

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt – Maj 1994

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 (Postgiroen) er fra 1. juni 1991 omdannet til pengeinstituttet GiroBank. GiroBank indgår fra og med juli 1991 i „Pengeinstitutterne”.

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

Kvartalsoversigt - Maj 1994

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Revideret opgørelse af udlandsgælden	10
Pengepolitikken i 1993 v/professor, dr.oecon. Claus Vastrup.....	18
Pengepolitikken i 1993 v/lektor, cand.polit. Finn Østrup	26
Pengeinstitutternes regnskabsresultater v/Charlotte Møller Wedel-Heinen, Pengepolitisk Kontor.....	33
Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 14. april 1994	41
Vilkårene for industriens udvikling, af nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer.....	45
Nationalbankens pressemeddelelser om ændring af diskontoen	52
Tabeller og figurer:	
Nationalbankens vigtigste aktiver og passiver	1
Valutakurser	2
Valutakursudviklingen i forhold til dollar	4
Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner	4
EMS-valutaernes indbyrdes placering	5
Effektiv kronekurs	5
Nominel og real effektiv kronekurs	6
Priser og lønninger	7
Danmarks internationale likviditet	8
Betalingsbalancen	9
Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet	10
Specifikation af porteføljeinvesteringer	11
Udenrigshandelen	12
Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen	12
Industrieksportens markedsandele	13
Statsfinanserne	14
Statens finansieringsbehov	14
Statens udlån og gæld	15
Kommuners likvide beholdninger og gæld	15
Pengeinstitutternes udlån	16
Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier	16
Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer	17
Pengeinstitutternes indlån	17
Branchefordeling af pengeinstitutternes indenlandske udlån og indlån	18
Pengeinstitutternes udlandsstilling	19
Forskellige faktors påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling	19
Valuta- og landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender	20
Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver	21
Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	22
Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken	22

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	23
Pengemængden	24
Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden	24
Indenlandsk pengeskabelse	25
Statens nettofinansieringsbehov og kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. gennem vigtige finansieringskilder	25
Realkreditinstitutternes låneaktivitet	26
Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi samt aktieemissioner	27
Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer	28
Tinglysninger af pantebreve i fast ejendom	28
Finansieringsselskaber	29
Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten	30
Rentesatser i en række lande	31
3-måneders pengemarkedsrenter	32
Pengemarkedsrentesatser	32
CIBOR-satser	33
Nationalbankens og pengeinstitutternes rentesatser	34

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Denne oversigt vedrører perioden fra februar til begyndelsen af maj 1994.

Valutaforholdene

Dollaren svækkedes over for D-mark fra midten af februar frem til sidst i marts, hvor der skete en midlertidig styrkelse. Fra midten af april svækkedes dollaren på ny og nåede i begyndelsen af maj ned under 1,65 D-mark pr. dollar. Over for yen er dollaren siden årsskiftet svækket ca. 10 pct., og kursen lå i begyndelsen af maj tæt på det historiske lavpunkt nær 100 yen pr. dollar. På denne baggrund gennemførtes den 4. maj koordineret intervention fra en række centralbankers side anført af Den Amerikanske Forbundsbank, hvilket styrkede dollaren umiddelbart.

Over for D-mark er yen steget ca. 5 pct. siden årsskiftet.

Den fortsatte robuste vækst i USA, hvor økonomien formentlig nærmer sig kapacitetsgrænsen, fik i begyndelsen af februar den amerikanske centralbank til at indlede en stramning af pengepolitikken. Der var tale om en beskeden renteforhøjelse på $\frac{1}{4}$ pct., men da det var den første stramning i næsten 5 år, tiltrak den sig betydelig opmærksomhed. Sammen med yderligere forhøjelser i marts har stigningen i centralbankens udlånsrente affødt en stigning i de korte amerikanske renter på godt 1 pct. siden begyndelsen af februar. Da de tyske korte renter over samme periode var faldende, indsnævredes det korte rentespænd mellem USA og Tyskland med godt 5 pct. fra efteråret 1992 til midten af maj, jf. figur 1.

Selv om der endnu ikke er klare tegn på opgang i prisstigningstakten i USA, er også den lange amerikanske rente steget markant siden efteråret 1993, jf. figur 2.

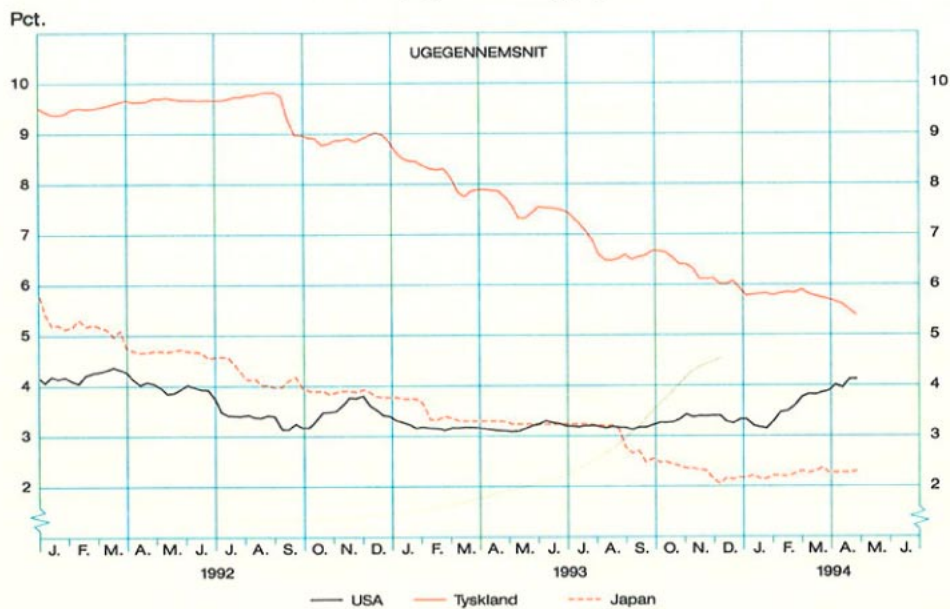
Det europæiske valutasamarbejde (EMS)

Der har kun været mindre forskydninger mellem EMS-valutaerne siden årsskiftet, jf. figuren på side 5 i tabel- og figurafsnittet.

Efter en pause siden 1993 sænkede Den Tyske Forbundsbank gennem marts og april gradvist renten på genkøbsforretninger med bankerne fra 6 pct. til omkring 5,35 pct., og pengemarkedsrenten faldt tilsvarende. Diskontoen var blevet nedsat med 0,5 pct. den 18. februar, og den 15. april understøttedes de gradvise rentenedsættelser på genkøbsforretninger ved at reducere diskonto- og lombardsatserne med 0,25 pct. Rentesænkningerne blev fulgt af de fleste andre vesteuropæiske lande.

Figur 1

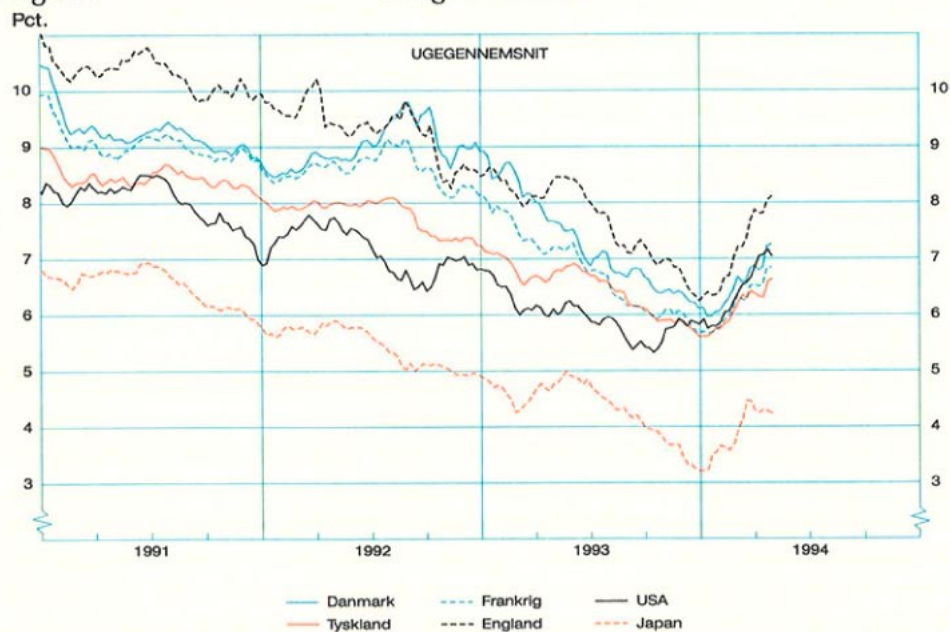
Pengemarkedsrenter i USA, Tyskland og Japan



Anm.: 3-måneders pengemarkedsrenter.

Figur 2

Obligationsrenter



Anm.: 10-årige statsobligationer.

Den 11. maj nedsatte Forbundsbanken atter diskontoen og lombardsatsen, denne gang med 0,5 pct., til henholdsvis 4,5 pct. og 6,0 pct. Der er herved skabt plads til, at renten på genkøbsforretninger kan ændres uden at ændre de officielle rentesatser. Andre vesteuropæiske centralbanker reducerede typisk de officielle satser med 0,25 pct.

Rentesænkningerne er foretaget til trods for at væksten i den tyske pengemængde i de første måneder af 1994 har ligget betydeligt over den tyske forbundsbanks målzone på 4 til 6 pct. Pengemængden betragtes i Tyskland traditionelt som indikator for potentiel fremtidig inflation. De aktuelle høje vækstrater tilskrives dog særlige omstændigheder, herunder ændringer i den tyske skattelovgivning.

Fra et niveau omkring 4,10 kroner pr. D-mark, der blev nået umiddelbart efter udvidelsen af udsvingsgrænserne i EMS den 2. august 1993, styrkedes kronen frem til årsskiftet. Siden har kronen bevæget sig nær interventionsgrænsen i det gamle snævre bånd på 390,16 kroner pr. 100 D-mark. Diskontoen og folio-renten har siden årsskiftet kunnet nedsættes i små trin med i alt 1,25 pct. til 5,0 pct.

Franske og belgiske franc samt hollandske gylde har siden udgangen af 1993 stort set ligget inden for de fra før 2. august 1993 gældende interventionsgrænser over for D-mark.

Det engelske pund svækkedes med godt 5 pct. over for D-mark fra midt i januar til begyndelsen af maj.

De skandinaviske valutaer har siden midten af januar ligget relativt stabilt over for den danske krone. Den svenske krone har således gennem de seneste måneder bevæget sig omkring 0,84 danske kroner pr. svensk krone.

