	18,846	18,903	18,818
Feb.	98,87	98,97	98,76	113,86	114,07	113,73	18,832	18,850	18,815
Marts...	98,90	98,98	98,78	114,28	114,55	114,05	18,853	18,869	18,842
	<i>Schweizerfranc (CHF)</i>			<i>Hollandske gylde (NLG)</i>			<i>Italienske lire (ITL)</i>		
1989.....	447,24	458,48	426,70	344,71	345,88	341,94	0,5330	0,5421	0,5193
1990.....	446,16	472,20	424,20	339,84	345,17	337,39	0,5163	0,5214	0,5086
1991.....	446,30	462,80	436,49	342,26	345,72	339,00	0,5158	0,5202	0,5113
1991 2. kvrt. ..	451,14	456,50	446,60	340,50	343,40	339,00	0,5168	0,5194	0,5135
3. — ..	443,97	451,80	439,00	343,00	343,76	342,00	0,5177	0,5202	0,5156
4. — ..	439,88	443,46	436,49	344,13	345,72	341,86	0,5156	0,5186	0,5135
1992 1. kvrt. ..	431,77	438,58	424,83	344,57	345,48	344,11	0,5157	0,5176	0,5135
Jan.	436,77	438,58	434,88	344,60	345,48	344,11	0,5149	0,5163	0,5135
Feb.	431,14	435,51	427,04	344,40	344,60	344,14	0,5159	0,5168	0,5149
Marts...	427,34	429,13	424,83	344,68	344,95	344,43	0,5163	0,5176	0,5143
	<i>Spanske pesetas (ESP)</i>			<i>Japanske yen (JPY)</i>			<i>Irske pund (IEP)</i>		
1989.....	6,177	6,285	6,000	5,3079	5,6915	4,5960	1036,38	1043,10	1023,00
1990.....	6,074	6,226	5,930	4,2846	4,6155	3,9820	1023,56	1032,25	1019,00
1991.....	6,157	6,220	6,043	4,7604	5,1285	4,2700	1030,27	1038,91	1021,65
1991 2. kvrt. ..	6,187	6,220	6,130	4,8060	5,0880	4,6560	1026,45	1035,10	1022,00
3. — ..	6,175	6,212	6,094	4,9426	5,1285	4,8235	1033,66	1036,40	1030,90
4. — ..	6,121	6,182	6,065	4,8813	5,0619	4,6567	1035,30	1038,91	1030,05
1992 1. kvrt. ..	6,147	6,190	6,087	4,8854	5,0165	4,7219	1034,18	1036,16	1032,05
Jan.	6,125	6,162	6,087	4,8860	5,0165	4,7219	1033,14	1034,53	1032,05
Feb.	6,169	6,190	6,144	4,9215	4,9847	4,8269	1034,41	1036,07	1033,54
Marts...	6,149	6,174	6,127	4,8520	4,9184	4,7960	1035,00	1036,16	1033,75

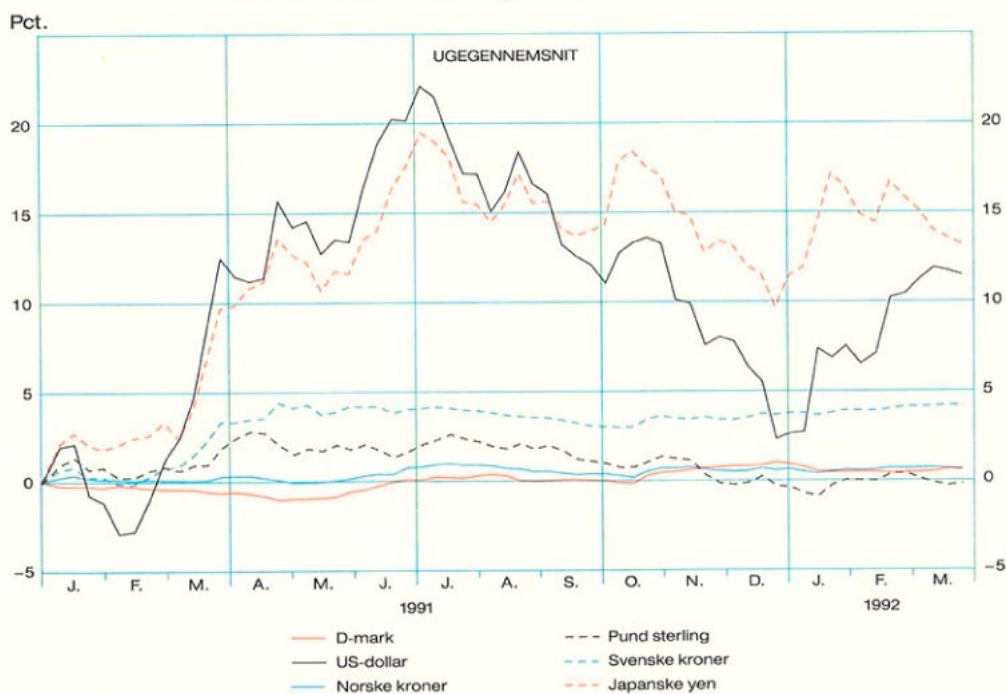
Anm.: Bortset fra SDR er de anførte kurser til og med 3. kvartal 1991 middelturser noteret i København, derefter fastsat på

grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af middel-/markedskursen på de valutaer, der indgår.

Valutakursudviklingen i forhold til dollar



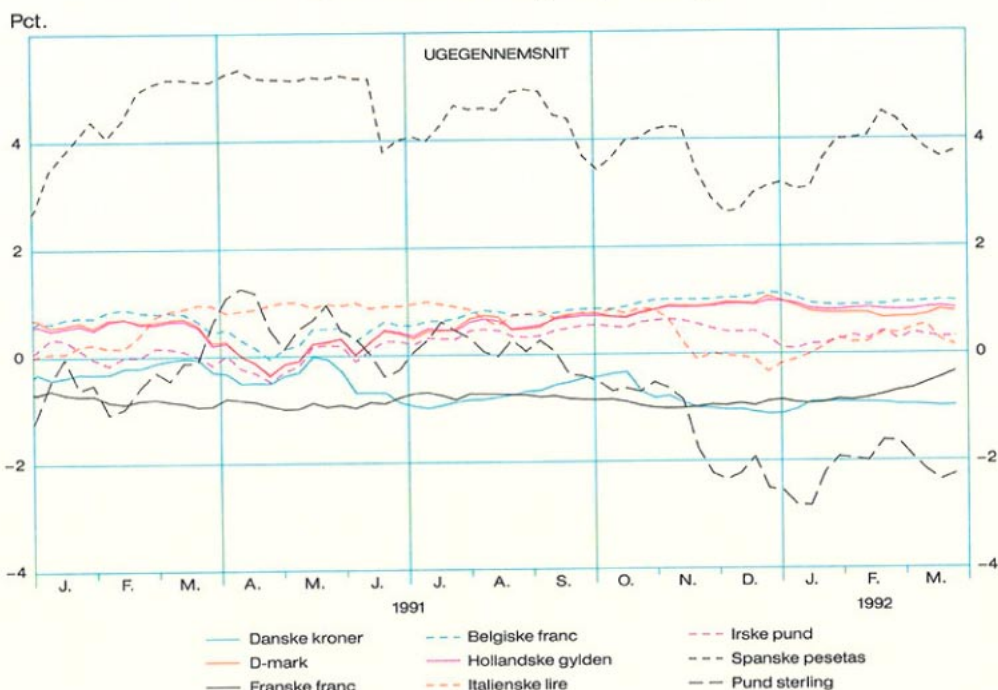
Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner



Anm.: Figurerne viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1990.

EMS-valutaernes indbyrdes placering

5



Anm.: Figuren viser EMS-valutaernes placering i forhold til midten af de EMS-valutaer, som har udsvingsgrænser på 2¼ pct. Spanske pesetas og pund sterling, der har været omfattet af valutakurssamarbejdet siden juni 1989 respektive oktober 1990, har udsvingsgrænser på 6 pct.

Den effektive kronekurs



Anm.: Fald i indekset er udtryk for en forringelse af kronens værdi. Indekset er beregnet på basis af den internationale handel med industri-varer. Til og med 1991 på basis af 1983-handelen, derefter på basis af 1989-handelen. Det gennemsnitlige indeks udgjorde 90,2 i 1989, 96,3 i 1990 og 94,6 i 1991. Nærmere oplysninger om beregningsmetoden kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk-Statistisk Kontor.

Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet

	Offentlig sektor ¹⁾	Privat sektor								Regi- strerede kapital- betalinger i alt
		Direkte investeringer ²⁾		Porte- følje- investe- ringer ³⁾	Låntagning		Lån- giv- ning ²⁾	Penge- inst. udlands- stilling ⁴⁾	I alt	
		Indad- gående	Udad- gående		Virksom- heder ²⁾	Privat- personer				
Indtægt										
1982	52,2	2,2	0,8	8,1	52,9	0,3	4,0	•	68,3	120,5
1983	51,0	2,1	1,2	15,9	84,8	0,6	5,2	•	109,9	160,9
1984	66,9	2,5	0,4	30,1	161,5	0,5	7,0	•	201,9	268,8
1985	68,3	3,1	0,9	85,9	193,3	0,4	8,0	•	291,6	359,9
1986	106,1	4,9	0,6	111,0	224,9	0,3	9,0	•	350,7	456,7
1987	62,0	4,5	1,4	160,5	227,8	0,3	9,7	•	404,2	466,2
1988	44,1	5,8	0,7	181,7	187,9	1,5	17,4	•	395,0	439,1
1989	43,7	13,6	1,3	136,7	167,8	6,3	25,4	•	351,0	394,7
1990	57,4	11,7	1,8	221,7	199,9	24,9	22,6	•	482,5	539,9
1991	35,9	11,1	2,3	375,1	196,3	31,6	29,7	•	646,0	681,9
1990 3. kv.	14,6	3,6	0,6	49,1	45,2	14,2	5,8	•	118,4	133,0
4. —	8,7	4,3	0,2	74,8	55,4	4,6	6,6	•	145,8	154,5
1991 1. kv.	6,5	2,3	0,0	79,4	45,0	2,1	7,5	•	136,4	142,9
2. —	8,9	2,1	1,2	95,3	52,6	2,3	5,2	•	158,7	167,6
3. —	9,6	1,9	0,5	95,5	45,5	7,4	8,6	•	159,5	169,0
4. —	10,9	<u>4,8</u>	<u>0,5</u>	104,8	<u>53,3</u>	19,7	<u>8,4</u>	•	191,4	202,3
1992 1. kv.	28,7	32,2	2,9	130,2	45,7	10,1	5,4	•	226,5	255,1
Udgift										
1982	26,6	1,0	1,4	9,3	55,6	0,4	6,1	•	73,8	100,4
1983	33,6	1,2	2,1	13,0	79,4	0,7	8,4	•	104,8	138,3
1984	72,6	2,4	3,0	22,7	139,7	0,6	9,7	•	178,1	250,7
1985	64,0	1,8	3,1	71,5	162,6	0,6	11,4	•	251,0	315,1
1986	69,3	3,6	5,0	128,0	213,5	0,9	10,0	•	361,0	430,3
1987	40,9	3,9	5,5	135,7	210,9	0,7	11,9	•	368,6	409,4
1988	50,0	2,4	5,5	174,6	166,2	0,8	21,4	•	370,9	420,9
1989	47,5	5,7	16,1	156,2	156,2	2,1	33,4	•	369,6	417,2
1990	49,0	4,2	11,1	204,4	177,4	22,0	30,1	•	449,2	498,2
1991	63,8	1,8	14,1	362,2	199,1	18,6	38,3	•	634,1	697,9
1990 3. kv.	10,4	1,0	1,7	61,2	41,2	2,1	8,2	•	115,4	125,8
4. —	7,5	2,5	1,8	57,8	45,4	18,1	8,8	•	134,4	142,0
1991 1. kv.	16,0	0,1	1,6	79,8	42,8	2,3	7,6	•	134,3	150,3
2. —	13,6	0,7	3,6	82,0	51,3	2,5	8,5	•	148,7	162,3
3. —	15,5	0,7	2,9	89,0	45,3	3,8	7,7	•	149,4	164,9
4. —	18,8	<u>0,2</u>	<u>6,0</u>	111,3	<u>59,7</u>	10,0	<u>14,4</u>	•	201,7	220,5
1992 1. kv.	29,5	29,5	6,9	122,6	46,9	4,8	4,5	•	215,3	244,8
Nettoindtægt										
1982	25,6	1,2	- 0,6	- 1,2	- 2,7	- 0,1	- 2,1	0,2	- 5,2	20,4
1983	17,4	0,9	- 0,8	2,9	5,4	- 0,1	- 3,2	5,0	10,2	27,6
1984	- 5,7	0,1	- 2,6	7,4	21,8	- 0,2	- 2,7	1,1	25,0	19,3
1985	4,3	1,3	- 2,2	14,3	30,7	- 0,2	- 3,4	5,6	46,2	50,5
1986	36,8	1,3	- 4,4	- 17,0	11,4	- 0,6	- 1,1	- 1,1	- 11,5	25,3
1987	21,1	0,6	- 4,1	24,8	16,9	- 0,4	- 2,1	- 5,2	30,5	51,6
1988	- 5,9	3,4	- 4,8	7,2	21,7	0,6	- 4,0	5,0	29,1	23,3
1989	- 3,8	7,9	- 14,8	- 19,5	11,5	4,2	- 8,0	8,8	- 9,8	- 13,6
1990	8,4	7,5	- 9,3	17,3	22,5	2,9	- 7,5	- 9,9	23,5	31,8
1991	- 27,9	9,3	- 11,8	12,8	- 2,8	13,0	- 8,6	- 9,8	2,1	- 25,8
1990 3. kv.	4,3	2,5	- 1,1	- 12,1	4,0	12,1	- 2,4	- 5,9	- 2,9	1,3
4. —	1,2	1,8	- 1,6	16,9	10,0	- 13,5	- 2,3	0,9	12,2	13,4
1991 1. kv.	- 9,4	2,1	- 1,6	- 0,4	2,1	- 0,2	- 0,1	- 1,0	1,0	- 8,4
2. —	- 4,7	1,4	- 2,4	13,3	1,3	- 0,2	- 3,4	- 6,8	3,3	- 1,4
3. —	- 5,9	1,2	- 2,3	6,5	0,2	3,6	0,9	- 13,7	- 3,7	- 9,6
4. —	- 7,9	<u>4,6</u>	- <u>5,6</u>	- 6,6	- <u>6,5</u>	9,8	- <u>6,0</u>	11,8	1,5	- 6,4
1992 1. kv.	- 0,8	2,7	- 4,0	7,6	- 1,2	5,2	0,9	- 13,3	- 2,1	- 2,9

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken. Ud over de registrerede kapitalbetalinger omfatter de i betalingsbalancen anførte kapitalbetalinger også ikke-registrerede lån og kreditter, jf. side 10.

¹⁾ Inklusive Dansk Eksportfinansieringsfonds låntagning i udlandet.
²⁾ Koncernlån indgår fra og med 1992 under „Direkte investeringer”,

mens de tidligere er medtaget under virksomheders låntagning og långivning.

³⁾ Specifikation heraf er anført på side 7.

⁴⁾ Et positivt tal er udtryk for en nettolåntagning i udlandet. Udlandsstillingen er specificeret på side 8.