Stigningen i den lange amerikanske rente siden midten af januar har trukket det europæiske renteniveau med op. I Tyskland steg den 10-årige statsobligationsrente 1,2 pct. fra midten af januar til begyndelsen af maj, mens stigningen i USA har været knap 2,0 pct. Specielt mod slutningen af perioden synes der at have været en vis afkobling af det tyske renteniveau fra det amerikanske.

I fravær af klare forventninger til udviklingen i valutakursen vil kravet til det nominelle afkast på fordringer i forskellige lande konvergere i en situation med frie kapitalbevægelser. Dette synes i højere grad end den realøkonomiske udvikling at ligge bag den amerikanske rentestignings effekt på den lange tyske rente. I USA er den økonomiske vækst stærk, mens aktiviteten i Tyskland indtil for nylig har været vigende. Stigningen i den lange tyske rente skal således næppe tolkes som en egentlig ændring i markedets forventninger til den fremtidige tyske inflation. Prisstigningstakten i Tyskland har været for nedadgående i første del af 1994, og selv om lavpunktet i konjunktoren formentlig er nået, er kapacitetsudnyttelsen fortsat lav i den tyske industri, og der forventes kun langsom fremgang. Hertil kommer, at de indtil nu afsluttede overenskomster har resulteret i særdeles lave lønstigninger med udsigt til nedgang i realløn og forbrug til følge. Til gen-

gæld vil de lave lønstigninger virke stimulerende på den tyske konkurrenceevne og dermed eksporten.

Den lange rente i de øvrige europæiske lande er som hovedregel steget lidt mere end den tyske, jf. figur 2. I enkelte lande har stigningen dog været noget stærkere. Den lange rente i England er således steget 2,2 pct. siden midten af januar. Den engelske vækst tegner til at blive en af de højeste i Vesteuropa i 1994, men budgetunderskuddet er forholdsvis stort. Også den lange svenske rente er steget kraftigt – ca. 2 pct. – siden udgangen af januar, og også her er budgetunderskuddet stort.

Renteudviklingen i Danmark

Nationalbanken nedsatte i tre omgange diskonto og foliorente med 0,25 pct. med virkning fra henholdsvis den 18. februar, den 15. april og den 13. maj. Renten på indskudsbeviser og genkøbsforretninger blev frem til begyndelsen af maj nedsat med i alt 0,55 pct. fra 6,25 pct. til 5,70 pct.

Rentenedsættelserne skal ses i lyset af de før omtalte lempelser af pengepolitikken i andre EMS-lande, og markerer en konsolidering af den udvikling, der omkring januar 1994 førte til, at de indbyrdes renterelationer og valutakurser var stort set normaliseret i forhold til perioden før sammenbruddet i EMS'en den 2. august 1993.

Pengeinstitutterne fulgte Nationalbankens rentenedsættelser den 18. februar og den 13. maj, men nedsatte ikke deres renter efter diskontonedsættelsen den 15. april.

De helt korte pengemarkedsrenter har i store træk fulgt de officielle renter. Det gradvise fald i 3-måneders renten ophørte derimod omkring slutningen af januar, hvor rentespændet til Tyskland var stort set elimineret. Fra dette tidspunkt og frem til udgangen af april har renten for 3-måneders pengemarkedslån svinget omkring 6 pct. Da den tyske 3-måneders rente i samme tidsrum er faldet marginalt, er 3-måneders rentespændet til Tyskland udvidet til ca. 0,75 pct.

Samtidig med stabiliseringen af 3-måneders pengemarkedsrenten, er renten på de lidt længere pengemarkedsforretninger steget, jf. figur 3. Rentestrukturen på pengemarkedet er således blevet væsentlig mere flad siden januar.

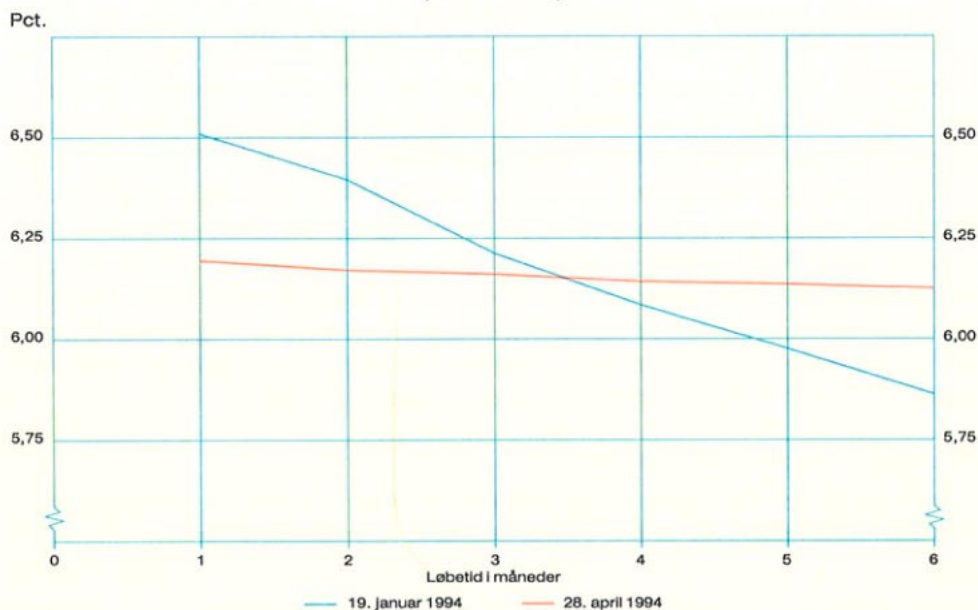
Den effektive rente på 10-årige statsobligationer steg i perioden fra midten af januar til begyndelsen af maj med 1,5 pct. til 7,50 pct., og fulgte hermed renteudviklingen i de øvrige kernelande i det europæiske valutakurssamarbejde. Som i tidligere perioder med generelt stigende eller faldende renter reagerede de danske renter dog mere end fx de tyske, og det lange rentespænd til Tyskland blev derfor udvidet til ca. 0,7 pct. Renten på kortere statspapirer steg noget mindre.

Den 6. april introducerede staten et 30-årigt stående lån på Fondsbørsen, og i lighed med udenlandske erfaringer lå den effektive rente ca. 0,6 pct. over den 10-årige statspapirrente. Forskellen på den effektive rente på statspapirer med 2 og 30 års restløbetid er ca. 2,0 pct. Rentestrukturen på såvel obligations- som pengemarkedet tyder på, at der ikke er forventninger om rentefald.

Renten på 30-årige realkreditobligationer har generelt fulgt udviklingen i de

*Rentestruktur på pengemarkedet
(CIBOR-satser)*

Figur 3



lange statspapirrenter. Den effektive rente på realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. nåede i begyndelsen af maj op på 8,4 pct., det højeste niveau siden det kraftige rentefald i begyndelsen af 1993, men faldt derefter lidt.

Pengeinstitutternes balancer

Faldet i pengeinstitutternes indenlandske udlån gennem 1993 synes de seneste måneder afløst af en stigning. Det er dog fortsat usikkert, om konjunkturopgangen har ført til et afgørende brud med den faldende tendens i de erhvervsmæssige udlån gennem 1993.

Udlånsvæksten har været beskeden, bl.a. fordi lånebehovet i vid udstrækning er blevet dækket ved låntagning i realkreditinstitutterne. Således kan nettolåntagning i forbindelse med konvertering være blevet anvendt til nedbringelse af bankgæld. Stigningen i realkreditinstitutternes udlån i 1. kvartal 1994 var ca. 10 mia.kr.

Udenlandske investorer tilbagesolgte i februar, marts og april kroneobligationer for godt 50 mia.kr. Det har samtidig medført, at pengeinstitutternes kroneudlån til udlændinge er faldet, da obligationskøbene i sidste halvdel af 1993 i stort omfang var finansieret ved låntagning i danske pengeinstitutter i form af genkøbsforretninger i obligationer.

I 2. halvår af 1993 bidrog disse obligationskøb til en stærk stigning i pengemængden. Det efterfølgende fald i kroneudlånene til udlændinge og dermed formindskelsen af pengeinstitutternes udlandsstilling har imidlertid ikke givet an-

ledning til et tilsvarende fald i pengemængden, da pengeinstitutterne har forøget deres obligationsbeholdning med 42 mia.kr. siden januar, heraf udgør udtrukne realkreditobligationer ca. halvdelen. Disse køb svarer reelt til en placering i pengemarkedet. Samtidig har der været et øget bruttosalg af obligationer på termin. Dette tyder på, at en væsentlig del af stigningen i pengeinstitutternes beholdning af realkreditobligationer er midlertidig. Samlet er pengeinstitutternes renterisikoeksponering ikke øget siden begyndelsen af året.

Væksten i pengemængden i forhold til samme måned året før er reduceret fra 15 pct. ved udgangen af januar til 10 pct. ved udgangen af marts. Der er dermed tegn på en vis stabilisering af pengemængden på et nyt højere niveau, men udsvingene fra måned til måned er betydelige. Det er specielt ændringer i nettoindskud fra realkreditinstitutter og i pengeinstitutternes beholdninger af realkreditobligationer, som bidrager til de kortsigtede udsving i pengemængden, altså forhold der sandsynligvis kan tilskrives de store konverteringer.

Betalingsbalancens løbende poster

Som følge af indkøringsproblemer med statistikken for udenrigshandelen i forbindelse med etablering af EU's indre marked, jf. Kvartalsoversigten, maj 1993, side 6, var handelstallene for de første 11 måneder af 1993 i en vis udstrækning baseret på skøn. I forbindelse med offentliggørelsen af handelstallene for december er der derfor sket en revision af handelstallene for de forudgående måneder, hvorved de hidtil offentliggjorte tal for eksporten for januar til november 1993 blev opjusteret med knap 3 mia.kr., og importen med godt 4 mia.kr. Også denne opgørelse må dog i lighed med handelstallene for 1992 forventes yderligere korrigeret på et senere tidspunkt.

Med dette forbehold faldt den samlede eksport i løbende priser knap 2 pct. i forhold til eksporten året før. En væsentlig del af nedgangen forklares dog af et fald i udførslen af skibe, en meget volatil komponent. Industrieksporten i øvrigt lå derimod på et stort set uændret niveau. Da der skønnes at have været en lille nedgang i eksportpriserne, dækker dette over en mængdemæssig eksportstigning. Eksportudviklingen har været meget uens over året med fald frem til midten af 1993 og herefter stigning.

Der har været store forskelle i eksporten til forskellige markeder. Værdien af udførslen til Tyskland steg således med godt 3 pct. i 1993 i forhold til året før, mens værdien af eksporten til devalueringslandene England og Sverige faldt med over 10 pct.

Importen har i grove træk fulgt samme udvikling som eksporten med fald frem til midten af 1993 og derefter stigning. Den sæsonkorrigerede import eksklusive skibe mv. lå i 2. halvår 1993 knap 8 pct. over niveauet i 1. halvår. Særligt importen af varer til forbrug samt personbiler har vist fremgang. For 1993 som helhed lå importen knap 6 pct. under niveauet året før.

Det kraftigere fald i importen end i eksporten resulterede i en opgang i handelsoverskuddet til 43 mia.kr., det største nogen sinde. I 1992 var overskuddet knap 35 mia.kr.

Betalingsbalancens løbende poster udviste i 1993 et overskud på knap 35 mia.kr., jf. tabellen på side 9 i tabel- og figurafsnittet, svarende til ca. 4 pct. af bruttonationalproduktet. Året før var overskuddet knap 29 mia.kr. Ud over den store forbedring af handelsbalancen kan forbedringen bl.a. tilskrives et fald på godt 3 mia.kr. i nettorent- og udbyttebetalingerne til udlandet, efter at posten i en årrække næsten har været konstant. Faldet i nettorentbetalingerne skyldes en lavere udlandsgæld samt et lavere internationalt renteniveau.

Kapitalbevægelserne

I 1. kvartal 1994 faldt valutareserverne med 9 mia. kr. til 65,5 mia.kr. Heri er indregnet en opskrivning af værdien af reserverne med 5 mia.kr. i januar. Staten afviklede i 1. kvartal udlandslån for 22 mia.kr., mens Nationalbanken tilbagekøbte valuta i markedet for 13 mia.kr. Tilbagekøbene var koncentreret i januar måned. I april faldt valutareserverne med knap 1 mia.kr.

De dominerende kapitalbevægelser var som i de forudgående måneder omsætningen af kroneobligationer med udlandet og bevægelserne i pengeinstitutternes udlandsstilling. For kroneobligationerne skete der et omslag i slutningen af januar, idet salget til udlandet afløstes af et tilbagesalg på over 50 mia.kr. fra februar til april.

I modsat retning trak et fald i pengeinstitutternes udlandsstilling på knap 60 mia.kr. i 1. kvartal. I den udstrækning udlandets beholdning af danske kroneobligationer er dækket enten via valutaterminsforretninger eller via lån i kroner i et dansk pengeinstitut, vil et nettotilbagesalg af kroneobligationer (kapitaleksport) ikke have nogen indflydelse på valutamarkedet, idet der vil ske en modgående kapitalbevægelse i form af et fald i pengeinstitutternes udlandsstilling (kapitalimport). Det kraftige fald i pengeinstitutternes udlandsstilling i 1. kvartal skal således bl.a. ses i sammenhæng med udlandets nedbringelse af beholdningen af danske kroneobligationer.

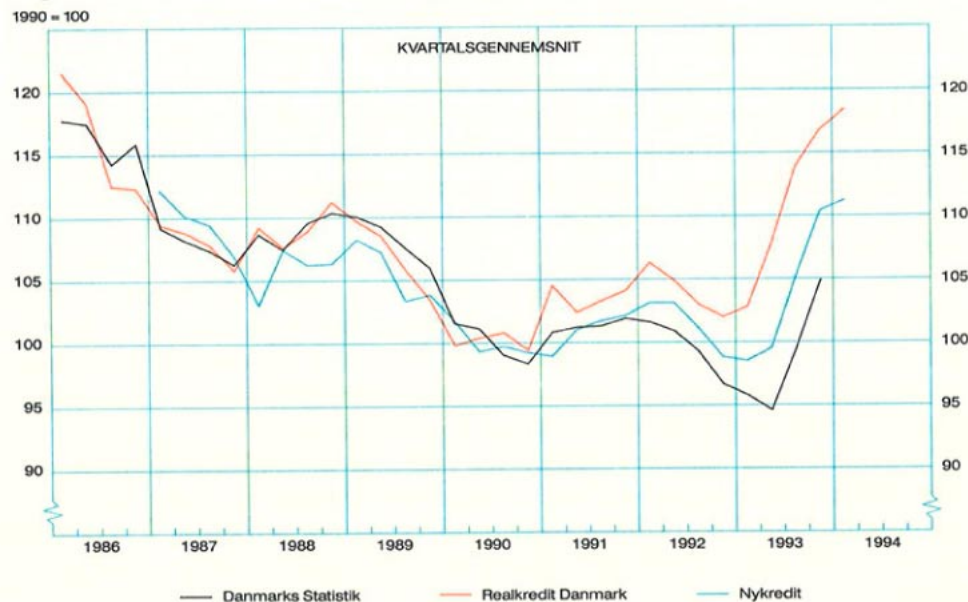
Aktivitets- og prisudviklingen

Tilbageslaget i den danske økonomi gennem første halvdel af 1993 afløstes i andet halvår af fornyet fremgang. For året som helhed blev væksten ifølge de foreløbige tal på 1,2 pct. og dermed betydeligt over niveauet hos vore nabolande bortset fra England, og højere end antaget for blot få måneder siden.

Væksten skyldtes først og fremmest en forøgelse af det private forbrug i andet halvår. Også det offentlige forbrug målt i faste priser steg i 1993 efter at have ligget stort set uændret siden 1988. Derimod lå investeringerne stadig underdrejet. Eksporten af varer og tjenester faldt for året som helhed, men importen faldt endnu mere, så udenrigshandelen bidrog også positivt til den økonomiske vækst. I andet halvår steg såvel eksport som import betydeligt. Omsvinget i løbet af 1993 synes robust, og den økonomiske vækst i år må ventes at overstige 3 pct.

Konjunkturopgangen samt rentefaldet har fået kontantprisen på enfamiliehuse til at stige kraftigt i anden halvdel af 1993 og begyndelsen af 1994, jf. figur 4.

Figur 4

Kontant salgspris for enfamiliehuse

Anm.: Sæsonkorrigerede tal.

Således viser købsprisstatistikken for enfamiliehuse fra Nykredit og Realkredit Danmark en stigning på henholdsvis 13 pct. og 15 pct. i perioden 1. kvartal 1993 til 1. kvartal 1994. Danmarks Statistiks kontantprisindeks for enfamiliehuse foreligger kun frem til 4. kvartal 1993, men indikerer ligeledes en vending i ejendomspriserne i løbet af 1993.

Den stedfundne prisudvikling indebærer, at en stor del af faldet i ejendomsprisen på enfamiliehuse siden 1986 er redresseret i løbet af 1993 og den første del af 1994. De seneste tal tyder dog på en vis udfladning af stigningstakten.

Trods opgangen i kontantpriserne gør det lavere renteniveau, at nettoydelsen efter skat stadig ligger betydeligt under niveauet fra midten af 1980'erne.

Samtidig med stigningen i kontantpriserne er der sket en markant forøgelse i antallet af ejerskifter.

Forbrugerpriserne steg 1,8 pct. målt år-til-år i 1. kvartal 1994. Fraregnet moms og afgifter steg forbrugerpriserne 1,3 pct., hvilket var på linje med stigningstakten året før.

Også den underliggende inflation er blevet på det historisk set meget lave niveau, som blev opnået i løbet af 1993. I tabellen kan væksten i „Andre faktorer” tages som udtryk for udviklingen i priserne, når der ses bort fra varer og tjenester, som kan være påvirket af særlige forhold. Stigningstakten svarer nu nogenlunde til væksten i lønomkostningerne pr. produceret enhed efter i en periode at have ligget højere.

Udvikling i nettopriserne

	Netto- pris- indeks	Energi	Import ¹⁾	Indenlandsk inflation				
				I alt	Føde- varer	Bolig- post	Offent- lige 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							
1989.....	5,3	13,5	4,7	4,6	4,2	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
1992.....	2,1	- 3,8	2,5	2,5	1,8	2,0	2,9	3,2
1993.....	1,4	- 0,9	0,0	1,9	- 0,2	2,1	1,7	2,6
1993 1. kv. .	1,5	- 1,7	0,6	1,9	- 0,8	2,0	1,7	3,2
2. — .	1,3	- 2,4	- 0,6	1,9	- 0,4	2,2	1,7	2,8
3. — .	1,6	1,1	- 0,3	1,9	- 0,2	2,3	1,4	2,7
4. — .	1,4	- 0,5	0,1	1,8	0,9	1,9	2,0	1,9
1994 1. kv. .	1,3	- 2,2	1,2	1,7	1,2	1,7	1,5	1,9

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

År-til-år væksten i timelønsindekset for industriens arbejdere var i 4. kvartal 1993 2,7 pct., lidt højere end midt på året. Samtidig har væksten i timelønningerne i udlandet været aftagende igennem 1993. Sammenvejet med kronekursindeksets vægte var år-til-år stigningen i udlandets timeløn i 4. kvartal 1993 nået ned på 3,1 pct. Der sker således ikke længere nogen væsentlig løbende forbedring af konkurrenceevnen som følge af lavere lønstigninger herhjemme end hos vore konkurrenter.

Af hensyn til en holdbar nedbringelse af arbejdsløsheden er det afgørende, at den betydelige økonomiske vækst, der er udsigt til, ikke resulterer i øget stigning i lønomkostningerne, især da lønstigningstakten i udlandet, som nævnt, har været aftagende.

Revideret opgørelse af udlandsgælden

Med henblik på en bedre belysning af udlandsgælden har Nationalbanken gennemført en undersøgelse af Danmarks mellemværender med udlandet ved udgangen af 1991.

I henhold til den nye opgørelse er nettogælden til udlandet opgjort til 322 mia.kr. ved udgangen af 1991 og ved fremskrivning heraf til 273 mia.kr. ved udgangen af 1993. I forhold til de hidtidige mere skønsmæssige opgørelser er der tale om en opskrivning på ca. 55 mia.kr.

Selv om den nye undersøgelse må anses for væsentligt bedre dækkende end de tidligere skøn, skal det understreges, at opgørelser af denne karakter altid vil være behæftet med en vis usikkerhed. Det er i denne forbindelse sandsynligt, at passiverne medregnes mere fuldstændigt end aktiverne, og at resultatet derfor kommer til at repræsentere et overkantsskøn for nettogælden.

Opgørelsen af Danmarks udlandsgæld var indtil begyndelsen af 1980'erne baseret på oplysninger om den offentlige sektors, Nationalbankens og pengeinstitutternes udenlandske mellemværender samt Danmarks Statistiks spørgeskemaundersøgelse til belysning af de største virksomheders aktiver og passiver over for udlandet.

Den stigende internationalisering og den kraftige vækst i bruttokapitalbevægelserne indebar, at spørgeskemaundersøgelsen i mindre og mindre grad var repræsentativ for udviklingen i den private ikke-banksektors mellemværender med udlandet.