	Danske værdipapirer						Udenlandske værdipapirer		
	Aktier	i kroner			Fremmed- møntede papirer	I alt	Aktier	Obliga- tioner ¹⁾	I alt
		Stats- obliga- tioner	Statsgælds- og skat- kammer- beviser	Andre obliga- tioner ¹⁾					
Milliarder kroner									
Indtægt									
1982.....	0,6	0,6	0,0	3,2	0,8	5,3	0,6	2,2	2,8
1983.....	2,1	4,9	0,1	5,1	0,8	13,0	0,2	2,7	2,9
1984.....	1,5	13,0	0,1	7,2	3,8	25,5	2,1	2,5	4,6
1985.....	1,8	39,1	0,0	24,3	11,2	76,4	5,5	4,0	9,5
1986.....	3,0	31,6	0,0	36,1	6,9	77,7	21,4	11,9	33,3
1987.....	6,6	52,3	0,1	48,1	4,1	111,2	32,0	17,3	49,3
1988.....	3,7	74,0	2,5	69,9	3,2	153,3	16,5	11,9	28,4
1989.....	10,4	49,0	5,8	33,2	4,1	102,5	15,2	18,9	34,2
1990.....	9,5	91,7	21,4	31,6	4,7	158,9	15,3	47,6	62,8
1991.....	8,4	187,9	64,6	19,5	10,2	290,6	15,6	68,9	84,5
1990 3. kv. ..	2,6	22,1	5,0	7,7	1,2	38,5	4,1	6,5	10,6
4. — ..	1,3	24,6	8,6	6,1	2,1	42,8	3,6	28,4	32,0
1991 1. kv. ..	1,5	40,1	10,2	5,7	2,5	60,0	3,5	16,0	19,5
2. — ..	3,1	41,2	20,7	5,9	3,1	73,9	4,1	17,4	21,4
3. — ..	2,2	56,4	11,7	3,9	2,5	76,7	3,7	15,1	18,8
4. — ..	1,7	50,3	21,9	4,0	2,1	80,0	4,4	20,4	24,8
1992 1. kv. ..	2,4	73,8	18,3	7,1	2,9	104,5	4,1	21,7	25,8
Udgift									
1982.....	0,4	1,2	0,0	3,3	0,7	5,7	0,2	3,4	3,6
1983.....	1,2	2,6	0,1	4,7	0,9	9,5	0,5	3,0	3,5
1984.....	1,7	5,8	0,1	5,1	4,0	16,6	3,3	2,7	6,1
1985.....	2,3	25,9	0,1	19,9	11,1	59,3	7,8	4,4	12,3
1986.....	2,0	29,7	0,1	37,3	7,6	76,7	32,4	18,9	51,3
1987.....	4,7	37,9	0,0	45,2	3,6	91,4	30,0	14,4	44,3
1988.....	4,8	68,8	0,9	63,9	3,3	141,7	18,5	14,4	32,9
1989.....	9,5	53,3	5,3	38,3	4,5	110,9	18,8	26,4	45,3
1990.....	9,2	70,3	17,7	28,0	8,1	133,4	17,4	53,6	70,9
1991.....	8,3	158,4	51,6	22,4	9,1	249,8	20,1	92,3	112,4
1990 3. kv. ..	1,8	18,1	3,4	7,3	3,1	33,8	4,5	23,0	27,5
4. — ..	1,3	20,1	10,3	5,6	2,1	39,4	3,5	14,9	18,4
1991 1. kv. ..	1,7	33,6	9,0	7,2	3,1	54,6	5,0	20,2	25,2
2. — ..	1,9	33,9	16,6	4,0	1,8	58,2	4,4	19,4	23,8
3. — ..	2,9	41,9	8,2	5,3	3,1	61,4	5,7	21,9	27,7
4. — ..	1,9	49,0	17,8	6,0	1,0	75,7	4,9	30,8	35,7
1992 1. kv. ..	2,5	64,7	16,6	5,5	2,0	91,2	5,5	25,9	31,4
Nettoindtægt									
1982.....	0,3	- 0,6	0,0	- 0,1	0,1	- 0,4	0,4	- 1,2	- 0,8
1983.....	0,9	2,3	0,0	0,3	- 0,1	3,5	- 0,2	- 0,4	- 0,6
1984.....	- 0,3	7,2	0,0	2,1	- 0,2	8,9	- 1,2	- 0,2	- 1,5
1985.....	- 0,5	13,2	0,0	4,4	0,1	17,1	- 2,3	- 0,4	- 2,8
1986.....	1,0	1,9	0,0	- 1,2	- 0,6	1,0	- 11,1	- 7,0	- 18,0
1987.....	1,9	14,4	0,1	2,9	0,5	19,8	2,0	2,9	5,0
1988.....	- 1,1	5,2	1,6	6,0	- 0,1	11,6	- 1,9	- 2,5	- 4,5
1989.....	1,0	- 4,3	0,4	- 5,1	- 0,5	- 8,4	- 3,6	- 7,5	- 11,1
1990.....	0,3	21,4	3,7	3,5	- 3,5	25,4	- 2,1	- 6,0	- 8,1
1991.....	0,1	29,5	13,0	- 3,0	1,2	40,7	- 4,5	- 23,4	- 27,9
1990 3. kv. ..	0,8	4,0	1,6	0,4	- 2,0	4,8	- 0,4	- 16,5	- 16,9
4. — ..	0,0	4,5	- 1,7	0,5	0,1	3,3	0,1	13,5	13,6
1991 1. kv. ..	- 0,1	6,5	1,2	- 1,5	- 0,7	5,4	- 1,6	- 4,2	- 5,7
2. — ..	1,1	7,3	4,1	1,9	1,3	15,7	- 0,4	- 2,0	- 2,4
3. — ..	- 0,7	14,5	3,5	- 1,3	- 0,6	15,3	- 2,0	- 6,8	- 8,9
4. — ..	- 0,2	1,2	4,2	- 2,0	1,1	4,3	- 0,5	- 10,4	- 10,9
1992 1. kv. ..	- 0,1	9,1	1,7	1,7	0,9	13,2	- 1,4	- 4,2	- 5,6

¹⁾ Inklusive pantebreve.

Ultimo	Aktiver				Passiver				Netto-aktiver
	Udlån	Kredit-institutter mv.	Andre mellem-værender	I alt	Indlån ¹⁾	Kredit-institutter mv.	Andre mellem-værender	I alt	
	Milliarder kroner								
1982 Dec.	10,4	43,4	2,9	56,7	9,6	43,9	6,0	59,5	- 2,8
1983 —	1,0	63,7	3,1	67,7	10,5	58,4	5,9	74,8	- 7,0
1984 —	1,4	86,9	3,8	92,1	12,9	79,4	7,2	99,5	- 7,4
1985 —	1,6	122,4	6,9	130,8	20,2	111,6	11,2	143,0	- 12,1
1986 —	2,5	108,8	12,2	123,4	22,6	96,8	14,0	133,5	- 10,1
1987 —	2,6	139,1	10,9	152,5	22,3	119,4	15,1	156,9	- 4,3
1988 —	5,2	185,3	13,7	204,2	43,3	147,6	21,3	212,2	- 8,0
1989 —	8,4	202,1	28,5	239,0	53,1	178,8	20,5	252,4	- 13,4
1990 —	18,9	216,0	38,5	273,5	<u>53,7</u>	202,2	<u>19,1</u>	275,0	- 1,5
1991 —	41,7	206,6	41,9	290,1	22,4	208,5	51,4	282,3	7,8
1991 April	28,4	215,6	46,9	290,9	19,5	213,5	54,1	287,1	3,8
Maj.	30,9	216,0	49,2	296,2	19,8	211,0	54,0	284,7	11,4
Juni.	31,8	228,1	49,8	309,6	19,6	227,5	56,7	303,7	5,9
Juli.	33,4	216,8	47,7	298,0	19,4	208,6	56,1	284,1	13,9
Aug.	35,7	219,4	47,3	302,4	19,3	216,2	55,0	290,5	11,9
Sept.	37,1	208,7	44,5	290,3	22,1	195,9	52,7	270,7	19,6
Okt.	38,4	227,7	45,9	311,9	24,0	211,3	52,5	287,8	24,1
Nov.	40,7	221,8	46,3	308,8	23,0	221,6	52,4	297,0	11,8
Dec.	41,7	206,6	41,9	290,1	22,4	208,5	51,4	282,3	7,8
1992 Jan.	42,6	220,1	44,6	307,3	23,0	211,7	58,2	292,9	14,4
Feb.	42,9	217,1	50,0	310,0	24,6	217,1	57,3	299,0	11,0
Marts	43,2	216,5	49,8	309,5	24,3	206,6	55,8	286,7	22,8

Anm.: Udlandsstillingen er forskellen mellem balanceførte aktiver og passiver over for valutaudlendinge. Opgørelsen er baseret på den herværende virksomhed, og mellemværender med pengeinstitutternes enheder i udlandet er således medregnet.

Garantier, der indgik i balancen til og med december 1990, er ikke omfattet.

¹⁾ Til og med december 1990 inklusive udstedte obligationer, der derefter indgår under „Andre mellemværender“.

Udenrigshandelen

	Import (cif)				Eksport (fob)				Handelsbalance
	I alt	heraf			I alt	heraf			
		Varer til erhvervene	Brændselsstoffer mv.	Varer til forbrug samt personbiler		Landbrugsprodukter ¹⁾	Industriprodukter	Brændselsstoffer mv. ²⁾	
Milliarder kroner									
1982	138,9	78,0	30,0	25,9	128,2	31,2	80,7	3,3	- 10,7
1983	148,9	86,0	28,6	29,5	146,8	32,0	91,5	7,2	- 2,1
1984	171,8	99,9	30,4	36,3	165,3	35,6	106,7	8,3	- 6,5
1985	191,6	109,4	32,2	41,5	179,6	37,6	115,2	9,4	- 12,0
1986	184,7	111,7	15,8	48,3	171,8	35,3	115,8	5,1	- 12,9
1987	174,1	105,3	13,2	46,7	175,3	33,3	118,4	4,9	1,2
1988	174,4	107,7	10,9	45,7	182,4	34,0	124,8	4,5	8,0
1989	195,3	117,0	13,7	49,5	205,5	37,9	142,2	6,6	10,2
1990	195,8	116,4	13,2	51,6	216,4	38,8	150,0	7,8	20,7
1991	206,6	118,2	14,2	57,6	229,3	40,2	159,0	9,4	22,7
1991 1. kvt.	48,4	28,9	3,3	13,6	53,7	9,7	38,1	2,2	5,3
2. —	53,0	30,5	2,8	14,3	58,7	9,9	40,7	1,9	5,7
3. —	50,7	28,1	4,3	14,5	56,3	10,2	38,9	2,3	5,6
4. —	54,4	30,7	3,7	15,1	60,6	10,5	41,4	2,9	6,2
1992 1. kvt.	51,7	30,6	2,9	15,1	59,3	10,5	41,5	2,4	7,6

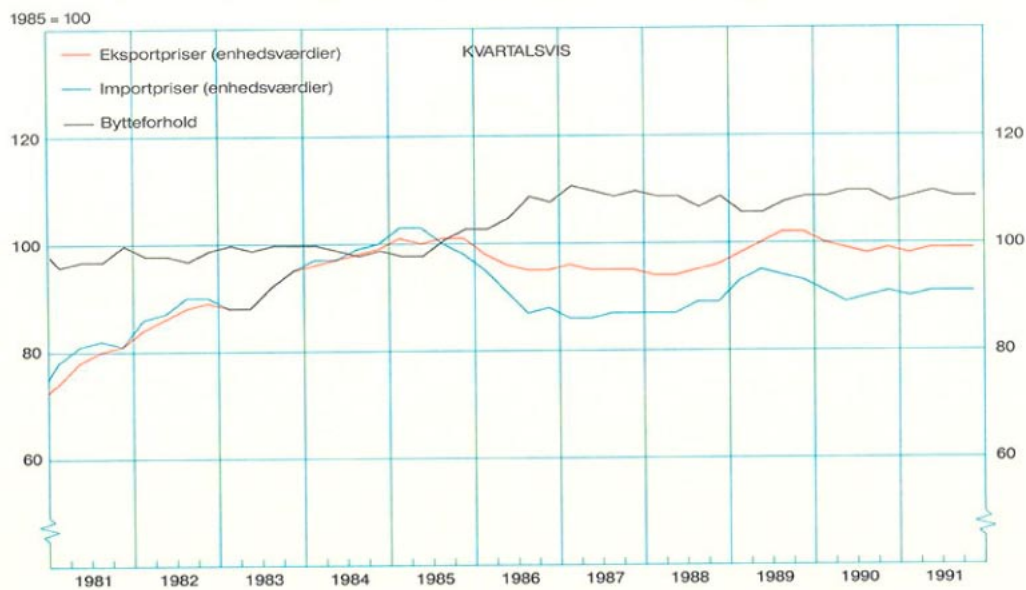
Anm.: Specialhandel, dvs. eksklusive transithandel. Omfatter alene det egentlige Danmarks udenrigshandel, herunder det egentlige Danmarks samhandel med Færøerne og Grønland.

¹⁾ Inklusive kød- og mælkekonserves.

²⁾ Inklusive nordsøolie fra og med 1983 og naturgas fra og med september 1984.

Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen

9



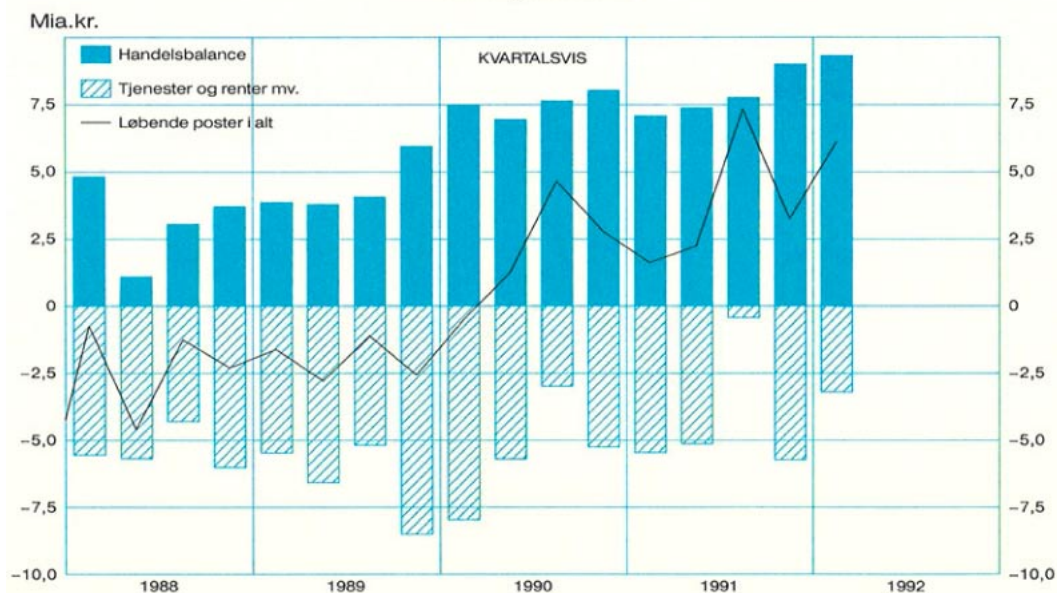
	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ²⁾
	1985=100 ¹⁾		1985=100 ¹⁾		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100 ¹⁾
1982	83	82	86	88	98
1983	90	87	90	90	100
1984	96	93	97	98	99
1985	100	100	100	100	100
1986	102	108	95	90	106
1987	104	106	95	86	110
1988	110	104	94	87	108
1989	118	107	100	93	107
1990	125	111	98	90	110
1991	132	116	98	90	110
1989 1. kvt.	111	102	98	93	106
2. —	121	110	100	95	106
3. —	111	100	102	94	108
4. —	124	112	102	93	109
1990 1. kvt.	120	110	100	91	109
2. —	123	112	99	89	110
3. —	120	103	98	90	110
4. —	133	115	99	91	108
1991 1. kvt.	127	112	98	90	109
2. —	133	116	99	91	110
3. —	129	112	99	91	109
4. —	137	119	99	91	109
1992 Jan.	127	111	98	90	109
Feb.	132	113	99	90	110
Marts	146	131	99	90	110

Anm.: Specialhandel, dvs. eksklusive transithandel. Eksklusive skibe og fly.

¹⁾ Til og med 1984 omregnet af Nationalbanken fra oprindelig basis 1980=100.

²⁾ Indeks for enhedsværdierne i eksporten i procent af indeks for enhedsværdierne i importen.

Betalingsbalancen



	Handels- balance ¹⁾	Søtrans- port (netto)	Rejser (netto)	Renter, udbytter og lign. (netto)	Andre løbende trans- aktioner ²⁾ (netto)	Løbende poster i alt	Registrerede kapital- betalinger ³⁾	Uregistre- rede kapital- betalinger ⁴⁾	Ændringer i Danmarks internationale likviditet
							- =forøgelse af passiver eller formindskelse af aktiver		
							Milliarder kroner		
1982.....	- 6,4	4,9	- 0,2	- 18,4	0,9	- 19,2	- 20,4	3,4	- 2,2
1983.....	2,2	4,4	0,9	- 18,9	- 1,3	- 12,8	- 27,6	2,4	12,4
1984.....	- 2,0	3,4	0,7	- 24,2	4,4	- 17,8	- 19,3	5,4	- 3,9
1985.....	- 7,9	2,5	- 0,9	- 27,0	4,5	- 28,8	- 50,5	4,5	17,1
1986.....	- 8,5	0,7	- 2,9	- 28,0	2,4	- 36,3	- 25,3	5,8	- 16,8
1987.....	5,5	- 0,4	- 4,4	- 28,2	7,1	- 20,3	- 51,6	1,2	30,0
1988.....	12,6	0,2	- 4,8	- 28,2	11,2	- 8,9	- 23,3	5,6	8,7
1989.....	17,6	1,1	- 4,5	- 31,6	9,3	- 8,1	13,6	5,9	- 27,7
1990.....	30,0	2,1	- 2,2	- 33,5	11,7	8,1	- 31,8	18,4	21,6
1991.....	31,2	5,1	0,6	- 34,1	11,6	14,4	25,8	9,4	- 20,8
1990 4. kv. ..	8,0	0,9	- 0,8	- 9,4	3,9	2,8	- 13,4	15,0	1,2
1991 1. kv. ..	7,1	0,9	- 1,0	- 8,8	3,4	1,6	8,4	- 1,5	- 5,3
2. — ..	7,4	1,4	0,3	- 9,4	2,7	2,2	1,4	3,5	- 2,7
3. — ..	7,7	1,5	1,4	- 6,6	3,2	7,3	9,6	1,9	- 4,2
4. — ..	9,0	1,2	0,0	- 9,3	2,3	3,2	6,4	5,5	- 8,7
1992 1. kv. ..	9,3	1,2	- 1,2	- 7,0	3,8	6,1	2,9	5,8	- 2,6

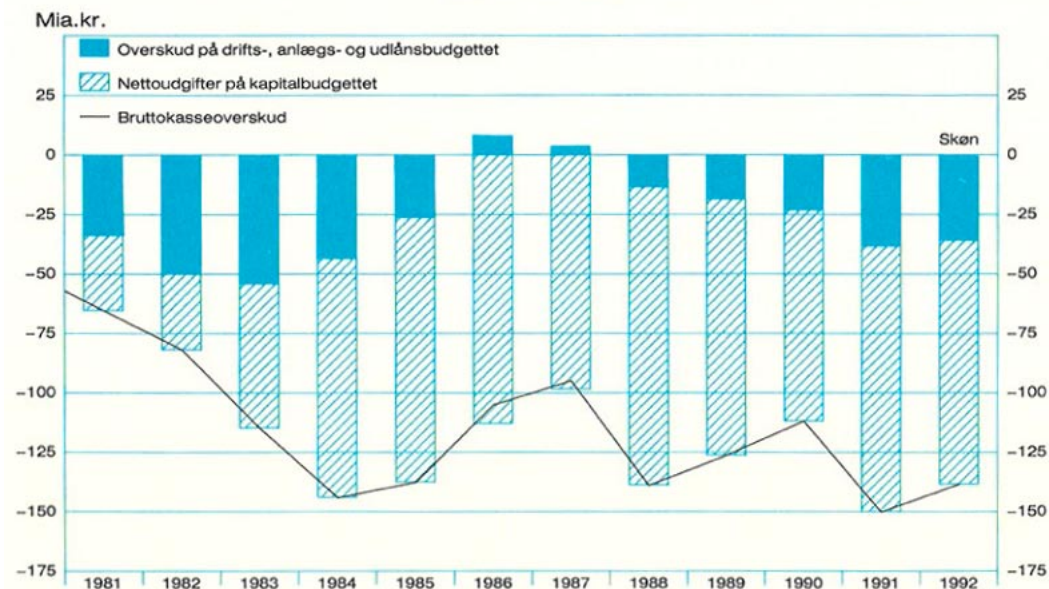
Anm.: Tallene for de seneste kvartaler vil sædvanligvis blive revideret.