Dette fandt bl.a. udtryk i en stadig større forskel mellem opgørelsen efter den hidtil anvendte metode, og en beregning af udlandsgælden ved akkumulation af de årlige betalingsbalanceunderskud skønsmæssigt korrigeret for værdiregulering af især værdipapirbeholdninger.

De i de senere år offentliggjorte opgørelser af udlandsgælden har været baseret på den sidstnævnte metode. Som nærmere omtalt nedenfor var der en række forhold, der indebar, at også denne opgørelse blev mere og mere usikker.

Der var derfor et stigende behov for en mere dækkende undersøgelse især af virksomheders og privatpersoners mellemværender med udlandet. Da Danmarks Nationalbank i forvejen varetager de statistiske opgaver i forbindelse med betalingsankvæmmet med udlandet og dermed er i besiddelse af en række oplysninger, der indgår ved opgørelsen af Danmarks status over for udlandet, aftaltes det at lade Nationalbanken varetage denne undersøgelse.

Det væsentligste led i undersøgelsen har været udsendelse af spørgeskemaer til ca. 12.000 virksomheder med henblik på at belyse disses mellemværender med udlandet ved udgangen af 1991. Endvidere har man kunnet inddrage oplysninger fra bl.a. Danmarks Statistiks nye opgørelse af ejerforholdene for obligationer

registreret i Værdipapircentralen (VP), en opgørelse af ejerforholdet for værdipapirer i øvrigt i depot hos de største danske pengeinstitutter og danske pengeinstitutters mellemværender med danske virksomheder og privatpersoner via deres enheder i udlandet.

Ud over opgørelsen af udlandsgælden var spørgeskemaundersøgelsen tilrettelagt med henblik på at sikre en mere detaljeret opgørelse af såvel indad- som udadgående direkte investeringer – et område, hvor den danske statistik ikke hidtil har levet op til den internationale standard. Denne del af undersøgelsen vil blive nærmere omtalt i det følgende nummer af Kvartalsoversigten.

Nedenfor redegøres først for hovedresultaterne af den nye undersøgelse. I et følgende afsnit peges der på nogle årsager til afvigelserne mellem den nye undersøgelse og den hidtidige mere skønsmæssige opgørelse. Derefter er der givet en redegørelse i store træk for undersøgelsens tilrettelæggelse og kilder.

Resultatet af undersøgelsen

Den nye opgørelse viser en nettogæld på 322 mia.kr. ved udgangen af 1991, jf. tabel 1. I forhold til det hidtidige skøn på 264 mia.kr. er der tale om en opjustering på knap 60 mia.kr.

På grundlag af oplysninger om den offentlige sektors, pengeinstitutternes og Nationalbankens mellemværender med udlandet, VP-statistikken, depotoplysninger fra de større pengeinstitutter, en skønsmæssig fastsat kursregulering af værdipapirer samt saldoen på betalingsbalancens løbende poster, er der foretaget en fremskrivning af udlandsgælden for 1992 og 1993. En ajourføring af kursreguleringen på grundlag af det nye udgangspunkt har medført en mindre indsnævring af forskellen mellem det hidtidige og det nye skøn. Ved udgangen af 1993 anslås udlandsgælden nu at andrage 273 mia.kr. eller godt 50 mia.kr. mere end det tidligere skøn på 220 mia.kr.

Selv om usikkerheden omkring opgørelsen af udlandsgælden med den nye undersøgelse er blevet betydelig mindre end tidligere, skal det understreges, at der ikke er tale om en eksakt opgørelse. Dels omfatter spørgeskemaundersøgelsen ikke alle virksomheder og privatpersoner, der har mellemværender med udlan-

Danske nettopassiver over for udlandet

Tabel 1

	1991	1992	1993
	Milliarder kroner		
Nationalbanken	- 45	- 45	- 75
Pengeinstitutterne	- 9	- 60	- 209
Offentlig sektor	243	308	457
Privat ikke-banksektor	133	99	100
I alt	322	302	273

Anm.: Specifikation af aktiver og passiver findes i tabel 2.

9% af BND

39 35 31
(32)

Tabel 2 *Danske aktiver og passiver over for udlandet*

Ultimo	1991		1992		1993	
	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver
	Milliarder kroner					
Nationalbanken	49	4	73	28	76	1
Pengeinstitutterne	291	282	290	230	392	183
Offentlig sektor ¹⁾ :						
Staten	12	106	13	115	14	177
Amter og kommuner	2	21	3	27	3	29
Sociale kasser og fonde	2	—	4	—	6	—
Porteføljeinvesteringer ²⁾ :						
Statspapirer emitteret i Danmark ..	•	132	•	186	•	274
Øvrige obligationer mv. ³⁾	49	25	33	24	34	37
Aktier	34	17	37	13	51	27
Private sektor i øvrigt:						
Direkte investeringer:						
Danske i udlandet	95	11	236	368	248	369
Udenlandske i Danmark	11	98				
Leverandørkreditter	50	29				
Indlån og lån:						
Danske pengeinstitutter						
i udlandet	3	137				
Andre pengeinstitutter	9	73				
Obligationer udstedt i udlandet ⁴⁾ ..	•	27				
Øvrige mellemværender ⁵⁾	44	11				
I alt	651	973	689	991	824	1 097

¹⁾ Eksklusive udlændinges beholdning af obligationer udstedt i Danmark.

²⁾ Nationalbankens, pengeinstitutternes og den offentlige sektors beholdning af udenlandske værdipapirer indgår under de respektive sektorer.

³⁾ Obligationer udstedt i udlandet af indlændinge indgår under de respektive sektorer.

⁴⁾ Med fradrag af indlændinges beholdning heraf.

⁵⁾ Inklusive Skibskreditfondens og Eksportfinansieringsfondens udlån til udlændinge, reassurancemellemværender samt skøn over værdien af finansiel leasing til udlændinge.

det, dels er de supplerende kilder, der er anvendt, behæftet med en vis statistisk usikkerhed. Hertil kommer, at der nok er en tendens til, at de supplerende kilder fanger passiverne bedre end aktiverne.

Endelig skal der peges på den usikkerhed, der er forbundet med værdiansættelsen af ejerandele, der har karakter af direkte investeringer (ejerandel på 10 pct. og derover). De i tabel 2 anførte værdier for direkte investeringer, der ud over ejerandele også omfatter koncernlån og leverandørkreditter mellem koncernforbundne virksomheder, er baseret på regnskabstal. Bortset fra børsnoterede selskaber, hvor der har kunnet foretages en korrektion, er værdien af ejerandelene således ikke udtryk for en markedsværdi. For såvel indad- som udadgående direkte inve-

steringer er de i spørgeskemaerne anførte værdier lave i forhold til de gennem årene indberettede betalinger vedrørende direkte investeringer. Der har selvfølgelig været tabsgivende investeringer begge veje. Dette forhold kan imidlertid ikke alene forklare de lave værdier, der nok så meget må være udtryk for en forsigtig regnskabspraksis. Markedsværdien af direkte investeringer må derfor antages at være højere end de anførte tal. En analyse af materialet synes at pege i retning af, at de danske investeringer i udlandet er mere undervurderede end de udenlandske i Danmark, men der er ikke belæg for at sætte tal på et sådant skøn.

Hvis der ses bort fra problemerne omkring værdiansættelsen af direkte investeringer, kan undersøgelsens pålidelighed afprøves ved en sammenligning mellem nettorentebetalingerne til udlandet og de nettopassiver, der skønnes at være forrentede på markedsvilkår. En beregning af den gennemsnitlige rente kan kun foretages med en vis usikkerhed. Dels indeholder renteposten udbyttebetalinger under to millioner kr., dels er rentebetalingerne ikke periodiserede. Hertil kommer usikkerheden i skønnet over, hvilke mellemværender der er forrentede på markedsvilkår. Alt i alt kan disse forhold give et vist slør i beregningen.

Da indlændinge ejer udenlandske aktier for større beløb end udlandets beholdninger af danske aktier, og da indlændinge har et nettotilgodehavende på leverandørkreditter, ligesom der under øvrige mellemværender indgår en række fordringer, hvis afkast ikke optræder på renteposten, var de forrentede nettopassiver ved udgangen af 1991 ca. 385 mia.kr. eller godt 60 mia.kr. større end den samlede nettogæld. Sammenholdt med en nettorenteudgift i 1991 på 36 mia.kr. svarer den gennemsnitlige forrentning af de forrentede nettopassiver til godt 9 pct. p.a., hvilket forekommer at være i god overensstemmelse med det daværende renteniveau her i landet og i udlandet.

Sammenligning mellem hidtidig og ny opgørelse

I tabel 3 er der foretaget en sammenligning mellem de vigtigste hovedposter i den tidligere og den nye opgørelse af udlandsgælden ved udgangen af 1991.

I forhold til tidligere offentliggjorte statusopgørelser er der foretaget visse ændringer i sektorafrænsningen med henblik på at skabe bedre overensstemmelse med internationale definitioner samt med opgørelsen af nationalregnskabet. Den offentlige sektor omfatter nu staten (inkl. Hypotekbanken), amter og kommuner samt sociale kasser og fonde. Koncessionerede og offentligt ejede selskaber, der producerer varer og tjenester på markedsmæssige vilkår, og som før var indeholdt i den offentlige sektor, indgår nu i den private sektor. Omvendt er værdipapirbeholdningerne i sociale kasser og fonde (i praksis kun ATP og LD) overført fra den private til den offentlige sektors aktiver. Disse ændringer i afgrænsningen af den offentlige sektor har for 1991 betydet overflytning af en nettogæld på knap 40 mia.kr. til den private sektor.

Som det måtte forventes kommer forskellen mellem de to opgørelser til udtryk under porteføljeinvesteringer og den private ikke-banksektors mellemværender i øvrigt. Under porteføljeinvesteringer er det især udlændinges beholdning af dan-

Tabel 3 *Danske aktiver og passiver over for udlandet
ultimo 1991 efter hidtidig og ny opgørelse*

	Aktiver		Passiver		Ændring i netto- gælden
	Før	Nu	Før	Nu	
	Milliarder kroner				
Nationalbanken	49	49	4	4	—
Pengeinstitutterne	291	291	282	282	—
Offentlig sektor:					
Staten	13	12	108	106	- 1
Amter og kommuner	2	2	21	21	—
Sociale kasser og fonde	2	2	—	—	—
Porteføljeinvesteringer:					
Statspapirer emitteret i Danmark ..	•	•	119	132	13
Øvrige obligationer mv.	47	49	25	25	- 2
Aktier	36	34	8	17	11
Private sektor i øvrigt	191	212	328	386	37
I alt	631	651	895	973	58
Nettogæld			264	322	

ske værdipapirer, der er opjusteret, mens der kun er mindre justeringer på indlændinges beholdning af udenlandske papirer.

Da etablering af en statistik over ejerforholdene for obligationer indskrevet i VP blev mere tidskrævende end forventet, har skønnet over værdien af udenlandsk ejede obligationer hidtil måttet baseres på de registrerede salg og tilbage-salg og gennemsnitlige kursreguleringer. Den nu foreliggende VP-baserede opgørelse af udlændinges beholdninger ligger 15-20 mia.kr. over det niveau, den hidtil anvendte metode ville vise. Den nye opgørelse er derfor korrigeret i overensstemmelse med VP-statistikken.

Tilsvarende viser en opgørelse af udlændinges depoter hos de største pengeinstitutter, at de hidtidige skøn over udlændinges beholdning af danske aktier har været klart undervurderende.

Årsager til afvigelse mellem hidtidig og ny opgørelse

I princippet svarer ændringen i Danmarks status over for udlandet i løbet af et år til saldoen på betalingsbalancens løbende poster i det pågældende år korrigeret for diverse ændringer i værdien af udestående aktiver og passiver over for udlandet. Denne kapitalregulering omfatter ændringer i valutakurserne, kursregulering af noterede og unoterede værdipapirer, tab og hensættelser på andre finansielle mellemværender, værdiregulering af fast ejendom og andre ikke-finansielle mellemværender samt formueforskydninger som følge af emigration.

Med udgangspunkt i nogenlunde pålidelige statustal kan udviklingen i status

med rimelig sikkerhed beregnes gennem en kortere årrække på grundlag af udviklingen på betalingsbalancens løbende poster og et skøn over kapitalreguleringen af de vigtigste finansielle mellemværender.

Anvendes denne metode over en længere årrække, er der imidlertid stor risiko for, at statusopgørelsen løber af sporet. Det skyldes især det usikre grundlag for fremskrivninger af aktiver og passiver som følge af kapitalregulering, men også opgørelsen af betalingsbalancen er forbundet med en vis usikkerhed. Begge dele har sandsynligvis bidraget til, at den hidtidige metode har undervurderet udlandsgælden.

Konkret kan der i så henseende peges på følgende forhold:

- Gennem det meste af 1970'erne og 1980'erne optrådte der en negativ fejlpost i valutastatistikken (svarende til, at der manglede anmeldelser af udadgående betalinger). I det enkelte år var disse fejl og udeladelser af beskeden størrelse og lå i forhold til betalingsbalanceopgørelsen inden for en acceptabel sikkerhedsgrænse. Sammenlagt for de 20 år andrager fejlene imidlertid 25 mia.kr. I det omfang dette beløb repræsenterer manglende registrering af løbende betalinger, har det påvirket opgørelsen af betalingsbalancen og dermed bidraget til, at den hidtidige metode til opgørelse af udlandsgælden har undervurderet denne.
- Der har ikke i de hidtidige opgørelser været mulighed for at foretage kapitalreguleringer i forbindelse med flytninger til og fra landet. Da der næppe er tvivl om, at udvandrere har haft større formue end indvandrere, bidrager dette forhold til forskellen i opgørelserne af udlandsgælden, men der findes ikke materiale, der tillader, at der sættes tal på denne effekt.
- Kapitalbevægelserne registreres i valutastatistikken til kursværdi. Dette indebærer eksempelvis, at et salg af danske obligationer til udlandet til kurser under pari og senere indfrielse til pari fejlagtigt registreres som et fald i udlandets beholdning af danske obligationer. Som følge af den meget betydelige bruttoomsætning og variationer i markedrenten har det været vanskeligt at korrigere fuldstændigt herfor, og dette kan være en af forklaringerne på, at VP-statistikken viste en større udenlandsk beholdning af danske obligationer end de hidtidige skøn.
- Problemer med den hidtidige kursregulering af udenlandske beholdninger af danske aktier har givet et ikke ubetydeligt gennemslag i skønnet for de seneste år. Dette forhold kan dog kun forklare ca. halvdelen af den i tabel 3 anførte forskel på 9 mia.kr.
- Fejl i valutastatistikken, der er udtryk for manglende registrering af kapitalbevægelser, har ikke påvirket den hidtidige opgørelse af udlandsgælden i sin

helhed. Sådanne fejl vil imidlertid påvirke skønnet over udlandsgældens sammensætning. Såfremt det drejer sig om manglende registrering af værdipapirtransaktioner, kan fejl i det valutastatistiske materiale også være en forklaring på forskellen mellem den nye og den hidtidige opgørelse af porteføljeinvesteringer.

Der er således flere mulige forklaringer på, at de hidtidige skøn over udlændinges beholdninger af danske værdipapirer har været for lave. Effekten af de enkelte fejlkilder kan imidlertid ikke identificeres. Det sandsynlige er, at der er tale om en kombination af fejlskøn ved kursreguleringer, manglende oplysninger om emigranternes formueforhold og fejl i de valutastatistiske indberetninger.

Spørgeskemaundersøgelsens tilrettelæggelse

Udvælgelsen af de 12.000 virksomheder, der indgik i undersøgelsen, blev foretaget på grundlag af Nationalbankens valutastatistiske materiale, Erhvervs- og Selskabsstyrelsens selskabsregister og Danmarks Statistiks erhvervsregister.

Da det var første gang, der blev foretaget en større undersøgelse af denne karakter, og da der ikke forelå sikre udvælgelseskriterier, var det nødvendigt i første omgang at rette henvendelse til et bredt udsnit af virksomhederne. Det kunne således ikke undgås, at en række virksomheder, der ikke havde mellemværender med udlandet, blev udelukkede. Dette skønnedes nødvendigt, dels med henblik på at gøre undersøgelsen så pålidelig som muligt, dels for at give et bedre grundlag for fastsættelsen af et mindre udvalg af virksomheder for fremtidige undersøgelser.

Der blev kun rettet henvendelse til selskaber, erhvervsdrivende fonde og personligt ejede virksomheder, hvor ejeren af Told- og Skattestyrelsen var tildelt et SE-nummer, samt personer der i henhold til Nationalbankens registreringer drev virksomhed i udlandet.

Der eksisterer ikke materiale, der kan danne grundlag for udvælgelseskriterier blandt privatpersoner. For så vidt angår personer og fonde uden tilknytning til erhvervsvirksomheder her i landet eller i udlandet skønnedes deres aktiver og passiver over for udlandet med rimelig sikkerhed at kunne udledes af andre kilder, jf. nedenfor. Det samme gælder ikke for privatpersoner med tæt tilknytning til større erhvervsvirksomheder, hvor ejerskab i forskellige former kan involvere både virksomheden og ejerkredsen. Virksomhederne blev derfor anmodet om i størst muligt omfang at sikre, at hovedaktionæren eller en ejerkreds, der selv havde mellemværender med udlandet, blev inddraget i opgørelsen. Dette behøvede ikke nødvendigvis at ske ved en individuel besvarelse af spørgeskemaer, men kunne opfyldes ved en konsolideret opgørelse, hvor de pågældendes mellemværender med udlandet blev medtaget i den indberettende virksomheds besvarelse.

Supplerende kilder

Spørgeskemaerne var tilrettelagt med henblik på, at det modtagne materiale kunne suppleres med andre kilder.

For så vidt angår virksomhedernes låntagning i danske pengeinstitutters enheder i udlandet var det på forhånd klart, at de udvalgte virksomheder ikke var dækkende, idet pengeinstitutterne anvender deres udenlandske enheder til at yde lån til et meget bredt udsnit af deres kundekreds, herunder mindre virksomheder og privatpersoner. Denne udlånsvirksomhed er imidlertid fuldt ud dækket af pengeinstitutternes månedlige indberetninger til Nationalbanken.

Låntagning hos udenlandske pengeinstitutter i øvrigt kan i det store og hele kun påregnes at vedrøre de større virksomheder, og undersøgelsen må derfor skønnes at være fuldt dækkende på dette område. Det samme gælder ikke indskud i udenlandske pengeinstitutter, hvor der derfor er inddraget supplerende oplysninger fra den internationale bankstatistik, der offentliggøres af Bank for International Settlements i Basel.

Spørgeskemaernes oplysninger om beholdningen af udenlandske værdipapirer er suppleret med oplysninger om valutaindlændinges depoter i de større pengeinstitutter. På basis af det valutastatistiske materiale er der endvidere foretaget en skønsmæssig ansættelse af private og virksomheders depoter i udlandet.

For så vidt angår udlændinges beholdning af danske værdipapirer er der for aktier og obligationer, der ikke er registrerede i VP, indhentet depotoplysninger fra de større pengeinstitutter.

Udlændinges beholdninger af danske VP-registrerede obligationer fremgår af Danmarks Statistiks kvartalsvise opgørelse.

På grundlag af det valutastatistiske materiale er der endvidere foretaget en skønsmæssig vurdering af privatpersoners friværdi i feriehus i udlandet.

Endelig indgår i den samlede opgørelse af udlandsgælden, Nationalbankens og statens nettomellemværender, pengeinstitutternes udlandsstilling samt Danmarks Statistiks opgørelse af kommuner og amters nettomellemværender med udlandet, idet der er foretaget tekniske tilpasninger for at harmonisere grundlaget for den samlede statusopgørelse.

Fremtidige opgørelser

Resultatet af undersøgelsen viser et klart behov for, at der med få års mellemrum foretages en grundig opgørelse af den private ikke-banksektors mellemværende med udlandet.

Som nævnt skønnedes det i første omgang at være nødvendigt at ramme meget bredt med spørgeskemaundersøgelsen. Bearbejdelsen af det modtagne materiale har vist, at udvalget af virksomheder, der deltager i sådanne undersøgelser, kan begrænses til mellem 4.000 og 5.000 virksomheder.

Nationalbanken agter at udsende spørgeskemaer til de udvalgte virksomheder i foråret 1995 med henblik på at belyse status over for udlandet ved udgangen af 1994.