¹⁾ Betalingsbalancen opgøres i modsætning til udenrigshandelstatistikken som generalhandel, dvs. inklusive transithandel. Opgørelsen vedrører riget under ét, således at den også afspejler Færøernes og Grønlands samhandel med udlandet, mens den indbyrdes samhandel mellem det egentlige Danmark, Færøerne og Grønland ikke medregnes. Såvel import som eksport er opgjort på fob-basis.

²⁾ Inklusive støtte fra EF's landbrugsfond (FEOGA) samt Danmarks bidrag til dækning af fællesskabernes finansieringsbehov.

³⁾ Registrerede kapitalbetalinger til og fra udlandet er specificeret på side 6.

⁴⁾ Inklusive fejl og udeladelser.



Finansår	Overskud på drifts-, anlægs- og udlåns-budgettet ¹⁾	Netto-udgifter på kapital-budgettet ¹⁾²⁾³⁾	Brutto-kasse-overskud ³⁾	Afviklet ved			
				Indenlandsk låntagning			Udenlandsk låntagning ⁵⁾
				Salg af statspapirer	Træk på National-banken (netto)	Andet ⁴⁾	
Milliarder kroner							
1980	- 17,9	31,2	- 49,1	34,9	7,6	- 1,0	7,5
1981	- 33,9	31,6	- 65,4	51,1	7,6	- 0,2	7,0
1982	- 49,4	32,5	- 81,9	66,8	- 8,4	0,3	23,2
1983	- 54,2	60,6	- 114,9	101,1	- 10,8	1,7	22,9
1984	- 43,6	100,5	- 144,1	103,9	5,1	1,9	33,3
1985	- 26,3	111,4	- 137,7	102,4	- 6,9	7,1	35,2
1986	7,8	113,0	- 105,1	58,1	- 30,5	- 0,2	77,8
1987	3,6	98,5	- 95,0	60,4	- 6,4	- 0,1	41,1
1988	- 13,5	125,5	- 139,0	94,7	22,5	- 4,4	26,2
1989	- 18,7	107,7	- 126,4	108,7	0,6	4,0	13,1
1990	- 23,2	88,8	- 112,0	101,8	- 9,8	- 0,2	20,1
1991	- 38,3	111,8	- 150,1	...	...	...	...
1992 ⁶⁾	- 36,0	102,5	- 138,5	...	...	...	...

¹⁾ Fra og med 1983 er drifts-, anlægs- og udlånsbudgettet forøget med et beregnet emissionskurstab og nettokapitaludgifterne formindsket med et tilsvarende beløb. I de forudgående år udgjorde emissionskurstab: 2,3 mia.kr. i 1980, 3,4 mia.kr. i 1981 og 3,7 mia.kr. i 1982.

²⁾ Kapitaludgifterne omfatter bl.a. afdrag på indenlandsk og udenlandsk gæld, Den sociale Pensionsfonds obligationskøb, køb af

obligationer til amortisation samt restanceforskydninger og kapitalindtægterne bl.a. afdrag på statens udlån.

³⁾ I perioden fra og med 1986 og til og med 1990 inklusive ændringer i Postgiroens mellemværender med andre end staten.

⁴⁾ Til og med 1985 inklusive træk på postgiro, jf. note 3.

⁵⁾ Inklusive udenlandske lån genudlånt til elværker.

⁶⁾ Skøn, budgetoversigt maj 1992.

	Statens brutto- finansie- rings- behov ¹⁾	Afdrag på udenlandske statslån	Afdrag på inden- landske stats- papirer ²⁾	Statens netto- finansie- rings- behov ¹⁾	Dækket ved			
					Nettosalg af statspapirer til		Nettotræk på	
					Private, virksom- heder og fonde mv. ³⁾	National- banken og pengeinsti- tutterne mv. ⁴⁾	National- banken ⁵⁾	Uden- landske lån
					Milliarder kroner			
1982.....	87,4	7,2	22,1	58,1	31,1	13,6	- 2,6	16,0
1983.....	113,4	12,5	48,1	52,8	22,9	30,1	- 10,7	10,5
1984.....	143,8	45,7	58,3	39,8	36,4	9,2	6,6	- 12,4
1985.....	134,7	30,2	77,0	27,5	12,6	13,6	- 3,9	5,2
1986.....	100,6	46,3	68,3	- 13,9	- 1,9	- 8,4	- 35,2	31,7
1987.....	94,2	27,2	67,7	- 0,7	7,8	- 15,1	- 7,4	14,0
1988.....	131,4	36,3	86,8	8,3	- 2,2	10,1	10,5	- 10,1
1989.....	130,1	17,8	89,5	22,7	11,6	7,6	8,2	- 4,7
1990.....	119,7	14,7	79,1	25,9	41,2	- 18,5	- 2,4	5,6
1991.....	136,9	30,6	64,5	41,8	36,5	13,3	20,4	- 28,4
1990 1. kv. ...	27,2	6,8	12,1	8,2	17,2	- 7,2	- 5,1	3,4
2. — ..	48,5	3,9	25,0	19,5	16,7	5,8	0,3	- 3,2
3. — ..	20,6	2,3	9,7	8,6	14,9	- 9,7	- 0,8	4,1
4. — ..	23,5	1,7	32,3	- 10,5	- 7,4	- 7,4	3,1	1,3
1991 1. kv. ...	36,6	10,7	13,3	12,6	12,0	7,2	4,4	- 11,0
2. — ..	51,5	3,7	28,5	19,4	10,5	- 1,4	14,3	- 4,0
3. — ..	24,6	7,7	11,7	5,2	12,4	3,3	- 2,7	- 7,8
4. — ..	24,2	8,5	11,1	4,7	1,6	4,2	4,4	- 5,5
1992 1. kv. ...	46,9	10,7	29,5	6,8	12,4	- 4,1	1,4	- 3,0

¹⁾ Beregnet ud fra Nationalbankens balance. Ved beregningen er der til og med 2. kvartal 1991 set bort fra ændring af postgiromidler. Fra og med 1989 eksklusive afdrag på kortfristet udenlandsk statsgæld (Commercial paper). Fra og med 3. kvartal 1990 eksklusive afdrag på kortfristet indenlandsk statsgæld (skatkammerbeviser).

²⁾ Inklusive tilbagebetaling af bunden opsparing i 3. kvartal 1990 og 1991.

³⁾ Inklusive valutaudlændinges nettokøb, der fremgår af tabellen side 7. Inklusive bunden opsparing i 1985.

⁴⁾ Inklusive Hypotekbanken og Postgiroen.

⁵⁾ Korrigeret for ændring af postgiromidler til og med 2. kvartal 1991.

Statens udlån og gæld

(Udestående beløb)

Ultimo	Udlån i alt	Indenlandsk gæld				Udenlandsk gæld i alt	Gæld i alt
		I alt	Heraf				
			Obligations- gæld ¹⁾	Nettogæld til National- banken ²⁾	Postgiroen ³⁾		
Milliarder kroner							
1981 Dec.	23,7	132,8	135,4	- 4,5	1,9	57,5	190,3
1982 —	26,6	198,7	204,0	- 7,6	2,3	79,1	277,9
1983 —	29,9	256,6	272,5	- 18,8	2,9	102,5	359,1
1984 —	32,6	322,1	331,3	- 13,6	4,3	98,5	420,6
1985 —	34,6	348,0	361,2	- 18,3	5,1	92,9	441,0
1986 —	35,1	304,1	352,6	- 49,9	1,5	119,9	424,1
1987 —	35,7	290,7	346,5	- 56,9	1,0	127,6	418,3
1988 —	39,2	309,7	355,0	- 39,1	- 6,2	124,3	434,0
1989 —	42,0	340,0	377,1	- 32,2	- 4,9	116,0	456,1
1990 —	48,4	367,0	406,5	- 38,4	- 1,1	119,1	486,1
1991 —	51,5*	451,0	462,4	- 11,4	•	92,3	543,3

¹⁾ Fra og med 1985 inklusive bunden opsparing.

²⁾ Beregnet ud fra Nationalbankens balance.

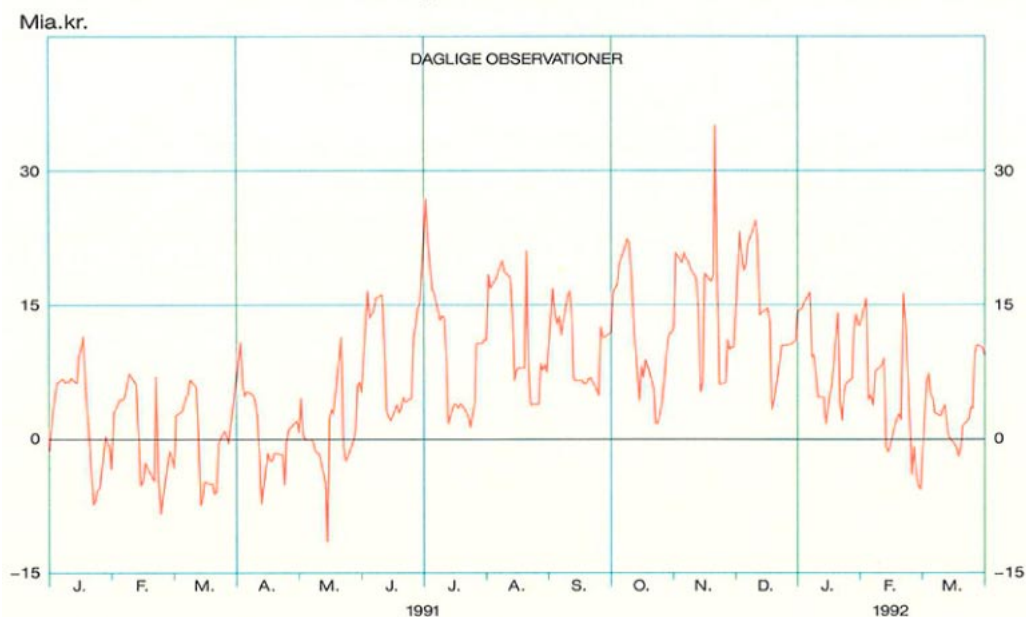
³⁾ Eksklusive indeståender på statens og Nationalbankens postgiro-konti.

Ultimo	Likvide beholdninger			Gæld			
	Kasse samt inde- stående på postgiro og i penge- institutterne	Behold- ning af obliga- tioner	I alt	Indenlandsk		Uden- landsk	I alt
				Kort- fristet	Lang- fristet		
	Milliarder kroner						
<i>Kommuner</i>							
1980	8,9	4,0	12,9	0,1	19,8	4,1	24,0
1981	7,5	4,1	11,7	0,1	19,5	5,4	25,1
1982	6,2	4,6	10,8	0,2	18,9	6,6	25,6
1983	10,2	5,9	16,1	0,2	18,5	7,1	25,8
1984	12,3	6,7	19,0	0,0	17,8	7,4	25,3
1985	12,4	7,4	19,8	0,1	17,0	8,0	25,1
1986	10,8	6,9	17,7	0,2	16,5	8,2	24,9
1987	8,0	6,5	14,5	0,1	16,0	10,1	26,2
1988	6,2	5,7	11,9	0,2	15,8	12,0	28,1
1989	7,6	4,9	12,6	0,4	16,6	12,9	29,9
1990	6,9	5,1	12,0	0,6	18,9	13,5	33,0
1988 1. kvt.	5,9	5,9	11,8	0,1	16,0	10,1	26,3
2. —	6,0	5,6	11,6	0,1	15,6	11,0	26,7
3. —	5,0	5,4	10,5	0,1	15,7	11,0	26,8
4. —	6,2	5,4	11,5	0,2	15,5	11,5	27,1
1989 1. kvt.	5,1	5,4	10,6	0,3	16,2	12,2	28,7
2. —	4,5	5,7	10,2	0,3	16,4	11,7	28,4
3. —	7,6	5,4	13,0	0,3	16,1	12,9	29,3
4. —	7,9	5,1	13,0	0,3	16,1	13,0	29,4
1990 1. kvt.	7,6	5,1	12,7	0,2	16,8	13,0	30,0
2. —	6,2	5,3	11,5	0,3	16,6	13,5	30,4
3. —	7,7	5,3	13,0	0,4	17,0	13,5	30,9
4. —	6,4	5,1	11,6	0,6	17,1	13,3	31,0
1991 1. kvt.	4,5	5,5	10,1	0,5	19,2	13,5	33,2
2. —	4,6	5,5	10,1	0,5	19,1	13,8	33,4
3. —	6,3	4,9	11,2	0,5	19,6	13,4	33,4
4. —	7,3	5,3	12,6	0,5	19,5	13,7	33,7
<i>Havne og værker mv.¹⁾</i>							
1980 December	0,6	0,6	1,2	0,9	2,3	7,4	10,6
1981 —	0,8	1,4	2,2	1,4	4,0	8,9	14,2
1982 —	1,2	2,1	3,2	1,3	3,9	12,5	17,7
1983 —	2,0	2,7	4,7	1,2	5,7	14,8	21,7
1984 —	2,1	2,8	4,9	1,4	7,7	16,7	25,8
1985 —	3,1	1,9	5,0	1,8	11,3	16,2	29,3
1986 —	1,9	2,2	4,1	2,2	15,9	14,2	32,4
1987 —	2,6	1,4	4,0	2,0	16,3	16,2	34,5
1988 —	3,7	1,8	5,5	2,4	15,5	23,0	40,9
1989 —	3,7	1,8	5,5	3,0	17,7	23,5	44,2
1990 —	3,9	1,9	5,9	4,2	17,7	27,9	49,8

¹⁾ El-, gas- og varmeværker, telefonselskaber og forbrændingsanstalter med en gæld på 10 mill.kr. og derover samt jernbaner, luft-

havne og havne med en gæld på 1 mill.kr. og derover. Inklusive den statslige og kommunale naturgasforsyning.

*Pengeinstitutternes likviditetsmæssige nettostilling
over for Nationalbanken*



Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken

Ultimo ¹⁾	Tilgodehavender		Gæld		Likviditetsmæssig nettostilling	Særlige indskud ⁵⁾	Genkøbskonti ⁶⁾	Udlån vedr. kontantdepoter
	Indlånsbeviser ²⁾	Indlån	Træk på folio ³⁾	Andre udlån ⁴⁾				
Millioner kroner								
1982.....	•	18	3 464	2 810	- 6 256	•	•	•
1983.....	•	57	2 886	2 567	- 5 396	•	•	•
1984.....	•	124	9 776	—	- 9 652	•	•	•
1985.....	23 777	9	14 521	8 231	1 034	3 263	•	•
1986.....	7 811	33	6 929	35 514	- 34 599	2 036	•	•
1987.....	—	160	17 116	700	- 17 656	754	•	•
1988.....	•	5 884	612	700	4 572	•	•	•
1989.....	•	351	17 913	475	- 18 037	•	6 376	20
1990.....	•	1 748	3 055	—	- 1 307	•	8 764	1 013
1991.....	•	14 369	5	—	14 364	•	2 016	1 085
1991 Jan.	•	322	3 712	—	- 3 390	•	9 231	670
Feb.	•	279	3 563	—	- 3 284	•	7 371	839
Marts...	•	975	1 504	—	- 529	•	8 051	532
April ...	•	1 117	436	—	681	•	3 144	787
Maj	•	5 167	29	—	5 138	•	3 383	716
Juni	•	15 238	168	—	15 070	•	2 949	674
Juli.....	•	11 046	41	—	11 005	•	2 614	987
Aug. ...	•	7 419	3	—	7 416	•	2 241	1 006
Sept. ...	•	11 858	0	—	11 858	•	2 241	835
Okt. ...	•	12 373	6	—	12 367	•	2 319	786
Nov. ...	•	10 183	0	—	10 183	•	2 241	738
Dec.....	•	14 370	5	—	14 365	•	2 016	1 085
1992 Jan.	•	12 641	14	(18 431) ⁷⁾	12 627	•	•	819
Feb.	•	687	6 413	—	- 5 726	•	•	711
Marts...	•	9 431	59	—	9 372	•	•	807

Anm.: Fra og med juni 1991 inklusive GiroBank.

¹⁾ Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

²⁾ Nominel værdi.

³⁾ Omfatter lån under lånerammerne (til og med juli 1985), lån på indlansbeviser (i perioden august 1985 til august 1987) og træk på folio (fra og med august 1987).

⁴⁾ Til og med juli 1989 inklusive indgåede genkøbsforretninger.

⁵⁾ Som følge af overskridelser af den i henhold til indlansovervågningsystemet fastsatte basisstigningstakt for de enkelte pengeinstitutters indenlandske indlån. Indlansovervågningsystemet blev

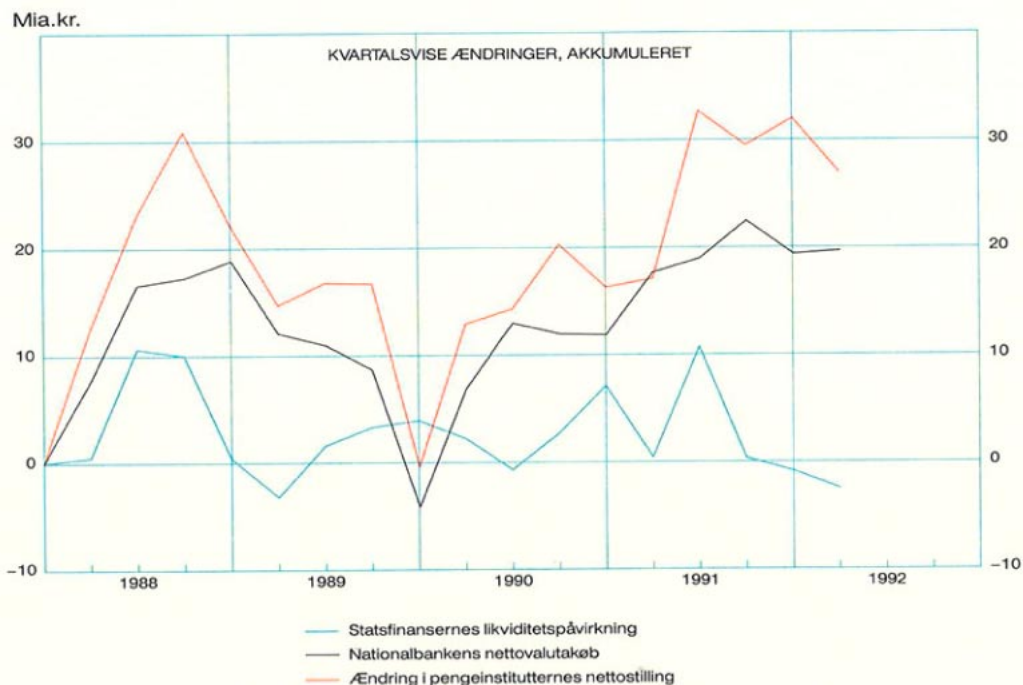
stillet i bero fra og med januar 1988 og afvikledes pr. 1. marts 1991.

⁶⁾ I perioden august 1989 til december 1991 provenu af indgåede genkøbsforretninger. Indestående på genkøbskonti indgår på linje med håndpantstætning som sikkerhedsstillelse ved træk på folio.

⁷⁾ Udlåns- og genkøbsforretninger med en løbetid på mere end 1 dag. Låneprovenuet er ikke fraregnet ved opgørelsen af den likviditetsmæssige nettostilling.

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes likviditetsmæssige nettostilling over for Nationalbanken

15



	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb ³⁾	Nationalbankens obligationskøb	Andre faktorer ⁴⁾	Pengeinstitutternes likviditetsmæssige nettostilling over for Nationalbanken	
	Bruttofinansieringsbehov ¹⁾	Bruttosalg af statspapirer (-)	Likviditetspåvirkning ²⁾				Ændring	Ultimo
Milliarder kroner								
1983.....	100,9	- 101,1	- 0,2	2,0	1,4	- 2,3	0,9	- 5,4
1984.....	98,1	- 103,9	- 5,7	8,5	- 1,5	- 5,5	- 4,3	- 9,7
1985.....	104,5	- 103,2	1,3	11,9	- 0,3	- 2,2	10,7	1,0
1986.....	54,3	- 57,9	- 3,6	- 48,5	12,1	4,3	- 35,6	- 34,6
1987.....	67,0	- 60,4	6,6	16,0	- 0,1	- 5,6	16,9	- 17,7
1988.....	95,1	- 94,7	0,4	18,8	- 0,1	3,1	22,2	4,6
1989.....	112,2	- 108,7	3,6	- 23,0	- 0,3	- 2,9	- 22,6	- 18,0
1990.....	105,0	- 101,8	3,2	16,0	2,0	- 4,4	16,7	- 1,3
1991.....	106,3	- 114,4	- 8,0	7,5	12,0	4,2	15,7	14,4
1989 3. kv. ..	22,0	- 20,2	1,7	- 2,3	0,0	0,4	- 0,1	- 1,0
4. — ..	24,8	- 24,2	0,6	- 12,8	- 0,2	- 4,7	- 17,1	- 18,0
1990 1. kv. ..	20,4	- 22,0	- 1,7	11,0	0,0	4,0	13,3	- 4,7
2. — ..	44,5	- 47,4	- 2,9	6,1	0,7	- 2,5	1,4	- 3,3
3. — ..	18,3	- 14,9	3,4	- 1,0	1,5	2,1	6,0	2,7
4. — ..	21,8	- 17,4	4,4	- 0,1	- 0,2	- 8,0	- 4,0	- 1,3
1991 1. kv. ..	25,8	- 32,5	- 6,7	5,8	1,3	0,4	0,8	- 0,5
2. — ..	47,9	- 37,6	10,3	1,3	0,5	3,5	15,6	15,1
3. — ..	16,9	- 27,3	- 10,4	3,5	2,2	1,5	- 3,2	11,9
4. — ..	15,7	- 16,9	- 1,2	- 3,1	8,0	- 1,2	2,5	14,4
1992 1. kv. ..	36,2	- 37,8	- 1,6	0,3	- 7,2	3,5	- 5,0	9,4

¹⁾ Eksklusive afdrag på udenlandske statslån. Se i øvrigt note 1, side 12 øverst.

²⁾ Statens træk på Nationalbanken korregeret for statens nettolåntagning i udlandet.

³⁾ Forbedring af Danmarks internationale likviditet korregeret for optagelse af og afdrag på udenlandske statslån.

⁴⁾ Omfatter bl.a. ændringer i seddel- og møntomløb, Nationalbankens løbende indtjening, ændringer i Nationalbankens mellemværender med Eksportfinansieringsfonden og Hypotekbanken samt til og med 2. kvartal 1991 ændringer i postgiromidler.

Ultimo	Fra indenlandske enheder				Fra udenlandske enheder				I alt	
	Til indlændinge		Til udlændinge		Til indlændinge		Til udlændinge			
	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta		
	Milliarder kroner									
1986	Dec.	273,2	1,4	1,5	1,0	3,7	73,0	...	30,6	384,4
1987	—	303,5	1,6	1,6	0,9	5,3	85,0	...	44,3	442,2
1988	—	297,5	2,6	2,6	2,6	9,4	104,0	1,4	57,7	477,8
1989	—	317,5	4,0	3,0	5,4	10,4	113,2	2,0	70,3	525,8
1990	—	334,4	15,5	5,3	13,6	14,7	121,9	3,2	77,4	586,1
1991	—	334,8	16,5	5,5	19,6	29,8	110,7	2,5	71,5	591,0
1991	Jan.	314,5	15,2	4,6	13,7	14,5	122,2	3,4	77,0	565,1
	Feb.	311,6	15,3	4,8	14,1	14,4	124,9	3,0	77,9	566,0
	Marts	319,7	15,8	5,6	15,5	15,9	127,9	3,3	79,3	583,1
	April	316,9	16,3	4,0	15,4	15,5	125,4	3,5	82,5	579,7
	Maj.	313,5	17,9	5,0	16,3	17,6	125,1	3,6	83,3	582,3
	Juni	329,8	19,8	4,9	15,9	18,0	125,0	3,5	89,8	606,6
	Juli	311,4	17,4	5,0	16,1	22,6	120,8	2,3	87,8	583,5
	Aug.	308,2	16,3	4,7	16,9	22,8	119,4	2,7	85,1	576,2
	Sept.	318,5	15,8	4,8	17,7	22,3	121,8	4,0	80,8	585,7
	Okt.	311,4	16,2	5,4	17,7	26,0	117,8	2,7	75,7	572,9
	Nov.	314,5	15,6	6,4	18,8	27,9	113,8	2,6	73,5	573,2
	Dec.	334,8	16,5	5,5	19,6	29,8	110,7	2,5	71,5	591,0
1992	Jan.	313,2	16,9	5,0	19,7	29,4	112,3	2,6	75,0	574,0
	Feb.	310,9	16,7	5,4	19,0	28,1	111,1	2,9	74,9	569,2
	Marts	321,7	17,0	5,3	18,8	30,2	107,3	3,2	72,8	576,3

Anm.: Til og med december 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv., samt eksklusive uopsigelige pantebrev. Datter-

selskaber i Irland, der ikke er kreditinstitutter, indgår på linje med andre enheder i udlandet (filialer og datterbanker).

Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier

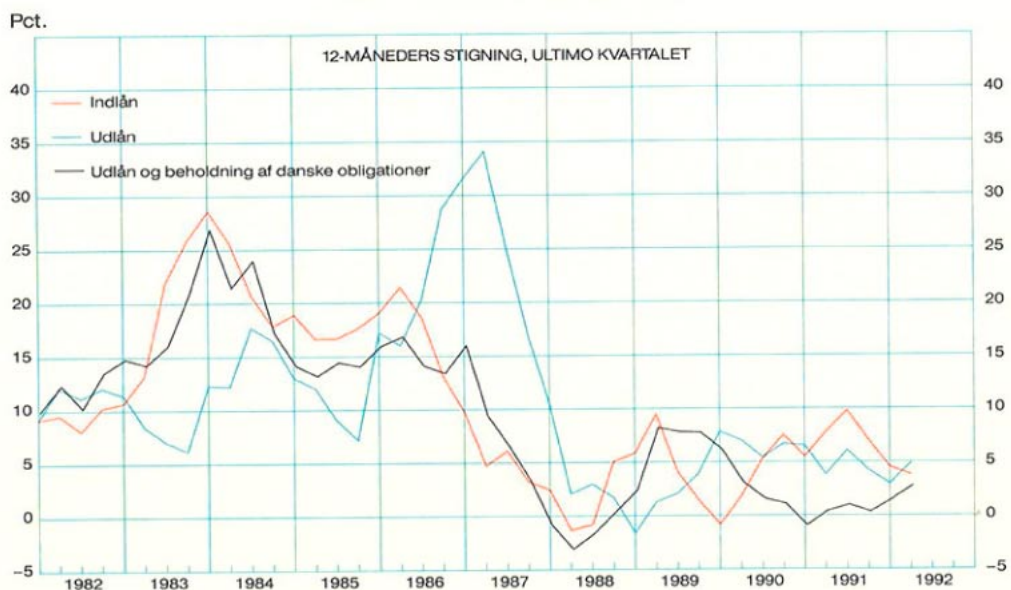
Ultimo		Indenlandske enheder				Udenlandske enheder ¹⁾		I alt
		Obligationer		Aktier		Danske kroneobligationer	Andre obligationer og aktier	
		Milliarder kroner						
1986	Dec.	176,6	5,6	17,5	5,5	2,2	7,3	214,7
1987	—	133,3	4,2	15,9	5,5	2,3	7,6	168,8
1988	—	149,7	6,1	17,3	6,4	2,0	10,0	191,6
1989	—	159,5	16,9	22,3	10,2	3,4	14,6	226,9
1990	—	<u>127,5</u>	26,1	<u>24,4</u>	<u>10,6</u>	2,7	18,4	<u>209,7</u>
1991	—	150,5	29,4	14,4	4,3	3,1	25,7	227,3
1991	Jan.....	133,0	27,5	14,9	3,4	2,7	19,1	200,6
	Feb.	136,6	28,8	14,1	3,6	2,5	18,9	204,4
	Marts	134,8	29,6	14,1	3,9	3,4	21,8	207,5
	April	134,8	33,6	14,0	3,7	3,0	22,6	211,7
	Maj.....	134,2	34,8	14,3	3,9	3,2	22,0	212,4
	Juni	131,0	36,6	14,2	3,9	3,1	23,4	212,3
	Juli	147,8	34,3	14,3	3,9	3,2	23,9	227,2
	Aug.....	148,2	35,1	14,3	3,9	4,4	23,4	229,3
	Sept.....	146,5	31,7	14,4	4,1	5,3	23,3	225,3
	Okt.....	149,3	31,8	14,2	4,2	6,8	24,6	230,9
	Nov.....	151,4	32,0	14,4	4,1	6,4	24,8	233,1
	Dec.....	150,5	29,4	14,4	4,3	3,1	25,7	227,3
1992	Jan.....	163,5	30,8	14,8	4,5	4,0	25,8	243,3
	Feb.	165,9	37,1	14,7	4,4	3,3	22,5	247,8
	Marts	155,5	36,6	14,8	4,7	3,5	21,8	236,9

Anm.: Fra og med januar 1991 påvirker genkøbsforretninger ikke pengeinstitutternes obligationsbeholdninger. Fra samme tidspunkt eksklusive aktier i datterbanker mv.

¹⁾ Filialer og datterselskaber i udlandet.

Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer

17



Anm.: Til og med 1989 indenlandske ud- og indlån (eksklusive særlige indlånsformer) i den danske hovedvirksomhed. Derefter indlån fra og udlån til indlændinge i kroner fra såvel inden- som udenlandske enheder. Tilsvarende er beholdning af danske kroneobligationer i udenlandske enheder inkluderet fra 1990.

Pengeinstitutternes indlån

Ultimo	I indenlandske enheder				I udenlandske enheder				I alt	
	Fra indlændinge		Fra udlændinge		Fra indlændinge		Fra udlændinge			
	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta		
	Milliarder kroner									
1986	Dec.	376,9	1,9	7,7	15,0	...	0,7	0,2	10,2	412,6
1987	—	390,0	2,1	7,4	15,1	...	1,4	0,3	17,5	433,8
1988	—	413,5	4,9	8,3	35,0	0,1	1,9	2,5	24,7	490,8
1989	—	412,4	8,8	8,2	44,9	0,2	2,5	2,4	36,4	515,7
1990	—	<u>435,2</u>	10,6	8,2	<u>45,5</u>	0,1	2,9	3,2	<u>41,2</u>	<u>546,8</u>
1991	—	447,7	10,1	10,2	11,9	0,1	2,5	3,5	29,9	515,9
1991	Jan.	414,2	10,5	8,1	12,9	0,1	2,4	3,3	25,2	476,6
	Feb.	411,8	9,8	9,0	12,6	0,0	3,4	3,5	25,0	475,1
	Marts	410,9	10,1	9,7	12,7	0,0	2,9	3,6	29,2	479,2
	April	426,2	9,1	9,8	9,7	0,1	3,0	3,2	28,6	489,5
	Maj.	437,5	9,6	8,0	11,5	0,1	3,1	2,8	24,5	497,1
	Juni	430,3	10,1	8,3	11,0	0,1	2,6	3,2	26,8	492,4
	Juli	450,4	11,6	8,2	10,9	0,1	2,9	3,1	27,9	515,1
	Aug.	441,1	10,3	8,2	10,9	0,1	3,1	3,1	24,9	501,7
	Sept.	439,2	14,1	8,5	13,3	0,2	2,3	3,5	28,2	509,4
	Okt.	452,9	10,6	9,7	14,0	0,1	1,9	3,2	27,2	519,7
	Nov.	447,9	10,4	9,9	12,7	0,1	2,7	3,4	29,9	517,1
	Dec.	447,7	10,1	10,2	11,9	0,1	2,5	3,5	29,9	515,9
1992	Jan.	447,3	9,1	9,9	12,8	0,1	2,0	3,0	29,0	513,2
	Feb.	445,7	9,6	10,3	14,0	0,1	2,1	3,9	29,4	515,2
	Marts	449,1	9,7	11,0	13,0	0,1	2,4	3,6	32,2	521,1

Anm.: Til og med december 1990 inklusive udstedte obligationer samt indlån fra realkreditinstitutter mv. Datterselskaber i

Irland, der ikke er kreditinstitutter, indgår på linje med andre enheder i udlandet (filialer og datterbanker).