Pengepolitikken i 1993

v/professor, dr.oecon. Claus Vastrup

Den realøkonomiske udvikling

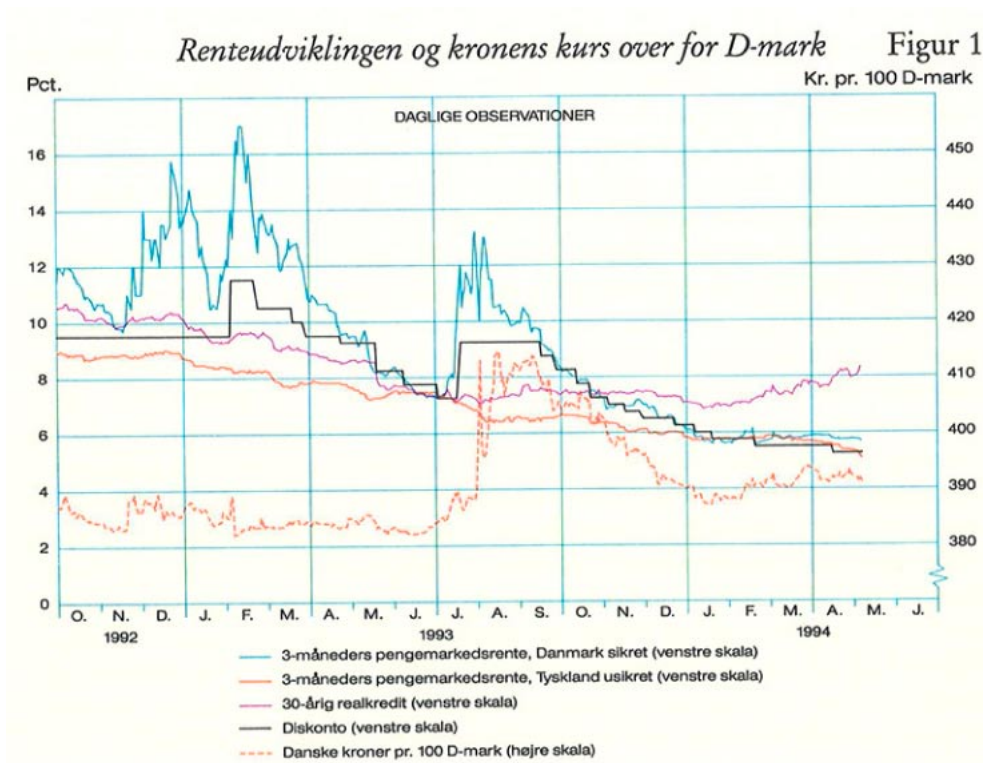
Den økonomiske vækst i Danmark var med godt 1 pct. i 1993 på samme lave niveau som i de foregående 6 år. I modsætning til tidligere blev væksten foruden af nettoeksporten imidlertid også trukket af en opgang i den indenlandske efterspørgsel. Samtidig var stigningen i nettoeksporten alene en følge af et forholdsvis kraftigt fald i den danske import, idet også eksporten – omend i mere begrænset omfang – faldt i 1993. Da importen fortrinsvis er bestemt af indenlandske faktorer, kan væksten i dansk økonomi således udelukkende henføres til en stigning i den indenlandske efterspørgsel. Alligevel blev betalingsbalancen forbedret med 6 mia.kr. til et overskud på 35 mia.kr. Dette sammenfald af en ganske vist svag stigning i den indenlandske efterspørgsel, et fald i eksporten og en forbedring af betalingsbalancen skyldes, at stigningen i den indenlandske efterspørgsel var koncentreret om det forholdsvis importlette private og offentlige forbrug. Derimod faldt de faste bruttoinvesteringer omend i mindre omfang end i 1992. Samtidig synes lagerbeholdningerne at være blevet kraftigt reduceret. En del af stigningen i overskuddet på betalingsbalancen kan henføres til en mindre udgift til forrentning af den danske udlandsgæld.

Opgangen i forbruget skyldes både et betydeligt fald i den lange obligationsrente, som gradvist manifesterede sig i løbet af 1993 samt en lempelse af finanspolitikken, som regeringen og Folketinget vedtog i juni 1993. Selvom hovedparten af virkningerne af den ekspansive økonomiske politik først vil vise sig i 1994, var de positive virkninger dog allerede mærkbare i 2. halvår 1993. Den svage stigning i aktiviteten var dog kun tilstrækkelig til at begrænse stigningen i arbejdsløsheden, som på årsbasis steg med godt 30.000 personer til ca. 350.000 personer i 1993.

Det europæiske valutasamarbejde

Som følge af den europæiske integration og den store åbenhed over for omverdenen i almindelighed er dansk rente- og likviditetsudvikling så afhængig af udenlandske vilkår, at dansk pengepolitik kun kan vurderes på baggrund af forholdene på de europæiske valuta- og kapitalmarkeder. På disse markeder følger begivenhederne heller ikke kalenderåret. De omvæltninger, som prægede forløbet gennem hele 1993, tog allerede deres begyndelse med valutauroen i EMS'en i sensommeren 1992 og kulminerede med EMS'ens reelle sammenbrud og overgangen til flydende valutakurser i august 1993.

Baggrunden for den europæiske valutauro og EMS'ens sammenbrud er økonomiske spændinger som følge af den tyske genforening og den længste recession i Europa siden 1930'erne. I september 1992 medførte valutaspekulation og afvigen-



de ønsker med hensyn til pengepolitikken, at Italien og England trak deres valutaer ud af EMS'en, og at Spanien devaluerede sin valuta. Senere måtte Sverige og Norge opgive deres ensidige tilknytning til det europæiske fastkurssamarbejde.

I januar og februar 1993 opstod der fornyet valutauro i EMS'en, og den danske krone kom under stærk pres, som blev imødegået ved en betydelig forhøjelse af den korte rente, en koordineret intervention på valutamarkedet med deltagelse af (de øvrige) kernelande og en dansk regeringstilkendegivelse om fortsættelse af fastkurspolitikken, jf. figur 1.

Fortsat uro i EMS'en i foråret medførte, at valutamarkederne var ekstra følsomme over for tilkendegivelser, som kunne opfattes som udtryk for manglende politisk vilje til samarbejde om en uændret videreførelse af det europæiske fastkurssamarbejde. Franske ønsker om rentenedsættelse som følge af stigende arbejdsløshed og begrænset tysk villighed til at lempe pengepolitikken som følge af fortsatte prisstigninger var derfor årsag til, at et aflyst økonomisk topmøde mellem de to lande i slutningen af juni udløste en kraftig spekulation i EMS'en, som denne gang involverede alle kernelande. Efter kraftige renteforhøjelser især i Danmark og Belgien blev det herefter besluttet midlertidigt at udvide udsvingsgrænserne i det europæiske fastkurssamarbejde til ± 15 pct. med virkning fra den 2. august 1993. Herefter har valutasamarbejdet reelt været uden interventionsforpligtelser og automatiske, gensidige trækingsrettigheder.

Selvom centralkurserne formelt er fastholdt, var der reelt tale om en opløsning af det europæiske fastkurssamarbejde og overgang til et regime med flydende valutakurser. Overgangen skete i to tempi, idet ikke-kernelande med den mest afvigende økonomiske udvikling faldt fra eller devaluerede deres valutaer i 1992. Dernæst fulgte i 1993 et spekulativt angreb først mod enkelte kernelandes valutaer og til sidst mod stort set alle valutaer i gruppen af kernelande.

Efter sammenbruddet i EMS'en i august 1993 har det vist sig, at der ikke var behov eller vilje i kernelandene til at ændre de indbyrdes valutakursrelationer. Resultatet har derfor været, at Tyskland både er sluppet for interventionsforpligtelsen til støtte for andre valutaer i EMS'en og har undgået, at den tyske eksportindustri konkurrenceevne er blevet forringet gennem devalueringer af andre kernelandes valutaer. Den reelle suspension af interventionsforpligtelsen har formentlig givet den tyske forbundsbank forøget frihed til at orientere pengepolitikken efter interne tyske behov. De andre kernelande har efter EMS-sammenbruddet vist, at de efter en kort tilpasningsperiode selv har været i stand til at opretholde de hidtidige valutakurser uden de hidtidige støttemuligheder i forbundsbanken og uden større omkostninger for renteudviklingen i de pågældende lande. Modsætningsvis har de nævnte lande ikke fået større pengepolitisk handelfrihed og dermed en væsentlig lavere rente eller et bidrag til en forbedring af deres konkurrenceevne. De formelle ændringer i det europæiske valutasamarbejde mellem kernelandene er derfor i hvert fald indtil videre større end de reelle. Dog er den tyske forbundsbanks dominans formentlig blevet forøget, og asymmetrien i de pengepolitiske relationer i Europa derfor blevet uddybet.

Erfaringerne fra EMS-samarbejdet efter den tyske genforening er således, at den økonomiske udvikling på lidt længere sigt skal forløbe parallelt mellem lande, som indbyrdes skal opretholde faste valutakurser. Den store efterspørgselsstigning, som den tyske genforening udløste, ramte selvfølgelig i første omgang især Tyskland og derfor skævt i Europa. Efterspørgselsstigningen blev imidlertid ikke neutraliseret på tilsvarende asymmetriske vis gennem tyske skatteforhøjelser eller offentlige besparelser. Det blev derimod overladt til en stram tysk pengepolitik at modvirke efterspørgselsstigningen og genskabe den ønskede prisstabilitet. På grund af fastkurssamarbejdet har denne politik haft virkninger over hele Europa. Lande med en forskellig økonomisk udvikling blev derfor udsat for den samme stramning af den økonomiske politik.

Da lande i et fastkurssamarbejde nødvendigvis har samme pengepolitik og samme eksterne valutakurspolitik, er det nødvendigt, enten at landene accepterer de spændinger, der opstår med en sådan fælles politik som følge af divergenser i deres økonomiske udvikling, eller at landene på anden vis eliminerer disse divergenser, således at de uden spændinger kan føre den fælles penge- og valutakurspolitik. EMS-sammenbruddet demonstrerede, at den politiske vilje endnu ikke var til stede i tilstrækkeligt omfang til enten at fjerne spændingerne gennem en samordning af den økonomiske politik herunder finanspolitikken eller at acceptere disse spændinger af hensyn til fastkurssamarbejdet. Forløbet siden den tyske

genforening giver derfor mindelser om årsagerne til Bretton-Woods systemets sammenbrud i begyndelsen af 1970'erne.

Penge- og valutakurspolitikken

De vigtigste pengepolitiske forbindelseslinier til andre sektorer og til valutastillingen er den korte og den lange rente, og dertil kommer den allerede omtalte valutakurs. Den lange obligationsrente faldt med godt 3 pct.point i 1993, og en stor del af dette fald skete i 1. halvår, idet renten på 30-årige realkreditobligationer ved halvårsskiftet var 7,36 pct. og ultimo året 7,11 pct.

I forbindelse med valutauroen i februar steg pengemarkedsrenterne ganske betydeligt, men faldt herefter gradvist. Fra medio maj til medio juli lå 3-måneders pengemarkedsrenten således på niveau med renten for 30-årige realkreditobligationer. Valutauroen i juli og august bragte igen pengemarkedssatserne op over 10 pct. Fra september faldt de igen gradvist, således at de i oktober kom under renten for 30-årige realkreditobligationer og ved udgangen af året ned på godt 6 pct. og dermed på niveau med renten for 10-årige statsobligationer.