*Valuta- og landfordeling
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

Ultimo	Aktiver			Passiver		
	Juni 1991	September 1991	December 1991	Juni 1991	September 1991	December 1991
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	16,5	24,7	26,3	4,5	2,7	6,5
med andre banker mv.	20,6	16,6	17,3	10,4	9,9	12,3
med ikke-banker	2,9	3,9	5,4	5,3	6,3	7,8
I alt danske kroner	39,9	45,2	49,0	20,2	18,9	26,6
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	104,1	90,9	97,5	17,4	11,9	9,7
med andre banker mv.	77,9	63,4	54,8	223,3	198,1	199,5
med ikke-banker	46,6	47,9	45,1	11,6	13,0	11,3
I alt fremmed valuta	228,6	202,2	197,4	252,2	223,1	220,4
I alt	268,5	247,4	246,4	272,4	242,0	247,0
Landefordeling						
Belgien	6,1	6,6	5,2	13,7	10,4	13,3
Tyskland	15,2	10,8	12,2	25,3	28,5	27,3
Frankrig	4,1	3,4	2,8	8,8	6,6	5,9
Grækenland	0,4	0,4	0,4	0,1	0,1	0,2
Holland	1,8	2,4	2,1	9,6	9,9	10,3
Irland	9,1	12,6	13,4	0,6	0,8	0,8
Italien	2,9	4,1	2,6	6,1	4,6	4,9
Luxembourg	22,5	18,4	17,4	27,4	22,5	22,5
Portugal	1,3	1,1	1,1	0,8	0,6	0,5
Spanien	2,5	2,8	2,3	3,6	3,1	2,9
Storbritannien	33,3	31,2	30,2	43,9	38,1	39,7
EF-lande i alt	99,2	93,7	89,8	139,9	125,3	128,4
Finland	5,5	5,4	5,6	4,0	3,8	1,4
Norge	7,0	6,8	7,2	3,3	3,3	2,5
Sverige	23,7	23,6	24,0	2,9	4,3	5,0
Nordiske lande i alt ¹⁾	36,4	35,9	36,8	10,2	11,4	8,9
Canada	1,1	1,1	1,5	1,4	2,0	1,3
Japan	5,0	4,9	3,0	3,7	0,9	1,8
Schweiz	7,0	9,5	6,6	15,9	13,7	16,2
USA	29,4	19,6	25,3	36,4	14,7	21,9
Østrig	1,3	1,2	0,6	5,7	5,1	4,9
Australien/New Zealand	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,1
OECD-lande i alt	179,8	166,3	163,8	213,4	173,6	183,4
Cayman Islands	32,7	26,3	25,7	4,6	3,4	3,7
Hong Kong	4,1	2,2	2,0	1,3	0,9	1,0
Singapore	39,5	36,7	40,9	5,1	4,6	3,1
Øvrige „Offshore Banking” centre	0,3	0,2	0,4	2,2	1,5	1,2
Gibraltar	7,9	8,2	8,4	1,8	1,8	1,6
Øvrige Europa	1,5	1,4	1,2	3,3	3,0	2,7
Øvrige Latinamerika	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Øvrige Mellemøsten	0,5	0,6	0,7	3,2	3,3	2,6
Øvrige Afrika	0,1	0,2	0,2	0,6	0,7	0,7
Øvrige Asien	0,5	0,5	0,5	1,8	1,6	1,6
Uoplyst mv.	1,5	4,7	2,6	6,7	3,6	3,7
International udstedelse af værdipapirer	•	•	•	28,2	44,0	41,7
I alt	268,5	247,4	246,4	272,4	242,0	247,0

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken af 8 pengeinstitutter, der repræsenterer godt 90 pct. af de samlede udenlandske mellemværender. Opgjort på grundlag af den henværende hovedvirksomheds mellemværender. I tallene indgår således mel-

lemværender med hovedvirksomhedens filialer og datterbanker i udlandet. Eksklusive garantier og aktier.

¹⁾ Inklusive Island.

Landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske aktiver

(Konsolideret opgørelse)

19

Ultimo	Juni 1990	December 1990	Juni 1991	December 1991
	Milliarder kroner			
Belgien	9,1	10,0	7,3	6,5
Tyskland	18,4	14,4	19,6	14,1
Frankrig	7,1	5,7	5,9	4,2
Grækenland	1,4	1,8	2,1	2,3
Holland	2,0	3,3	3,7	3,7
Irland	1,1	1,3	1,7	0,8
Italien	3,2	4,3	4,7	4,4
Luxembourg	14,2	7,2	9,2	8,2
Portugal	1,2	0,6	0,9	1,2
Spanien	2,7	2,5	3,4	2,9
Storbritannien	47,4	49,2	53,7	44,4
EF-lande i alt	107,8	100,2	112,2	92,7
Finland	5,3	4,9	7,8	7,7
Norge	8,3	5,0	10,8	9,8
Sverige	11,3	20,5	28,0	29,3
Nordiske lande i alt ¹⁾	25,5	30,9	47,2	47,5
Canada	1,4	1,4	1,9	2,5
Japan	6,1	8,4	7,7	6,3
Schweiz	5,8	7,8	7,9	6,2
USA	24,1	33,3	40,8	22,6
Østrig	1,7	1,3	1,4	0,7
Australien/New Zealand	1,2	1,0	1,2	1,1
OECD-lande i alt	173,7	184,2	220,4	179,6
Cayman Islands	4,6	1,5	1,1	2,1
Hong Kong	3,2	4,0	5,3	3,3
Singapore	9,0	8,9	3,7	2,5
Øvrige „Offshore Banking” centre	1,9	1,1	1,5	1,4
Gibraltar	0,7	1,2	1,3	1,3
Øvrige Europa	7,3	4,2	4,1	3,7
Øvrige Latinamerika	0,8	0,7	1,4	1,4
Øvrige Mellemøsten	0,7	1,0	0,9	0,9
Øvrige Afrika	0,4	0,6	0,7	0,5
Øvrige Asien	1,0	1,5	2,8	2,9
Uoplyst	0,0	0,0	0,1	0,0
I alt	203,4	208,8	243,3	199,6

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken af 6 pengeinstitutter med de største udenlandske mellemværender. Opgjort på koncernbasis, dvs. inklusive filialer og datterbanker i udlandet. Mellemværender mellem hovedvirksomhederne i Danmark og deres udenlandske enheder samt mellemværender de uden-

landske koncernenheder imellem er således udeladt. Endvidere er der set bort fra mellemværender med valutaindlendinge samt udenlandske enheders fordringer på lokale kunder i lokal valuta. Eksklusive garantier og aktier.

¹⁾ Inklusive Island.

Ultimo	Erhvervsmæssige								Ikke-erhvervsmæssige		I alt	
	Landbrug mv.	Fremstillingsvirksomhed mv. ¹⁾	Bygge- og anlægsvirksomhed	Handel, transport mv.	Finansieringsvirksomhed, ejendoms-handel mv. ²⁾	Offentlig forvaltning og andre tjenesteydelser	Øvrige erhverv	I alt	Studielån	Andet		
Milliarder kroner												
Udlån												
1983	Dec.	12,7	15,0	6,2	24,0	17,5	5,9	7,9	89,2	8,1	60,7	158,0
1984	—	13,7	16,5	7,4	26,9	19,0	6,2	10,6	100,2	8,2	70,5	178,9
1985	—	15,1	19,1	6,8	30,1	27,8	7,0	5,2	111,2	8,4	88,8	208,4
1986	—	16,7	25,3	9,2	38,9	40,0	8,5	14,9	153,4	8,2	112,2	273,9
1987	—	19,0	28,0	10,9	49,4	49,0	10,1	16,9	183,3	7,4	112,9	303,5
1988	—	17,6	24,4	11,0	40,9	54,5	10,7	21,2	180,2	7,0	110,7	297,9
1989	—	17,0	31,9	11,6	49,0	66,6	10,9	16,5	203,4	6,4	114,0	323,9
1990	—	18,3	34,7	12,6	47,5	65,8	10,8	32,5	222,3	5,9	121,7	349,9
1991	—	17,8	31,1	14,1	46,6	65,9	14,4	16,8	206,6	5,6	121,8	334,0
1990	Marts.	16,5	31,5	12,6	47,0	56,8	10,9	14,6	189,7	6,3	116,3	312,3
	Juni	18,8	31,7	12,3	46,2	63,5	11,3	20,8	204,5	6,1	116,8	327,4
	Sept.	18,3	30,0	12,2	44,9	58,8	10,8	28,4	203,4	6,0	112,8	322,2
	Dec.	18,3	34,7	12,6	47,5	65,8	10,8	32,5	222,3	5,9	121,7	349,9
1991	Marts.	17,6	33,3	13,7	47,0	63,5	11,7	19,9	206,8	5,8	111,8	324,4
	Juni	19,3	30,8	12,0	47,4	63,6	12,9	18,8	204,7	5,9	119,2	329,8
	Sept.	18,1	26,6	11,5	43,7	56,6	13,5	24,0	194,0	5,6	117,8	317,4
	Dec.	17,8	31,1	14,1	46,6	65,9	14,4	16,8	206,6	5,6	121,8	334,0
Indlån												
1983	Dec.	11,1	16,0	5,0	24,7	33,5	25,2	9,6	125,2	•	123,6	248,7
1984	—	12,6	20,5	6,1	31,8	42,6	26,6	12,4	152,6	•	138,7	291,3
1985	—	14,9	23,9	7,6	37,9	57,0	31,0	8,1	180,5	•	165,1	345,6
1986	—	14,7	24,0	8,8	37,4	64,5	31,7	16,3	197,4	•	180,7	378,2
1987	—	14,8	27,2	8,9	41,0	69,7	25,8	19,2	206,5	•	184,0	390,5
1988	—	14,5	26,6	10,1	33,7	80,4	25,4	25,5	216,2	•	200,1	416,4
1989	—	16,1	26,5	8,7	33,7	71,4	26,1	20,8	203,3	•	217,5	420,8
1990	—	15,2	28,4	8,3	34,5	71,3	25,8	31,8	215,2	•	230,6	445,8
1991	—	16,0	25,6	7,8	34,3	51,0	29,5	16,3	180,5	•	236,2	416,7
1990	Marts.	15,9	24,9	7,9	29,9	62,5	26,9	22,5	190,4	•	218,4	408,8
	Juni	15,9	26,4	7,8	31,4	70,0	26,9	22,0	200,4	•	224,9	425,3
	Sept.	14,8	26,9	7,7	31,9	63,5	27,2	29,4	201,5	•	224,4	425,9
	Dec.	15,2	28,4	8,3	34,5	71,3	25,8	31,8	215,2	•	230,6	445,8
1991	Marts.	15,7	25,9	8,5	32,4	60,1	25,3	18,9	186,7	•	228,4	415,1
	Juni	16,6	27,4	7,7	35,1	59,3	28,8	23,2	198,1	•	232,2	430,3
	Sept.	16,0	25,8	7,2	32,7	50,5	28,2	18,4	178,9	•	238,1	417,0
	Dec.	16,0	25,6	7,8	34,3	51,0	29,5	16,3	180,5	•	236,2	416,7

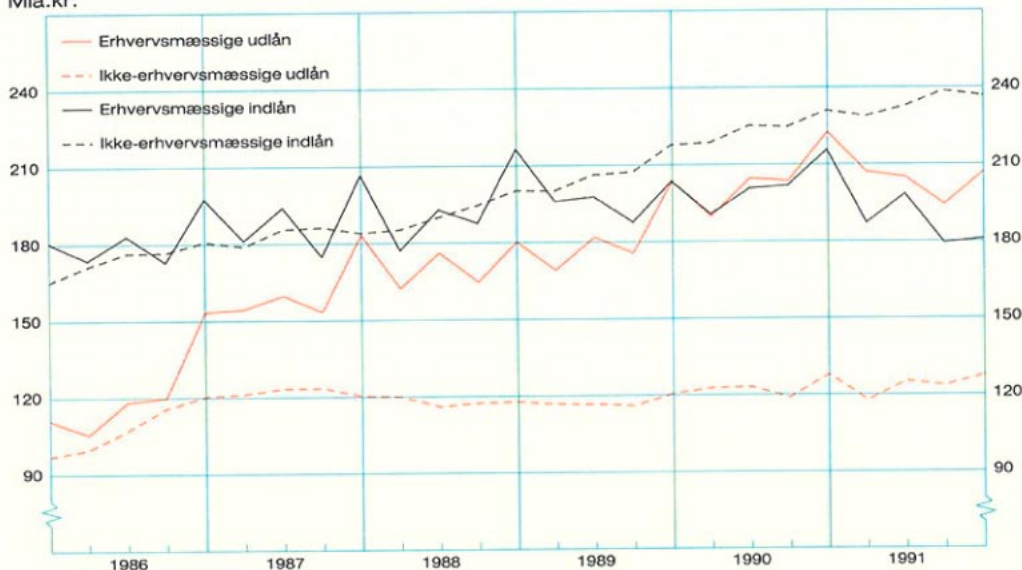
¹⁾ Herunder el-, gas-, vand- og varmeforsyning samt råstofudvinding.

²⁾ Til og med december 1990 inklusive udlån til og indlån fra realkreditinstitutter mv.

Branchefordeling af pengeinstitutternes indenlandske udlån og indlån

21

Mia.kr.



Pengeinstitutternes indenlandske udlån og indlån (Månedsgennemsnit)

	Udlån	Indlån	Indlån eksklusive særlige indlåns- former	Udlån	Indlån	Indlån eksklusive særlige indlåns- former
	Milliarder kroner			Stigning i procent i forhold til året før		
1988	286,4	370,2	288,2	2,3	3,2	1,8
1989	292,6	391,2	302,3	2,2	5,7	4,9
1990	322,3	413,3	318,0	10,2	5,6	5,2
1991	329,3	436,0	334,4	•	•	•
1991 Marts	344,3	430,9	336,9	•	•	•
April	330,1	416,6	320,3	•	•	•
Maj	305,8	393,9	290,0	•	•	•
Juni	333,6	404,4	301,3	•	•	•
Juli	334,6	455,1	351,0	•	•	•
Aug.	322,1	452,0	347,7	•	•	•
Sept.	324,4	450,8	346,4	•	•	•
Okt.	328,1	458,1	353,1	•	•	•
Nov.	326,3	465,6	360,1	•	•	•
Dec.	334,0	460,6	354,6	•	•	•
1992 Jan.	336,7	455,2	344,1	2,7	1,9	- 1,3
Feb.	329,3	452,6	342,1	- 3,6	0,9	- 3,6
Marts	328,9	453,8	344,1	- 4,7	- 0,3	- 4,8

Anm.: Mellemværender i indenlandske enheder i kroner og valuta.
Til og med 1990 inklusive udlån til og indlån fra realkreditinstitutter mv., samt under indlån inklusive udstedte obligatio-

ner. Da der ikke foreligger gennemsnitstal særskilt for disse poster, kan der ikke beregnes stigningstakter i 1991. Ved beregning af stigningstakter er der korrigeret for databrud.

Ultimo	Sedler og mønt	Indskud i pengeinstitutterne ¹⁾			Pengemængden	Stigning i pengemængden i forhold til samme tidspunkt året før
		Anfordring	Opsigelse	Tidsindskud ²⁾		
	Milliarder kroner					Procent
1984	16,4	105,7	49,7	87,5	259,2	19,2
1985	17,6	130,0	58,7	100,2	306,4	18,2
1986	18,8	140,6	58,1	115,9	333,4	8,8
1987	20,4	149,2	45,5	128,7	343,8	3,1
1988	21,9	184,9	42,0	107,7	356,5	3,7
1989	23,1	187,8	37,1	120,0	367,9	1,0
1990	23,6	202,8	42,4	122,2	391,0	6,3
1991	24,2	224,8	36,9	93,2	379,1	4,3
1991 Marts	23,9	213,3	40,1	91,9	369,3	7,8
April	24,2	226,7	40,0	92,3	383,2	7,3
Maj	24,1	232,6	40,7	99,6	397,0	12,4
Juni	24,7	229,7	39,5	95,6	389,5	11,4
Juli	23,6	230,0	39,6	95,3	388,4	9,8
Aug.	23,7	224,3	39,1	91,3	378,4	7,3
Sept.	23,2	227,6	39,6	89,7	380,1	8,6
Okt.	23,4	231,9	40,0	95,6	390,9	7,5
Nov.	24,0	226,4	36,5	99,0	385,8	5,6
Dec.	24,2	224,5	36,9	93,8	379,4	3,9
1992 Jan.	23,7	222,2	35,8	96,5	378,1	2,6
Feb.	23,4	218,7	35,3	99,8	377,2	2,8
Marts	22,7	220,5	34,9	102,0	380,2	3,0

Anm.: Ved beregning af stigningstakter er der korrigeret for data-brud. Til og med 1990 inklusive realkreditinstitutters indskud i pengeinstitutterne.

¹⁾ Inklusive indskud i Postgiroen. Mellemværender med valuta-indlændinge i indenlandske enheder i kroner og valuta. Eksklusive

indskud på særlige indlånsformer bortset fra gevinstopsparingskonti.

²⁾ Inklusive udstedte obligationer mv. med en oprindelig løbetid på op til 2 år.

Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden

	Statens træk på Nationalbanken ¹⁾	Udlånsstigning i pengeinstitutterne ²⁾	Obligationenkøb ³⁾	Stigning (-) i indskud på særlige indlånsformer mv. ⁴⁾	Stigning (-) i indskud fra realkreditinstitutter mv.	Ændring i pengeinstitutternes udlandsstilling	Ændring i Danmarks internationale likviditet mv. ⁵⁾	Andre faktorer ⁶⁾	Samlet ændring af pengemængden
	Milliarder kroner								
1984	- 5,7	22,8	20,4	- 5,8	•	- 0,2	2,1	8,3	41,8
1985	1,3	32,0	20,8	- 10,5	•	- 5,6	13,2	- 3,9	47,2
1986	- 3,6	69,7	8,2	- 5,2	•	- 1,2	- 51,8	11,0	27,0
1987	6,6	30,0	- 30,2	- 5,7	•	4,1	14,6	- 9,1	10,4
1988	0,4	- 4,0	17,5	- 8,2	•	- 2,0	22,4	- 13,5	12,7
1989	3,6	30,0	11,6	- 5,9	•	- 6,9	- 19,3	- 9,4	3,7
1990	3,2	31,8	- 25,6	- 5,4	•	9,5	22,2	- 12,6	23,0
1991	- 8,0	1,7	7,0	- 6,1	- 6,5	11,5	13,7	- 25,1	- 11,9
1991 1. kvtr. ...	- 6,7	- 14,1	1,2	0,7	7,5	1,0	7,1	- 18,5	- 21,7
2. — ..	10,3	14,1	- 5,8	0,1	- 7,9	6,8	2,1	0,6	20,3
3. — ..	- 10,4	- 15,3	0,2	0,8	- 0,4	13,7	5,5	- 3,5	- 9,4
4. — ..	- 1,2	17,0	11,3	- 7,7	- 5,7	- 10,1	- 0,9	- 3,8	- 1,0
1992 1. kvtr. ...	- 1,6	- 5,1	- 8,1	1,7	6,8	13,3	1,2	- 7,0	1,1

¹⁾ Korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet, dvs. svarende til summen af de to sidste kolonner side 12 øverst.