Den skitserede udvikling er ensbetydende med, at volatiliteten var væsentlig højere i den korte end i den lange ende af markedet, især i årets første 3 kvartaler, hvor uroen på valutamarkedet var mest udtalt. Diskontoen blev ændret 17 gange i løbet af 1993, hvilket formentlig er det højeste antal gange på et år i Nationalbankens 175-årige historie. Det var dog kun 2 gange, nemlig under valutakriserne i februar og juli, at diskontoen blev sat op.

Valutakursen for danske kroner lå frem til EMS'ens sammenbrud i august indenfor, men i den nederste halvdel af det smalle bånd. Efter EMS-sammenbruddet faldt kronens værdi på valutamarkedet i korte perioder i august og september til knap 9 pct. under pariteten over for D-mark. Fra medio september steg kronens værdi gradvis fra dette lavpunkt for mod årets slutning at nå det tidligere, nederste interventionspunkt på $-2\frac{1}{4}$ pct. i forhold til pariteten over for D-mark. Stigningen i kronens værdi i den sidste del af 1993 var tidsmæssigt sammenfaldende med det nævnte, gradvise fald i den korte pengemarkedsrente. Først fra november var der efter valutakrisen og renteforhøjelsen i juli tale om en mærkbar tilbagestrømning af valuta til Nationalbanken.

Selvom den korte rente stiger i situationer, hvor der f.eks. af valutariske årsager er behov for en sådan stigning, er det ikke givet, at Nationalbanken har valgt den korte rente som pengepolitisk instrument, dvs. valgt den korte rente som den variabel, banken direkte kontrollerer. Der kan også være tale om likviditetsstyring eller så hurtigt og konsekvent gennemførte renteændringer, at markedet reelt bestemmer den rente, som skaber ligevægt mellem den efterspurgte og udbudte mængde likviditet. Hvorvidt Nationalbanken anvender rente- eller likviditetsstyring, har betydning for sikkerheden i styringen af valutakurs og -bevægelser, for markedets dannelse af forventninger om den fremtidige valutakurs samt rente og dermed for volatiliteten i både den korte og den lange rente.

Det samme spørgsmål om kursstyring eller mængdestyring gør sig i princippet gældende på valutamarkedet. I perioden frem til august 1993, hvor det smalle valutakursbånd med maksimale udsving på $\pm 2\frac{1}{4}$ pct. omkring pariteterne stadig fungerede, var der dog stort set ikke mulighed for andet end intervention med henblik på at fastlægge eller fastholde valutakursen.

Dette synspunkt understøttes af, at den danske krone igennem hele året lå i den nederste halvdel af valutakursbåndet. Intervention med så store beløb som 33 mia.kr. og 50 mia.kr. til forsvar for kronen under valutakriserne i februar henholdsvis juli peger i samme retning. Men en kursstyring er ikke nødvendigvis ensbetydende med, at en intervention altid af markedet opfattes som tilstrækkelig eller troværdig i relation til fastholdelse af valutakursen inden for de maksimale udsvingsgrænser. Troværdighed kan påvirkes af instrumentvalget, men er principielt et andet spørgsmål.

Fra og med sammenbruddet af EMS-samarbejdet i august 1993 har der i princippet været mulighed for begge former for intervention eller instrumentanvendelse på valutamarkedet. Der foreligger dog ikke indicier for intervention fra Nationalbankens side før i november og december, hvor banken samlet købte valuta for et begrænset beløb på 13 mia.kr. I årets sidste 5 måneder, hvor de europæiske valutakurser i princippet var flydende, har Nationalbanken derfor i vid udstrækning overladt valutakursdannelsen til markedet og dets forventninger, der har væsentlig betydning som følge af den store beholdning af kroneobligationer i udlandet.

Som nævnt førte EMS-sammenbruddet i august til en depreciering på op imod 8-9 pct. i forhold til D-mark og dernæst i årets sidste måneder til en appreciering af samme størrelsesorden. Efter lærebogen ville man ikke betegne den danske valutakurspolitik i denne periode som fastkurspolitik, men derimod som en forholdsvis ren flydning, hvor Nationalbanken uden væsentlig intervention, men dog med en statslig, udenlandsk låntagning i baghånden langsomt skabte og siden anvendte markedets forventninger til at få valutakursen til at flyde tilbage til det tidligere niveau fra fastkursperioden. Valutakurspolitikken kan imidlertid i en bredere fortolkning ikke siges at have været i modstrid med statsministerens udtalelse af 2. august 1993 om, at „målsætningen for den danske valutakurspolitik vil i den nye situation være at fastholde en stabil valutakurs knyttet til de hidtidige kernelande i EF's valutasamarbejde”.

For så vidt angår det indenlandske penge- og obligationsmarked, indgik regeringen og Nationalbanken i efteråret 1993 en aftale om dækning af statens indenlandske (og udenlandske) finansieringsbehov. Aftalen er en præcisering af en årelang praksis om salg af indenlandske statspapirer til dækning af statens bruttokasseunderskud fratrukket afdrag på den udenlandske statsgæld. Fra hvad der er offentliggjort om aftalen, er det derfor rimeligt at slutte, at den i hvert fald inden for hvert finansår er ensbetydende med likviditetsstyring af denne kilde til skabelse af likviditet i den private sektor. Foruden at være en præcisering af tidligere praksis var aftalen også nødvendig til opfyldelse af de bestemmelser i

Maastricht-traktaten, der trådte i kraft ved overgangen til ØMU'ens 2. fase den 1. januar 1994.

Aftalen fastlægger med denne præcisering forholdsvis klare regler for Nationalbankens ansvar for pengepolitikken, hvilket også understreges af, at det løbende salg af statens skatkammerbeviser gradvis blev indstillet i løbet af 1992. Det er derfor primært Nationalbankens dispositioner i forbindelse med salg af indskuds- og skatkammerbeviser, genbelåning af værdipapirer, køb og salg af obligationer, direkte udlån i pengemarkedet mv., som er afgørende for, om pengepolitikken i en given periode er udtryk for likviditetsstyring eller rentestyring.

Man kan selvfølgelig ikke udelukke, at hyppige og forholdsvis store renteændringer, der ofte skifter retning, kan være resultatet af tilsvarende ændringer i den pengepolitisk fastsatte rente. Det er imidlertid mest sandsynligt, at der i sådanne tilfælde er tale om likviditetspolitik med samtidige og hyppige ændringer i efterspørgselen.

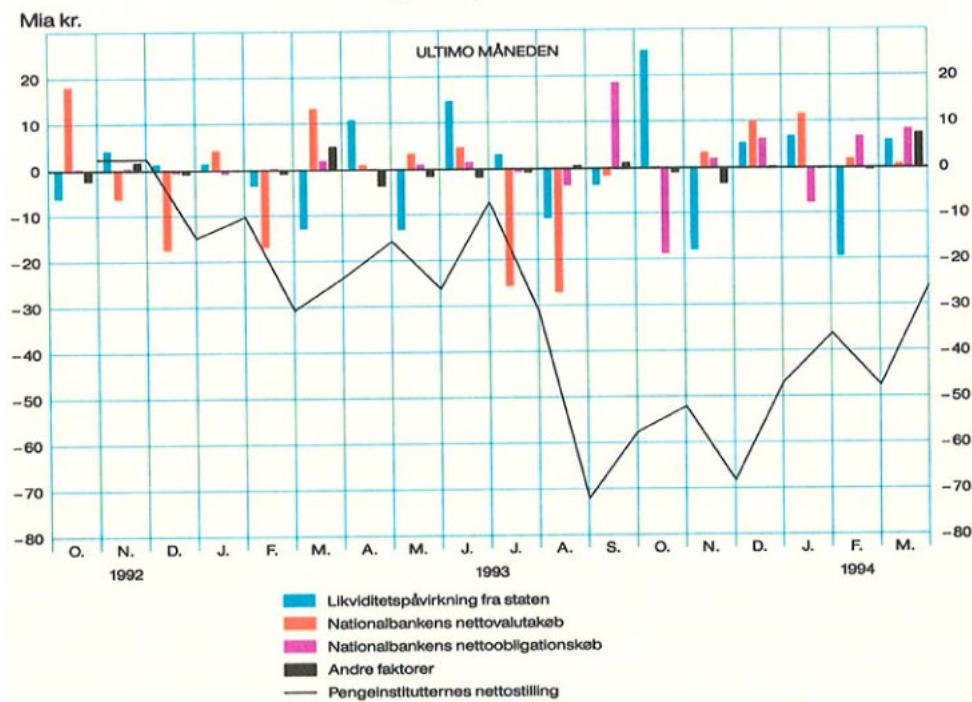
Det kan observeres, at alle pengemarkedsrenter især i januar, februar, juli, august og september svingede kraftigt. Samtidig lå 3-måneders pengemarkedsrenten i disse måneder i længere perioder over den mere stabile rente på indskudsbeviser. På denne baggrund og som følge af de mange ændringer af Nationalbankens rentesatser er det rimeligt at antage, at pengepolitikken i den korte ende af markedet i de nævnte perioder først med valutauro og siden med flydende valutakurser har været, hvad man bedst betegner som likviditetspolitik. Markedet må antages at have haft den opfattelse, at ændringer i likviditeten herunder især til- og frastrømning af valuta under alle omstændigheder ville udløse en renteændring. Sådanne renteændringer er derfor blevet opfattet enten som en markedsreaktion eller som et signal om Nationalbankens vurdering af markedets reaktioner vedrørende likviditet og valutastilling i de to perioder med uro om fastkurspolitikken og vedrørende kronens værdi i den sidste periode med flydende valutakurser. I den mellemliggende periode med mere ro i EMS-samarbejdet har rentestyring været den overvejende form for instrumentvalg i pengepolitikken.

Hvis der i markedet er usikkerhed om de aktuelle valutakurser, men ikke i større omfang om det fremtidige kursniveau, giver en pengepolitik i form af likviditetspolitik den sikreste styring af valutabeholdningen. Det er derfor rimeligt at anvende likviditetspolitik i en periode, hvor snævre bånd eller (koordineret) intervention på valutamarkedet sammen med likviditetspolitikens automatiske rentereaktion kan fastholde valutakursen inden for de ønskede udsvingsgrænser. Det var tilfældet i de to perioder med valutauro frem til sammenbruddet af EMS'en i august 1993. Det falder dog uden for den her anvendte afgrænsning af likviditetspolitik, når Nationalbanken dækkede en del af pengeinstitutternes likviditetsbehov i juli ved udlån med lang løbetid til en fast rente.