²⁾ Til og med 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv.

³⁾ Nationalbanken, pengeinstitutterne, Hypotekbanken og Postgiroen.

⁴⁾ Eksklusive gevinstopsparingskonti og med tillæg af udstedte obligationer med en oprindelig løbetid på over 2 år.

⁵⁾ Korrigeret for kursregulering mv. af den internationale likviditet samt for statens, Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds nettolåntagning i udlandet.

⁶⁾ Residual, omfatter bl.a. stigning i Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds udlån, stigning i pengeinstitutternes beholdning af uclearede checks, forøgelse af Nationalbankens og pengeinstitutternes egenkapital.

Ultimo	Krone-udlån ¹⁾	Krone-obligationer ²⁾	Særlige indlånsformer (-) ³⁾	I alt	Ændring i forhold til samme tidspunkt året før ⁴⁾
	Milliarder kroner				
1986 Dec.....	284,4	178,5	74,1	388,8	•
1987 —	315,5	135,6	79,4	371,7	- 8,1
1988 —	313,4	151,7	87,2	377,9	5,5
1989 —	334,5	169,2	92,3	411,5	28,8
1990 —	356,3	138,9	98,1	397,1	- 10,1
1991 —	364,6	153,0	102,6	415,0	3,1
1990 1. kv. ...	323,8	147,9	91,2	380,5	10,1
2. — ..	331,4	150,2	94,8	386,7	2,8
3. — ..	328,1	146,1	92,7	381,5	3,1
4. — ..	356,3	138,9	98,1	397,1	- 10,1
1991 1. kv. ...	335,6	137,1	97,5	375,2	- 4,5
2. — ..	347,8	133,3	97,4	383,6	0,9
3. — ..	340,8	150,8	96,4	395,2	- 2,9
4. — ..	364,6	153,0	102,6	415,0	3,1
1992 1. kv. ...	351,9	158,0	101,3	408,6	9,4

Anm.: Mellemværender med valutaindlændinge i indenlandske enheder samt i danske pengeinstitutters udenlandske enheder.

1) Til og med december 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv.

2) Inklusive genkøbsforretninger indgået mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

3) Eksklusive gevinstopsparingskonti.

4) Eksklusive kursregulering af kroneobligationer. Korrigeret for databrud.

Statens nettofinansieringsbehov og kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. gennem vigtige finansieringskilder

	Netto- salg af inden- landske stats- papirer	Træk på National- banken ¹⁾	Statens netto- finan- sierings- behov ²⁾	Nettoudlån fra pengeinstitutter ³⁾		Nettoudlån fra real- kredit- institutter mv. ⁴⁾	Udlandet		Kredit- udvidelse til den private sektor og kommuner mv. i alt
				Kroner	Valuta		Registreret låntagning ⁵⁾	Leverandør- kreditter mv.	
Milliarder kroner									
1987.....	- 7,3	6,6	- 0,7	31,1	12,2	54,0	9,1	- 1,3	105,1
1988.....	7,9	0,4	8,3	- 2,1	20,0	52,0	7,6	- 2,1	75,4
1989.....	19,2	3,6	22,7	21,1	10,6	11,9	10,1	- 3,4	50,3
1990.....	22,8	3,2	25,9	21,8	20,2	21,0	21,3	- 3,4	80,8
1991.....	49,8	- 8,0	41,8	8,3	- 10,2	26,8	12,3	6,5	43,7
1990 1. kv. ...	9,9	- 1,7	8,2	- 10,7	8,7	5,2	8,3	- 2,3	9,2
2. — ...	22,4	- 2,9	19,5	7,6	7,4	3,9	4,5	- 2,6	20,8
3. — ...	5,2	3,4	8,6	- 3,3	8,3	10,9	6,8	- 0,1	22,5
4. — ...	- 14,8	4,4	- 10,5	28,3	- 4,1	1,0	1,6	1,6	28,3
1991 1. kv. ...	19,3	- 6,7	12,6	- 20,7	6,4	9,8	- 3,0	0,2	- 7,3
2. — ...	9,1	10,3	19,4	12,1	1,0	12,5	2,0	2,8	30,6
3. — ...	15,7	- 10,4	5,2	- 7,0	- 7,2	2,3	5,7	1,0	- 5,1
4. — ...	5,9	- 1,2	4,7	23,8	- 10,4	2,2	7,6	2,4	25,7
1992 1. kv. ...	8,3	- 1,6	6,8	- 12,7	- 2,9	2,6	10,1	- 3,0	- 5,9

1) Statens træk på Nationalbanken korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet.

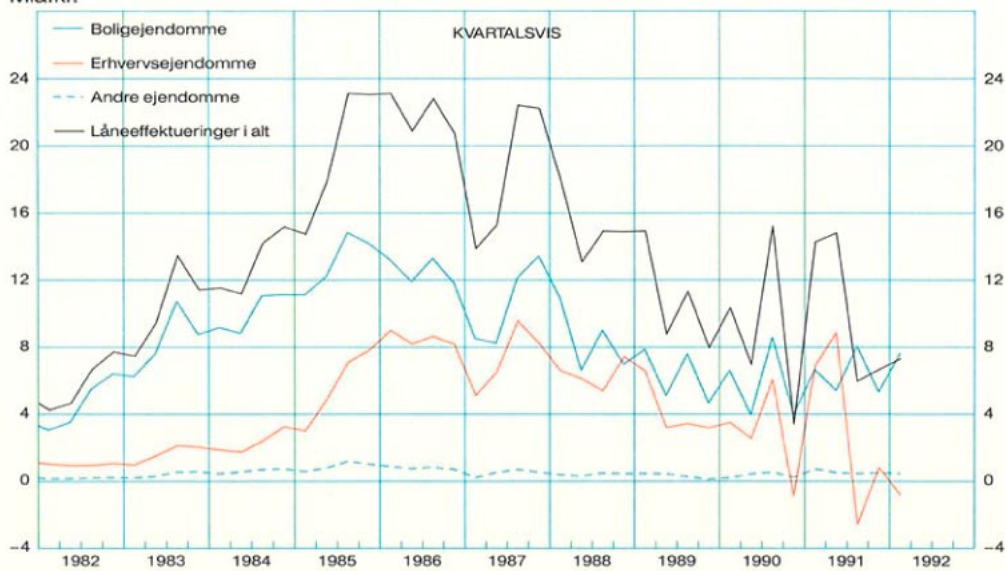
2) Se side 12 øverst.

3) Inklusive danske pengeinstitutters udenlandske enheder. Til og med 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv.

4) Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer eksklusive stats-papirer.

5) Virksomheders og privates samt kommuners og koncessionerede selskabers låntagning i udlandet, med fradrag af lån fra danske pengeinstitutters udenlandske enheder.

Mia.kr.



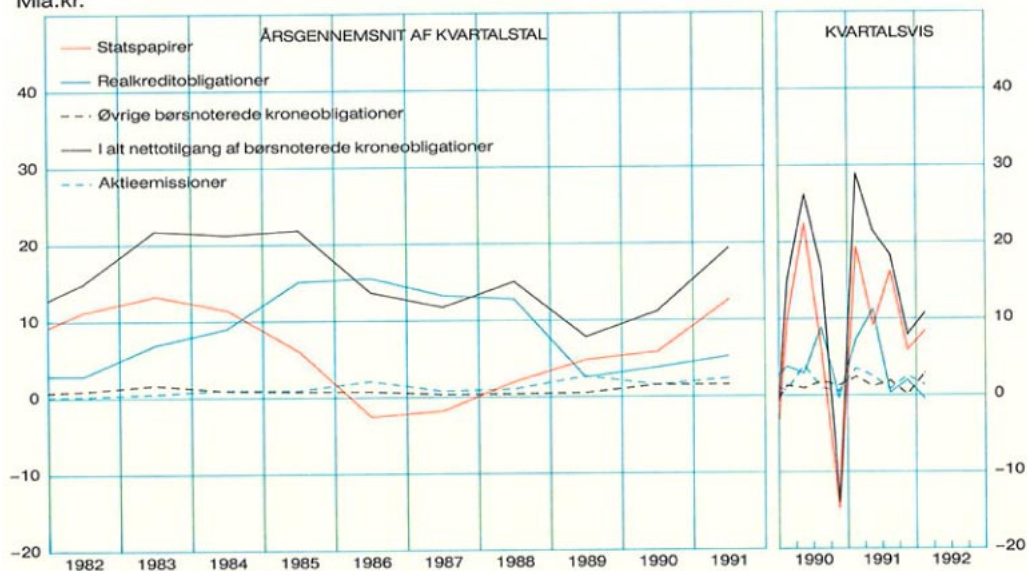
	Låne-tilbud ¹⁾	Låneeffektueringer ²⁾									Andre ejendomme	I alt
		Boligejendomme						Erhvervs-ejendomme				
		Ejerboliger				Udlejnings-ejendomme	I alt	Landbrugs-ejendomme	Industri-ejendomme mv.			
		Nybyggeri	Om- og tilbygninger	Ejerskifter	Andre formål							
Milliarder kroner												
1981.....	20,9	4,5	4,7	2,6	0,3	2,6	14,8	2,7	3,3	0,8	21,6	
1982.....	25,7	2,3	3,3	7,4	0,4	4,9	18,4	2,0	2,1	0,7	23,3	
1983.....	49,3	4,2	5,5	15,6	0,6	7,4	33,3	2,9	3,9	1,6	41,8	
1984.....	62,9	5,5	8,8	17,6	0,5	7,8	40,2	3,6	5,8	2,4	52,1	
1985.....	116,6	9,6	12,7	19,6	1,6	9,0	52,3	7,4	15,5	3,6	78,8	
1986.....	112,8	12,1	7,9	19,3	0,8	10,2	50,2	12,7	21,5	3,2	87,6	
1987.....	85,9	15,5	3,4	15,0	0,0	10,8	42,3	8,1	21,5	2,0	73,8	
1988.....	56,0	8,6	2,5	13,1	0,1	12,1	33,5	6,2	19,5	1,6	60,9	
1989.....	61,4	5,3	1,6	11,4	0,1	12,0	25,2	5,2	11,3	1,3	43,0	
1990.....	59,1	2,6	1,1	11,8	0,1	13,6	23,1	4,3	7,1	1,4	36,0	
1991.....	53,8	1,7	0,9	18,5	0,3	14,1	25,5	4,4	9,7	2,2	41,8	
1989 2. kv.	18,8	1,3	0,4	3,1	0,0	1,7	5,1	1,0	2,2	0,4	8,8	
3. —	10,3	1,2	0,4	2,8	0,0	4,4	7,6	1,2	2,3	0,3	11,3	
4. —	12,5	1,1	0,4	2,7	0,0	1,6	4,7	1,1	2,1	0,1	8,0	
1990 1. kv.	15,2	0,7	0,3	2,0	0,0	4,9	6,6	1,4	2,2	0,2	10,4	
2. —	17,1	0,7	0,3	2,3	0,0	1,7	3,9	0,9	1,7	0,4	7,0	
3. —	12,0	0,8	0,3	3,8	0,0	5,4	8,6	1,4	4,8	0,5	15,2	
4. —	14,8	0,4	0,2	3,6	0,0	1,6	4,0	0,7	– 1,5	0,2	3,4	
1991 1. kv.	14,6	0,4	0,2	3,3	0,0	4,8	6,7	1,5	5,4	0,7	14,3	
2. —	11,0	0,4	0,2	4,1	0,1	2,7	5,4	2,2	6,7	0,5	14,8	
3. —	11,7	0,4	0,2	5,6	0,1	4,8	8,1	0,0	– 2,6	0,5	6,0	
4. —	16,5	0,5	0,3	5,5	0,1	1,8	5,3	0,7	0,2	0,5	6,7	
1992 1. kv.	20,5	0,3	0,3	5,2	0,0	4,6	7,6	0,7	– 1,4	0,5	7,3	

¹⁾ Kontantværdi. Nye afgivne bindende lånetilbud minus overførsler, dvs. de restgældsbeløb til institutter, der forudsættes at blive indfriet i forbindelse med optagelsen af det nye lån. Der er endvidere foretaget fradrag for afslæde, bortfaldne og reducerede lånetilbud.

²⁾ Kursværdi på effektueringsdato. Bruttolån minus overførsler. Fra og med 1987 også minus ekstraordinære indfrielse. Sidstnævnte gælder dog ikke fordelingen af ejerboliger på formål. Boligejendomme i alt afviger derfor fra summen af tallene for ejerboliger og udlejningsejendomme.

Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi samt aktieemissioner

Mia.kr.



	Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi				Placeret hos					Aktie- emis- sioner
	Inden- landske stats- papirer ¹⁾	Real- kredit- obliga- tioner	Øvrige børs- noterede krone- obliga- tioner	I alt	National- banken ²⁾	Penge- institut- terne ²⁾	Sociale fonde ³⁾ , Post- giroen og Hypotek- banken	For- sikrings- selskaber og pensions- kasser	Erhvervs- virksom- heder, private mv. ⁴⁾	
							Milliarder kroner			
1982	44,7	11,3	3,2	59,2	1,7	11,3	12,5	16,6	17,1	0,6
1983	53,0	27,5	6,3	86,9	1,4	39,0	13,6	18,6	14,4	1,9
1984	45,6	35,9	3,2	84,7	- 1,5	17,3	15,1	18,3	35,6	3,9
1985	24,0	60,4	2,8	87,2	- 0,3	20,7	12,4	19,9	34,6	3,7
1986	- 10,4	62,2	2,7	54,4	12,1	- 7,4	16,7	16,4	16,7	8,3
1987	- 7,3	53,0	1,0	46,7	- 0,1	- 33,6	12,7	13,2	54,6	3,0
1988	7,9	50,9	1,1	59,9	- 0,1	15,7	12,3	14,1	17,9	4,0
1989	19,2	10,2	1,7	31,1	- 0,3	10,5	11,5	8,3	1,0	10,7
1990	23,3	15,2	5,8	44,3	2,0	- 25,5	10,2	5,8	51,7	6,1
1991	50,3	20,9	5,9	77,1	12,0	- 0,3	9,2	1,8	54,4	9,3
1989 2. kvrt.....	19,7	- 2,2	1,3	18,8	0,0	3,3	4,3	5,0	6,1	3,1
3. —	7,9	3,9	1,5	13,3	0,0	1,0	4,3	2,7	5,3	4,6
4. —	- 16,1	1,4	- 1,9	- 16,6	- 0,2	4,3	- 2,1	- 8,8	- 9,8	1,3
1990 1. kvrt.....	9,9	3,8	1,4	15,1	0,0	- 16,4	6,0	7,4	18,1	0,7
2. —	22,4	2,9	1,1	26,3	0,7	2,0	2,7	0,7	20,2	3,9
3. —	5,7	8,9	2,0	16,6	1,5	- 4,0	3,9	3,2	12,0	1,0
4. —	- 14,8	- 0,4	1,4	- 13,8	- 0,2	- 7,1	- 2,4	- 5,5	1,3	0,5
1991 1. kvrt.....	19,3	7,3	2,5	29,1	1,3	- 0,7	6,4	7,2	14,9	3,5
2. —	9,1	11,3	1,3	21,6	0,5	- 3,6	0,4	0,5	23,8	2,5
3. —	16,1	0,3	2,0	18,5	2,2	- 0,4	3,1	2,8	10,7	0,8
4. —	5,9	2,0	0,2	8,0	8,0	4,4	- 0,8	- 8,6	5,0	2,6
1992 1. kvrt.....	8,3	- 0,5	3,0	10,9	- 7,2	- 0,4	5,3	13,2		1,3

¹⁾ Inklusive skatkammerbeviser.

²⁾ Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

³⁾ Den sociale Pensionsfond, Arbejdsmarkedets Tillægspension og Lønmodtagernes Dyrtidsfond.

⁴⁾ Beregnet residualt. Inklusive nettoalg til udlandet, se side 7.

Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer
(Nominel værdi)

Ultimo	Indenlandske statspapirer				Realkreditobligationer	Andre kroneobligationer	I alt
	Kroneobligationer	Statsgældsbeviser	Skatkammerbeviser	I alt			
	Milliarder kroner						
1981	102,1	33,3	•	135,4	356,9	24,3	516,6
1982	167,8	36,2	•	204,0	379,0	27,9	610,8
1983	231,8	40,7	•	272,5	417,6	34,4	724,4
1984	293,5	37,8	•	331,3	468,3	38,0	837,6
1985	331,1	28,8	•	359,8	540,4	40,9	941,2
1986	323,6	27,5	•	351,1	608,7	43,7	1 003,5
1987	301,3	43,7	•	345,0	668,8	44,8	1 058,6
1988	299,5	54,1	•	353,6	724,0	46,0	1 123,6
1989	311,2	64,6	•	375,8	739,3	48,5	1 163,6
1990	315,4	68,9	21,4	405,6	762,8	55,7	1 224,1
1991	338,7	74,1	49,3	462,0	790,3	63,1	1 315,4
1991 Jan.	321,4	75,4	22,8	419,5	758,6	56,2	1 234,3
Feb.	322,3	69,8	27,9	420,0	763,9	56,9	1 240,8
Marts	325,8	72,8	27,9	426,5	771,7	58,5	1 256,6
April	329,5	77,7	26,3	433,5	770,3	59,1	1 262,9
Maj	322,7	78,7	32,9	434,3	776,4	59,3	1 270,0
Juni	324,7	78,8	33,4	436,9	784,1	60,1	1 281,1
Juli	329,2	84,0	34,1	447,3	775,6	60,6	1 283,5
Aug.	331,2	79,7	34,3	445,1	780,7	61,6	1 287,4
Sept.	333,9	81,4	39,2	454,5	786,6	62,3	1 303,4
Okt.	338,3	83,7	43,2	465,1	778,7	64,5	1 308,3
Nov.	338,7	74,1	49,3	462,0	783,5	63,6	1 309,1
Dec.	338,7	74,1	49,3	462,0	790,3	63,1	1 315,4
1992 Jan.	343,1	74,7	62,1	479,8	780,8	62,9	1 323,6
Feb.	345,8	65,0	64,0	474,8	785,2	65,1	1 325,2
Marts	336,8	65,4	70,5	472,6	791,6	66,4	1 330,6

Tinglysninger af pantebreve i fast ejendom

	Pantebreve tinglyst til (långiver)						Ejer- pante- breve	Sælger- pante- breve	Ting- lys- ninger i alt
	Real- kredit- institutter	Penge- institutter	Forsik- ringssel- skaber og pensions- kasser	Stat og kom- muner	Bolig- selska- bernes Lands- bygge- fond mv. ¹⁾	Andre			
1982.....	28,8	0,7	0,5	1,9	1,3	0,3	17,7	5,3	56,6
1983.....	50,6	0,7	0,3	2,3	1,3	0,2	20,0	4,1	79,4
1984.....	60,7	0,8	0,3	1,9	1,0	0,3	26,2	3,7	94,9
1985.....	86,7	2,6	0,8	1,8	1,0	0,7	34,5	5,2	133,4
1986.....	105,8	4,9	2,1	1,8	0,8	1,2	44,5	6,8	167,9
1987.....	86,9	3,9	0,2	1,8	1,3	0,3	33,4	3,7	131,4
1988.....	81,4	7,5	0,6	2,1	1,0	2,5	30,7	2,7	128,5
1989.....	80,2	9,1	0,8	1,8	1,0	2,3	25,8	2,3	123,3
1990.....	75,8	11,6	2,1	2,0	0,7	2,4	20,2	2,3	117,1
1991.....	89,7	12,5	2,8	1,3	0,5	3,1	17,8	2,2	129,8
1990 4. kvtr. ..	18,1	2,7	0,5	0,6	0,2	0,7	4,8	0,8	28,3
1991 1. kvtr. ..	17,9	2,6	0,5	0,4	0,1	0,8	4,6	0,5	27,4
2. — ..	27,2	4,0	1,0	0,3	0,1	1,2	4,1	0,6	38,5
3. — ..	22,2	3,0	0,5	0,3	0,1	0,6	3,9	0,6	31,3
4. — ..	22,4	2,8	0,7	0,4	0,1	0,4	5,2	0,5	32,6

¹⁾ Inklusive Grundejernes Investeringsfond og Finansieringsinstitutter for Hoteller.

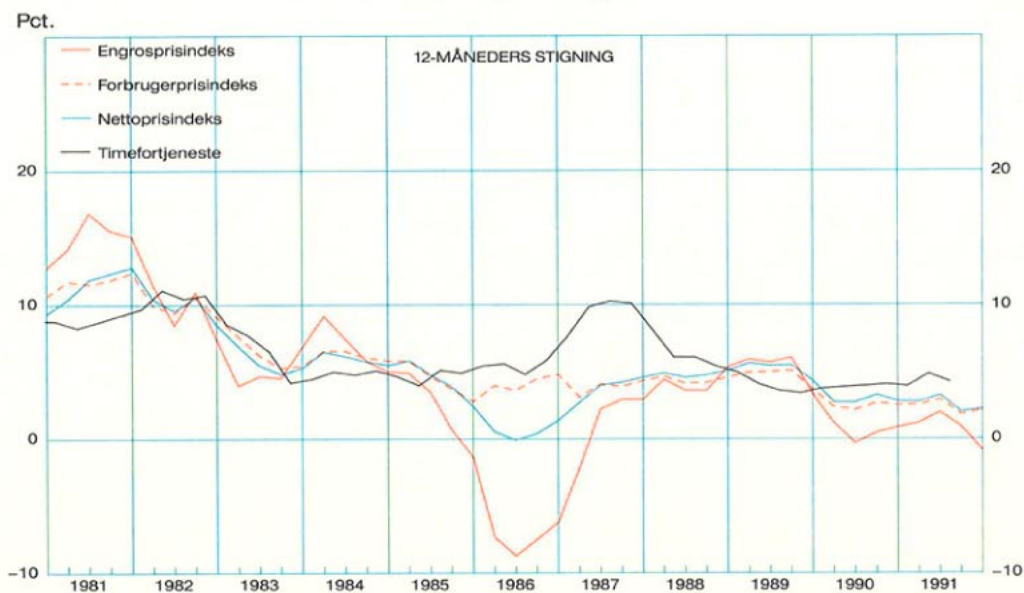
Ultimo	Aktiver							
	Kasse- behold- ning	Fonds- behold- ning	Udlån		Garanti- debitorer	Faste ejendomme, maskiner og inventar mv. ²⁾	Andet	I alt
			Erhvervs- mæssige	Ikke- erhvervs- mæssige ¹⁾				
	Milliarder kroner							
1984.....	0,7	0,4	2,0	1,1	0,1	1,0	0,2	5,5
1985.....	1,7	0,1	2,8	1,9	0,1	1,4	0,3	8,4
1986.....	2,3	0,3	4,5	3,9	0,1	1,8	0,6	13,4
1987.....	0,9	0,2	5,6	5,1	0,3	2,1	1,1	15,2
1988.....	1,3	0,0	5,3	4,8	2,0	1,8	1,7	16,8
1989.....	0,2	0,1	5,4	5,2	3,2	2,0	1,9	17,9
1990.....	0,2	0,2	6,1	5,8	4,8	1,0	2,3	20,5
1991.....	0,2	0,0	6,2	5,6	0,0	0,9	0,4	13,3
1989 Juni	0,2	0,1	5,2	4,7	2,4	1,9	1,7	16,1
Sept.	0,1	0,1	5,3	5,0	2,4	1,8	1,8	16,5
Dec.	0,2	0,1	5,4	5,2	3,2	2,0	1,9	17,9
1990 Marts ..	0,1	0,1	5,5	5,1	3,3	2,0	1,7	17,7
Juni	0,2	0,1	6,2	5,8	3,9	1,5	1,9	19,6
Sept.	0,2	0,1	6,1	5,9	4,5	1,1	1,9	19,8
Dec.	0,2	0,2	6,1	5,8	4,8	1,0	2,3	20,5
1991 Marts ..	0,1	0,1	6,2	5,8	0,0	1,0	0,2	13,4
Juni	0,1	0,1	6,2	5,7	0,0	1,0	0,4	13,5
Sept.	0,1	0,1	6,0	5,8	0,0	1,0	0,4	13,4
Dec.	0,2	0,0	6,2	5,6	0,0	0,9	0,4	13,3
1992 Marts ..	0,2	0,1	7,4	5,5	0,0	0,8	0,3	14,3

Ultimo	Passiver						I alt
	Gæld til pengeinstitutter		Afgivne garantier	Andet		Egen- kapital og ansvarlig indskuds- kapital	
	Inden- landske	Uden- landske		Inden- landske	Uden- landske		
	Milliarder kroner						
1984	1,9	0,8	0,1	1,4	0,7	0,8	5,5
1985	2,7	2,2	0,1	1,7	0,6	1,1	8,4
1986	6,9	2,6	0,1	1,2	1,2	1,4	13,4
1987	7,2	2,1	0,3	1,8	2,0	1,9	15,2
1988	7,2	2,2	2,0	2,6	1,0	1,9	16,8
1989	8,0	1,7	3,2	1,7	1,1	2,1	17,9
1990	9,3	0,6	4,8	1,8	1,0	3,0	20,5
1991	9,6	0,5	0,0	0,7	0,9	1,5	13,3
1989 Juni.	6,9	1,8	2,4	1,7	1,0	2,4	16,1
Sept.	7,5	1,8	2,4	1,5	1,1	2,1	16,5
Dec.	8,0	1,7	3,2	1,7	1,1	2,1	17,9
1990 Marts ...	8,1	1,1	3,3	2,0	1,1	2,1	17,7
Juni.	9,1	1,3	3,9	1,4	1,0	3,0	19,6
Sept.	9,5	0,4	4,5	1,3	1,0	3,2	19,8
Dec.	9,3	0,6	4,8	1,8	1,0	3,0	20,5
1991 Marts ...	9,6	0,4	0,0	1,0	1,0	1,4	13,4
Juni.	9,6	0,4	0,0	1,1	1,0	1,4	13,5
Sept.	9,6	0,4	0,0	1,0	0,9	1,5	13,4
Dec.	9,6	0,5	0,0	0,7	0,9	1,5	13,3
1992 Marts ...	10,5	—	0,0	1,3	1,3	1,2	14,3

Anm.: Omfatter ca. 15 finansieringsselskaber. Opgørelsen påvirkes over tiden af etablering, fusion og afvikling af selskaber.

¹⁾ Herunder udlån til erhvervsdrivende til køb af personbiler og varige forbrugsgoder.

²⁾ Altovervejende leasingaktiver. Leasingaktiver i pengeinstitutejede finansieringsselskaber er i et vist omfang placeret under erhvervs-mæssige udlån.



	Engros- prisindeks ¹⁾	Forbruger- prisindeks ²⁾	Netto- prisindeks ²⁾	Time- fortjeneste ³⁾	Engros- prisindeks ¹⁾	Forbruger- prisindeks ²⁾	Time- fortjeneste ³⁾	
	År-til-år stigning i procent				1980=100	1980=100	Indeks 1980=100	Kroner
1982.....	10,5	10,1	10,4	10,4	127,1	123,0	120	71,26
1983.....	5,2	6,9	6,2	6,6	133,7	131,5	128	75,98
1984.....	7,6	6,3	6,0	4,8	143,9	139,8	134	79,66
1985.....	2,9	4,7	4,6	4,7	148,1	146,4	141	83,42
1986.....	- 6,8	3,6	0,7	5,4	138,1	151,7	148	87,89
1987.....	- 0,2	4,0	3,1	9,5	137,8	157,8	162	96,25
1988.....	3,9	4,6	5,0	6,3	143,2	165,0	173	102,34
1989.....	5,8	4,8	5,2	4,0	151,5	172,9	180	106,45
1990.....	1,0	2,6	3,1	3,9	153,0	177,4	187	110,65
1991.....	1,0	2,4	2,6	...	154,5	181,7	...	...
1989 Jan.	5,4	4,6	5,1	5,0	147,5	168,7	176	104,26
April ...	5,9	4,9	5,6	4,1	150,4	171,9	179	106,33
Juli.....	5,8	5,0	5,5	3,6	152,2	172,6	180	106,86
Okt. ...	6,1	5,1	5,5	3,4	153,8	175,2	183	108,30
1990 Jan.	3,3	3,7	4,3	3,8	152,4	174,9	183	108,20
April ...	1,2	2,4	2,7	3,9	152,2	176,0	186	110,47
Juli.....	- 0,3	2,1	2,7	4,0	151,7	176,3	187	111,11
Okt. ...	0,5	2,7	3,3	4,1	154,5	179,9	190	112,74
1991 Jan.	0,9	2,5	2,8	4,0	153,7	179,3	190	112,50
April ...	1,2	2,6	2,8	4,9	154,0	180,5	195	115,87
Juli.....	2,0	2,9	3,2	4,3	154,7	181,5	195	115,88
Okt. ...	0,9	1,8	2,0	...	155,9	183,2	...	...
1992 Jan.	- 0,8	2,1	2,2	...	152,4	183,1	...	...
Feb.	- 0,5	2,3	2,5	...	152,4	184,0	...	...
Marts...	0,3	2,6	2,7	...	153,4	184,7	...	...

Anm.: Årstallene for de anførte prisindeks er gennemsnit af månedsindeksene.

¹⁾ Eksklusive alle indirekte skatter bortset fra told og importafgifter. Vægtene er baseret på engrosomsætningen i 1980.

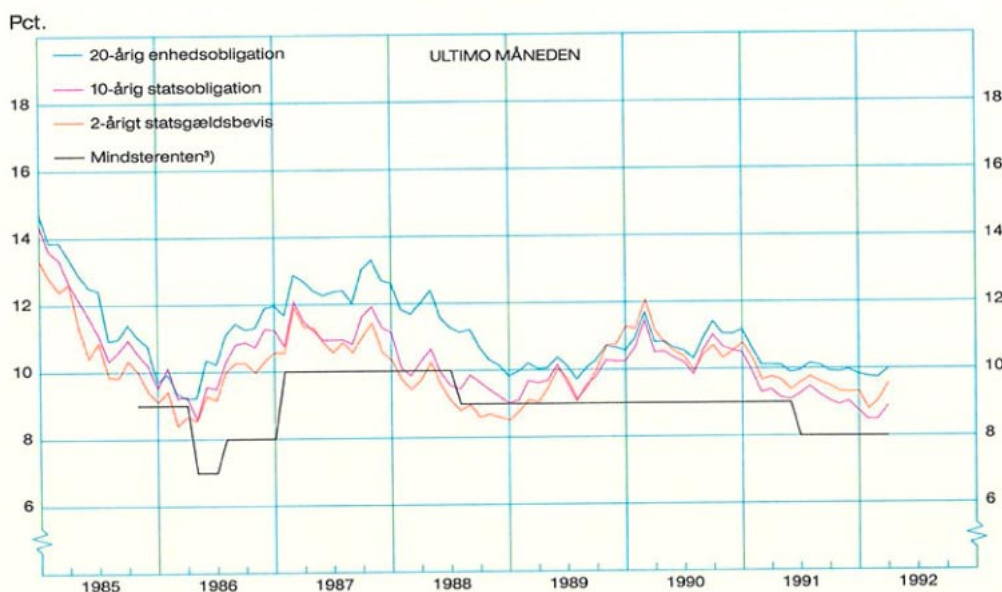
²⁾ Forbrugerprisindekset belyser de faktiske detailpriser, som forbrugerne betaler, mens nettoprisindekset opgøres eksklusive indi-

rette skatter og pristilskud. Vægtene i begge indeks er siden februar 1991 baseret på sammensætningen af det private forbrug i 1987.

³⁾ Gennemsnitlig timefortjeneste for samtlige arbejdere i industri, håndværk samt bygge- og anlægsvirksomhed.

Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten

29



Ultimo ¹⁾	Statspapirer (stående lån) ²⁾			Realkreditobligationer (annuitetslån) ²⁾			Gennemsnit af effektiv obligationsrente	Mindsterenten ³⁾
	Løbetid antal år							
	10	5	2	30	20	10		
	Procent p.a.							
1983	12,80	12,54	12,16	12,83	12,61	12,65	12,64	•
1984	14,33	13,95	13,30	14,75	14,77	14,18	14,02	•
1985	9,53	9,32	9,13	10,31	10,32	9,65	9,86	9
1986	11,24	10,90	10,59	12,48	11,96	11,60	11,61	8
1987	11,15	10,58	10,34	12,79	12,61	11,67	11,73	10
1988	9,03	8,98	8,53	9,92	9,82	9,32	9,78	9
1989	10,26	10,56	11,30	10,49	10,57	10,38	10,79	9
1990	10,50	10,71	10,79	11,15	11,17	10,62	11,01	9
1991	8,76	9,14	9,34	9,80	9,83	9,63	9,90	8
1991 Jan.	9,95	10,20	10,35	10,58	10,62	10,20	10,65	9
Feb.	9,31	9,61	9,69	10,04	10,12	9,85	10,26	9
Marts	9,39	9,68	9,79	10,04	10,12	9,81	10,23	9
April	9,15	9,54	9,69	9,99	10,10	9,74	10,16	9
Maj	9,09	9,37	9,40	9,88	9,89	9,59	9,96	9
Juni	9,27	9,54	9,61	9,92	9,95	9,61	10,04	8
Juli	9,48	9,84	9,79	10,09	10,16	9,80	10,18	8
Aug.	9,24	9,69	9,63	10,10	10,10	9,77	10,09	8
Sept.	9,06	9,47	9,52	9,93	9,93	9,65	9,99	8
Okt.	8,94	9,27	9,35	9,86	9,91	9,54	9,90	8
Nov.	9,04	9,45	9,33	9,92	9,97	9,74	9,95	8
Dec.	8,76	9,14	9,34	9,80	9,83	9,63	9,90	8
1992 Jan.	8,49	8,82	8,81	9,72	9,76	9,39	9,76	8
Feb.	8,50	8,91	9,09	9,66	9,73	9,80	9,76	8
Marts	8,89	9,39	9,58	9,91	9,98	9,81	9,98	8

1) Den effektive rente på helårsbasis som beregnet af Københavns Fondsbørs.

2) Såfremt der på et givet tidspunkt ikke er åbne serier med de på-

gældende løbetider, anvendes lukkede serier med tilnærmelsesvis tilsvarende restløbetider.

3) I henhold til kursgevinstloven.

Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1990 April	10,8	15,3	7,3	13,2	8,3	8,6
Maj	10,6	15,1	7,3	12,5	8,1	8,3
Juni	10,4	14,9	7,6	12,1	8,1	8,3
Juli	10,0	14,9	7,7	12,3	8,1	7,8
August	10,6	14,9	8,2	12,9	8,4	8,0
September	10,5	14,9	8,4	13,0	8,5	8,2
Oktober	10,3	13,7	8,0	15,1	8,6	7,9
November	10,5	13,5	8,3	14,9	9,1	8,3
December	10,4	13,9	8,1	13,8	9,1	7,6
1991 Januar	10,3	13,8	8,2	12,8	9,1	6,9
Februar	10,2	12,6	8,1	11,8	8,9	6,8
Marts	9,8	12,3	7,7	12,0	9,1	6,3
April	9,9	11,7	7,9	12,1	9,0	6,1
Maj	9,3	11,3	7,6	10,9	8,9	5,9
Juni	9,4	11,3	7,8	10,6	8,9	6,1
Juli	9,5	11,1	7,3	10,5	9,2	5,9
August	9,8	10,8	7,2	10,4	9,1	5,6
September	9,7	10,2	6,5	10,3	9,2	5,6
Oktober	9,3	10,3	6,1	10,4	9,3	5,1
November	9,6	10,6	6,0	11,5	9,3	4,9
December	9,9	10,9	5,3	13,1	9,5	4,1
1992 Januar	10,1	10,5	5,1	12,1	9,5	4,1
Februar	10,1	10,2	5,1	11,8	9,5	4,1
Marts	10,2	10,8	4,7	11,4	9,7	4,2
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1990 April	10,5	13,3	6,9	13,7	8,8	9,2
Maj	10,4	12,2	6,5	13,3	8,7	8,8
Juni	10,2	11,7	6,8	12,6	8,7	8,6
Juli	9,9	11,8	7,1	12,8	8,5	8,5
August	10,6	12,1	7,7	13,4	8,9	9,1
September	11,0	12,2	8,1	13,4	9,1	9,0
Oktober	10,7	11,6	7,4	13,3	9,0	8,8
November	10,6	11,0	7,1	12,8	8,8	8,4
December	10,5	11,2	6,8	12,2	9,0	8,2
1991 Januar	10,0	10,4	6,6	11,5	8,6	8,2
Februar	9,3	10,3	6,6	11,3	8,3	8,2
Marts	9,4	10,2	6,7	11,6	8,5	8,2
April	9,2	10,4	6,8	11,4	8,3	8,2
Maj	9,1	10,6	6,7	10,5	8,3	8,2
Juni	9,3	10,7	6,9	10,8	8,5	8,4
Juli	9,5	10,4	6,7	10,9	8,7	8,3
August	9,2	10,2	6,4	10,6	8,5	8,0
September	9,1	9,8	6,2	10,0	8,4	7,6
Oktober	8,9	9,9	6,1	10,0	8,4	7,6
November	9,0	10,1	6,1	10,0	8,3	7,5
December	8,8	10,0	5,7	9,9	8,0	6,8
1992 Januar	8,5	9,6	5,7	9,4	7,9	7,4
Februar	8,5	9,5	5,7	9,4	7,9	7,4
Marts	8,9	10,1	5,6	9,5	8,0	7,7

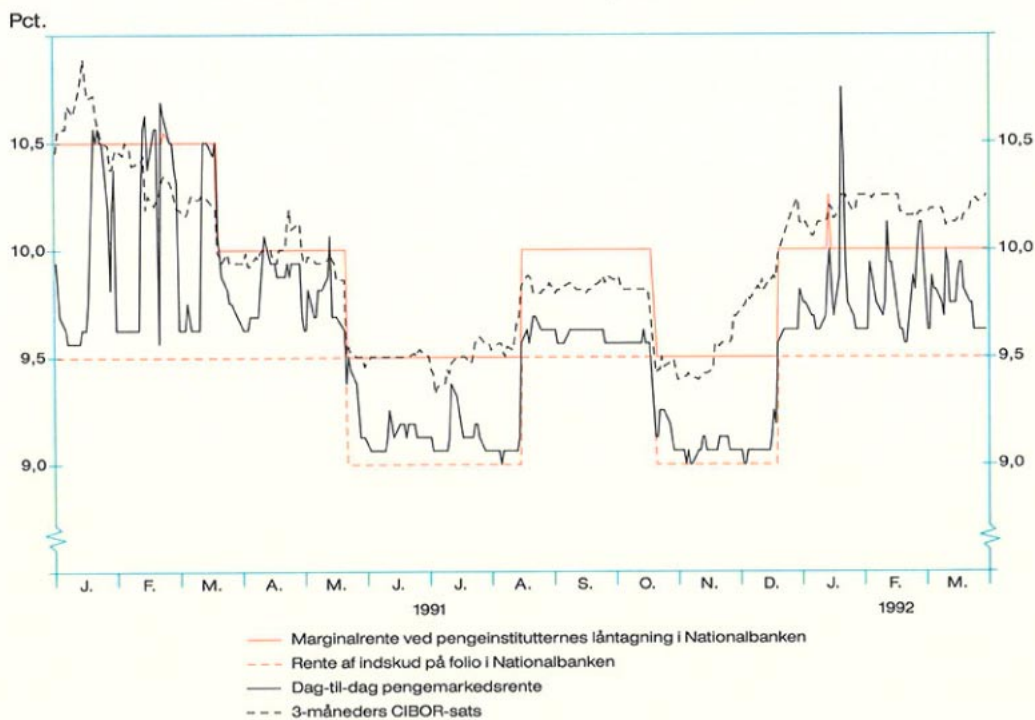
¹⁾ 3-måneders pengemarkedsrente.²⁾ Stående lån.

Gældende fra		Diskonto	Rente ved træk på folio ¹⁾	Rente af indestående på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i penge-markedet	Basisrente under genkøbsordningen ²⁾	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved salg af indlånsbeviser	
									Procent p.a.
1986	1. aug.	7,00	•	•	—	•	8,50	8,50	
	5. —	7,00	•	•	9,250	•	8,50	8,50	
	20. —	7,00	•	•	—	•	8,50	8,50	
	22. —	7,00	•	•	9,250	•	8,50	8,50	
	1. sept.	7,00	•	•	—	•	8,50	8,50	
	4. —	7,00	•	•	9,250	•	8,50	8,50	
1987	6. jan.	7,00	•	•	10,250	•	9,75	9,75	
	8. —	7,00	•	•	12,000	•	9,75	9,75	
	9. —	7,00	•	•	14,000	•	9,75	9,75	
	12. —	7,00	•	•	11,000	•	9,75	9,75	
	2. feb.	7,00	•	•	11,000	•	10,50	10,50	
	17. marts	7,00	•	•	10,500	•	10,00	10,00	
	26. —	7,00	•	•	10,000	•	9,50	9,50	
	9. juni	7,00	•	•	9,500	•	9,00	9,00	
	1. juli	7,00	•	•	9,500	•	9,00	8,95	
	3. aug.	7,00	9,50	8,75	—	•	9,00	9,25	
	15. sept.	7,00	9,50	8,75	—	•	•	9,25	
	9. dec.	7,00	9,00	8,25	—	•	•	8,75	
	1988	4. jan.	7,00	9,00	8,25	—	•	•	•
		1. marts	7,00	9,00	8,25	—	—	•	•
		13. april	7,00	9,00	8,25	—	9,00	•	•
15. —		7,00	9,00	8,25	—	—	•	•	
16. juni		7,00	8,75	8,00	—	—	•	•	
8. juli		7,00	8,50	7,75	—	—	•	•	
1989		30. marts	7,00	8,50	8,00	—	9,00	•	•
	24. april	7,00	9,00	8,50	—	9,50	•	•	
	30. juni	7,00	9,50	9,00	—	10,00	•	•	
	1. aug.	7,00	9,50	9,00	—	•	•	•	
	6. okt.	7,00	10,50	10,00	—	•	•	•	
	17. —	7,00	10,50	10,00	13,000	•	•	•	
	20. —	7,00	10,50	10,00	12,500	•	•	•	
	1. nov.	7,00	12,00	11,00	—	•	•	•	
	23. —	7,00	12,00	11,00	12,000	•	•	•	
	1. dec.	7,00	12,00	11,00	—	•	•	•	
	14. —	7,00	12,00	11,00	12,000	•	•	•	
	15. —	7,00	12,00	11,00	—	•	•	•	
	1990	23. marts	8,00	11,50	10,50	—	•	•	•
		18. april	8,00	11,50	10,50	11,500	•	•	•
		23. —	8,00	11,50	10,50	—	•	•	•
27. —		8,00	11,00	10,00	—	•	•	•	
22. juni		8,50	10,50	9,50	—	•	•	•	
1991		2. jan.	9,50	10,50	9,50	—	•	•	•
	22. feb.	9,50	10,50	9,50	10,550	•	•	•	
	25. —	9,50	10,50	9,50	—	•	•	•	
	20. marts	9,50	10,00	9,50	—	•	•	•	
	22. maj	9,00	9,50	9,00	—	•	•	•	
	16. aug.	9,50	10,00	9,50	—	•	•	•	
	21. okt.	9,00	9,50	9,00	—	•	•	•	
	20. dec.	9,50	10,00	9,50	—	•	•	•	
	1992	14. jan.	9,50	10,00	9,50	10,250	•	•	•
15. —		9,50	10,00	9,50	—	•	•	•	
(31. marts)....		9,50	10,00	9,50	—	•	•	•	

¹⁾ I perioden 10. juli 1989 til 31. oktober 1989 rente ved træk indtil 5 pct. af det enkelte pengeinstituts egenkapital mv. Ved træk herudover har renten været ½ pct. højere.

²⁾ I perioden 1. august 1989 til 31. december 1991 modsvarede gen-

købsforretninger af uforrentede indskud på genkøbskonti i Nationalbanken. Indestående på genkøbskonti indgik på linje med håndpantsettning som sikkerhedsstillelse ved træk på folio.



Pengemarkedsrentesatser

	Dag-til-dag			1 måned			3 måneder		
	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
	Procent p.a.								
1990 April ...	11,51	11,75	10,94	11,38	11,69	10,63	11,28	11,50	10,75
Maj	10,76	11,13	10,13	10,66	10,88	10,44	10,69	10,81	10,56
Juni	10,69	11,13	10,13	10,73	11,06	10,38	10,63	10,94	10,38
Juli	10,47	10,56	10,00	10,30	10,50	10,00	10,25	10,44	10,00
Aug.	10,01	10,63	9,56	10,37	10,65	9,94	10,46	10,75	10,00
Sept.	10,18	10,69	9,56	10,56	10,75	10,14	10,68	10,88	10,50
Okt.	9,92	10,44	9,56	10,11	10,31	9,94	10,34	10,50	10,16
Nov.	9,59	10,25	9,50	10,07	10,19	9,94	10,40	10,56	10,22
Dec.	9,93	10,50	9,50	10,29	10,63	10,10	10,40	10,63	10,25
1991 Jan.	9,94	10,56	9,56	10,37	10,63	10,06	10,53	10,88	10,31
Feb.	10,12	10,69	9,56	10,23	10,38	10,13	10,25	10,38	10,06
Marts...	9,92	10,50	9,63	10,11	10,38	9,81	10,04	10,25	9,81
April ...	9,85	10,06	9,63	9,94	10,19	9,75	9,91	10,09	9,81
Maj	9,61	10,06	9,13	9,68	9,94	9,31	9,68	9,88	9,31
Juni	9,13	9,25	9,06	9,34	9,40	9,25	9,41	9,45	9,31
Juli	9,14	9,38	9,06	9,29	9,44	9,19	9,41	9,53	9,31
Aug.	9,35	9,69	9,00	9,50	9,81	9,19	9,62	9,81	9,41
Sept.	9,60	9,63	9,56	9,70	9,88	9,63	9,74	9,85	9,63
Okt.	9,43	9,63	9,06	9,49	9,69	9,19	9,58	9,78	9,31
Nov.	9,07	9,13	9,00	9,26	9,49	9,13	9,41	9,69	9,28
Dec.	9,29	9,81	9,00	9,72	10,06	9,50	9,79	10,13	9,63
1992 Jan.	9,78	10,75	9,63	10,07	10,23	9,88	10,07	10,20	9,94
Feb.	9,80	10,13	9,56	10,06	10,16	9,89	10,09	10,20	9,95
Marts...	9,77	10,00	9,63	10,07	10,15	9,86	10,09	10,30	9,95

Anm.: Daglige omsætningsgennemsnit. På bankdage uden omsætning er anvendt simple gennemsnit af køb og salg slutsatser.

	1 måned			2 måneder			3 måneder		
	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
	Procent p.a.								
1990 April ...	11,44	11,63	10,81	11,40	11,56	10,83	11,38	11,56	10,88
Maj	10,76	10,92	10,63	10,77	10,92	10,63	10,76	10,92	10,63
Juni	10,81	11,13	10,45	10,73	11,00	10,45	10,71	11,00	10,44
Juli.....	10,39	10,63	10,09	10,34	10,50	10,09	10,32	10,48	10,09
Aug. ...	10,46	10,78	10,06	10,53	10,89	10,06	10,53	10,89	10,06
Sept. ...	10,61	10,75	10,25	10,71	10,84	10,45	10,76	10,94	10,63
Okt. ...	10,19	10,34	10,08	10,31	10,44	10,16	10,43	10,56	10,25
Nov.	10,15	10,25	10,02	10,40	10,59	10,25	10,48	10,63	10,33
Dec.....	10,37	10,63	10,14	10,45	10,64	10,33	10,52	10,70	10,41
1991 Jan.	10,46	10,78	10,17	10,57	10,89	10,28	10,60	10,89	10,38
Feb.	10,29	10,41	10,16	10,32	10,44	10,17	10,34	10,50	10,19
Marts...	10,21	10,41	9,88	10,15	10,31	9,88	10,14	10,25	9,94
April ...	10,02	10,28	9,88	10,00	10,23	9,92	10,00	10,19	9,92
Maj	9,76	9,98	9,44	9,77	9,97	9,44	9,77	9,98	9,45
Juni	9,43	9,48	9,39	9,49	9,50	9,45	9,50	9,53	9,50
Juli.....	9,36	9,44	9,27	9,43	9,55	9,33	9,48	9,59	9,33
Aug. ...	9,58	9,84	9,31	9,64	9,86	9,41	9,70	9,88	9,50
Sept. ...	9,77	9,81	9,73	9,79	9,84	9,75	9,83	9,88	9,80
Okt. ...	9,56	9,80	9,25	9,62	9,81	9,30	9,68	9,88	9,42
Nov.	9,33	9,55	9,25	9,45	9,69	9,38	9,49	9,69	9,39
Dec.....	9,79	10,13	9,55	9,85	10,16	9,67	9,89	10,23	9,72
1992 Jan.	10,17	10,34	10,00	10,17	10,28	10,03	10,17	10,25	10,06
Feb.	10,17	10,25	10,08	10,21	10,25	10,16	10,21	10,25	10,16
Marts...	10,16	10,23	10,09	10,17	10,25	10,11	10,18	10,25	10,11

	4 måneder			5 måneder			6 måneder		
	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
	Procent p.a.								
1990 April ...	11,38	11,53	10,89	11,38	11,50	10,92	11,37	11,50	10,92
Maj	10,76	10,91	10,63	10,76	10,91	10,63	10,77	10,91	10,61
Juni	10,68	10,91	10,44	10,68	10,88	10,44	10,68	10,88	10,44
Juli.....	10,31	10,45	10,06	10,30	10,45	10,06	10,30	10,45	10,06
Aug. ...	10,54	10,89	10,06	10,54	10,89	10,06	10,55	10,89	10,06
Sept. ...	10,79	11,00	10,69	10,84	11,03	10,69	10,85	11,06	10,70
Okt. ...	10,52	10,69	10,38	10,58	10,75	10,44	10,62	10,80	10,45
Nov. ...	10,53	10,63	10,41	10,58	10,69	10,45	10,62	10,70	10,50
Dec.....	10,58	10,73	10,45	10,65	10,77	10,52	10,70	10,81	10,63
1991 Jan.	10,66	10,94	10,44	10,71	10,94	10,50	10,74	10,95	10,55
Feb.	10,34	10,55	10,19	10,33	10,56	10,17	10,32	10,58	10,13
Marts...	10,12	10,25	9,94	10,11	10,25	9,94	10,10	10,19	9,94
April ...	9,99	10,11	9,94	10,00	10,09	9,94	9,99	10,06	9,95
Maj	9,78	10,00	9,48	9,78	10,00	9,50	9,78	10,00	9,50
Juni	9,51	9,56	9,50	9,53	9,56	9,50	9,54	9,63	9,50
Juli.....	9,54	9,69	9,39	9,59	9,80	9,45	9,64	9,84	9,52
Aug. ...	9,75	9,92	9,58	9,83	9,98	9,69	9,88	9,98	9,75
Sept. ...	9,87	9,91	9,83	9,90	9,94	9,86	9,92	9,95	9,88
Okt. ...	9,70	9,88	9,42	9,73	9,91	9,50	9,76	9,94	9,50
Nov.	9,55	9,75	9,44	9,57	9,80	9,50	9,62	9,84	9,55
Dec.....	9,91	10,25	9,75	9,93	10,27	9,81	9,95	10,27	9,83
1992 Jan.	10,15	10,19	10,11	10,14	10,19	10,06	10,13	10,20	10,06
Feb.	10,21	10,25	10,16	10,20	10,25	10,16	10,19	10,23	10,16
Marts...	10,18	10,25	10,11	10,18	10,25	10,11	10,18	10,25	10,11

Anm.: Gennemsnit af indberetninger fra 8 større pengeinstitutter.
De 2 højeste og laveste satser indgår ikke.