Det er også rimeligt, at Nationalbanken efter deprecieringen i august og med flydende valutakurser i de første 4-5 måneder gennem en stram likviditetspolitik

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken

Figur 2



og uden intervention på valutamarkedet udnyttede og måske også skabte forventninger til en appreciering af kronen, så længe denne lå under det ønskede kursniveau og dermed lavere end den tidligere, nedre interventionsgrænse. Man kan med en sådan vurdering selvfølgelig diskutere betimeligheden af Nationalbankens obligationskøb for 18,5 mia.kr. i september. Der har formentlig især været tale om førtidige opkøb af skatkammerbeviser, som lettede likviditeten og derfor holdt pengemarkedsrenten nede. Tilsvarende overvejelser kan gøres om statens køb eller indfrielse af obligationer og derfor statens nettotræk på 25 mia.kr. på Nationalbanken i oktober. Disse afvigelser fra likviditetspolitikken blev imidlertid ikke fortsat, selvom den finansielle sektor kritiserede den stramme politik, jf. figur 2.

Efter at valutakursen omkring årsskiftet 1993/94 havde nået det ønskede niveau, er det imidlertid et spørgsmål, om det rette pengepolitiske instrument er den nævnte likviditetspolitik, som ikke giver markedet en indikation af det ønskede niveau for valutakursen. Udviklingen i 1994 tyder da også på, at Nationalbanken nu lægger mere vægt på end tidligere at stabilisere niveauet for valutakursen og i rolige perioder sikre et forholdsvis stabilt rentespænd i forhold til Tyskland.

Konklusion

Selvom pengepolitikken i 1993 var præget af valutauro og overgang fra faste til flydende valutakurser, har det både været muligt at nedbringe den lange obligationsrente og efter en kort overgangsperiode efter EMS-samarbejdets reelle ophør at stabilisere valutakursen i forhold til D-mark på det tidligere niveau. Det lykkedes samtidig at afskærme den lange rente fra svingningerne i den korte ende af markedet og at indsnævre renteforskellene til Tyskland, hvor både den korte og den lange rente har været faldende siden efteråret 1992.

Det blev i juni 1993 vedtaget at lempe finanspolitikken og dermed at forøge underskuddet på de offentlige finanser. Når det samtidig har været muligt at opnå de nævnte resultater i penge- og valutakurspolitikken, skyldes det, at den finanspolitiske lempelse var afpasset efter det store overskud på betalingsbalancen og den høje arbejdsløshed. Den gunstige renteudvikling skyldes imidlertid også, at pengepolitikken i 1993 har været afpasset efter situationen på valutamar-kedet. I de to perioder med uro om fastkurssamarbejdet i EMS'en var det ensbetydende med en stram likviditetsstyring. Det samme var tilfældet i det nye regime med flydende valutakurser, sålænge der var behov for en apreciering af kronen.

Pengepolitikken i 1993

v/lektor, cand.polit. Finn Østrup

Hovedtræk af udviklingen i 1993

Pengepolitikken i 1993 var præget af en række markante begivenheder. I februar og juli kom det til kriser omkring den danske krone, og den 2. august brød EMS-samarbejdet om faste valutakurser de facto sammen. Gennem året skete der et stort fald i den danske obligationsrente. Nationalbanken førte – afbrudt af valutakriserne i februar og i juli – en konsekvent politik med nedsættelser af de toneangivende rentesatser, hvilket med få undtagelser blev fulgt op af pengeinstitutterne gennem tilsvarende rentenedsættelser. I 1993 var der i et vist omfang tale om en renæssance for selektiv kreditpolitik, idet der blev iværksat en række nye statssubsidierede låneordninger til fordel for små og mellemstore virksomheder. Endelig blev konjunkturerne understøttet af omfattende lempelser i vilkårene for realkreditlån. På længere sigt kan disse skift i realkreditvilkårene ventes at få omfattende økonomiske effekter, hvilket vil blive taget op nedenfor.

Kreditudvidelsen til den private ikke-finansielle sektor lå fortsat på et historisk lavt niveau. Udlån fra pengeinstitutter og realkreditinstitutter samt kredit fra udlandet faldt således med ca. 5,6 pct. af bruttonationalproduktet i 1993 mod et fald på 2,8 pct. af bruttonationalproduktet i 1992. Til sammenligning androg kreditudvidelsen gennem de nævnte kanaler gennemsnitlig 8,8 pct. i perioden 1988-91. Det store fald i udlånene kan delvist ses som en konsekvens af konjunkturtilbageslaget, men må formentlig også tilskrives en række strukturelle faktorer, bl.a. nedsat effektivitet på pengemarkedet. De finansielle institutioners udlånsvillighed kan have spillet en selvstændig rolle for lavkonjunktureren.

Afskrivninger og hensættelser på udlån i danske pengeinstitutter og realkreditinstitutter lå på et fortsat højt niveau i 1993, omtrent svarende til niveauet i 1992. På grund af kursstigninger, større indtjening på valutasikring samt omkostningsreduktioner kom pengeinstitutsektoren som helhed ud med et positivt nettoresultat for 1993, men nettorente- og gebyrindtægten på grundlag af indlån og udlån viste et betydeligt fald i forhold til 1992. Det vil således være nødvendigt med en yderligere forbedring af den underliggende indtjening.

En umiddelbar vurdering af pengepolitikken i 1993 må falde positivt ud. Det er efter alt at dømme lykkedes at begrænse de realøkonomiske virkninger af valutakrisen. Forhøjelserne af den korte danske rente var langt mindre end i bl.a. Sverige. Det kan diskuteres, om det havde været hensigtsmæssigt at udnytte valutakrisen til at forbedre den danske konkurrencestilling ved at gennemføre en nedskrivning over for D-mark, men set ud fra målet om at opretholde en fast kronekurs over for D-mark må det vurderes som en succes, at den danske krone kun faldt kortvarigt efter EMS-sammenbruddet i august og ved begyndelsen

af 1994 lå tæt på det gamle EMS-bånd over for D-mark. Dette afspejler tiltro til valutapolitikken. Trods valutakrisen kom det til et stort fald i den lange rente gennem første halvdel af året, og det er bemærkelsesværdigt, at den lange rente ikke steg efter EMS-sammenbruddet. Endelig var der i de første måneder af 1994 klare tegn på, at de pengepolitiske lempelser – sammen med et betydeligt ekspansivt skift i finanspolitikken – har lagt grunden til et konjunkturopsving.

Ændringen i opsparingsvilkårene

Gennem perioden 1990-93 er der gennemført en række liberaliseringer af adgangen til at yde realkreditlån, som fundamentalt har ændret muligheden for at opnå realkreditlån og derved betingelserne for opsparing. Blandt de vigtigste liberaliseringer kan nævnes fri adgang til at optage tillægslån i ejerboliger (april 1992), mulighed for 30-årige annuitetslån i ejerboliger (maj 1993) samt – med midlertidig virkning frem til udgangen af 1995 – adgang til at overføre kontantlånsfordelen fra gamle realkreditlån til nye realkreditlån (juni 1993). Muligheden for at udskifte gamle realkreditlån med 30-årige annuitetslån og at overføre kontantlånsfordelen til nye realkreditlån har gjort det mere fordelagtigt at konvertere og derved været en væsentlig faktor bag konverteringsbølgen i anden halvdel af 1993 og første halvdel af 1994.

Det er sandsynligt, at liberaliseringerne af realkreditvilkårene virker i retning af at øge efterspørgslen. En undersøgelse fremlagt af Realkreditrådet i april 1994 viste således, at halvdelen af de personer, som havde konverteret lån, ville udnytte gevinsten til at øge forbruget.

Indgrebene i vilkårene for realkreditlån må på længere sigt ventes at få en række omfattende konsekvenser for (i) husholdningernes opsparing, (ii) funktionen af det finansielle system, samt (iii) de offentlige finanser. Konsekvenserne må på visse områder vurderes som positive, mens der på andre områder bliver tale om negative virkninger. Der har enten ikke – eller kun i begrænset omfang – været opmærksomhed om disse langsigtede konsekvenser af ændringerne i realkredit-systemet. I de følgende afsnit vil konsekvenserne blive analyseret.

Konsekvenser for husholdningernes opsparing

På længere sigt kan lempelserne i realkreditvilkårene medføre en permanent *formindskelse af husholdningernes opsparing*. Det virker således forbrugsstimulerende, at husholdninger får mulighed for at finansiere forbrug til den lavere realkreditrente end renten på forbrugslån i pengeinstitutterne. Hertil kommer, at den fri adgang til at optage realkreditlån uden for situationer med ejerskift gør det muligt for en husholdning at udskifte gamle realkreditlån med ny belåning, når afdragsbyrden efterhånden øges, hvorved man kan forestille sig en situation, hvor der samlet bliver foretaget væsentlig færre afdrag på lån i ejerboliger. Formindskelsen af afdragene må ventes at føre til større forbrug, da afdrag formentlig i stort omfang psykologisk opfattes som en boligudgift – i hvert fald i årene umiddelbart efter et boligkøb – hvorved husholdningernes øvrige opsparing ikke

påvirkes af størrelsen af afdragene på realkreditlån. Endelig kan det tænkes at bidrage til lavere opsparing, at boligejere fremover vil belåne friværdi i perioder, hvor det skønnes, at der er en lav rente, hvilket gør det lettere at sælge huset på et senere tidspunkt. Resultatet kan blive, at privatpersoner i højere grad end tidligere vil have finansielle aktiver til disposition, hvilket i sig selv kan rumme en tilskyndelse til forbrug.

Mod denne argumentation kan det indvendes, at husholdningernes opsparing ikke i samme omfang som tidligere er bestemt af muligheden for at optage lån, hvilket skyldes større finansiell bevidsthed samt bedre mulighed for at optage pengeinstitutlån efter afskaffelsen af restriktionerne for pengeinstitutternes udlån i begyndelsen af 80'erne. På den anden side tyder det på en årsagssammenhæng mellem lånemuligheder og opsparing, at forbrugsekspllosionen i 1984-86 skete efter den omfattende realkreditliberalisering i 1982-84, ligesom den store stigning i husholdningernes opsparing efter 1987 indtraf efter kartoffelkurens stramning af lånevilkårene. Uden at tage stilling til spørgsmålet om den fremtidige forsørgerbyrde må det antages, at der nu er et større behov for opsparing end tidligere på grund af den større risiko omkring ledighed samt usikkerhed omkring den fremtidige finansiering af sociale udgifter.

Liberaliseringen af vilkårene for realkreditlån i 1990-93 kan bidrage til at øge *usikkerheden omkring opsparingen* og herved virke destabiliserende. De seneste års liberalisering indskrives i rækken af „bølger“, hvor det har været skik at stramme realkreditvilkår i perioder med højkonjunktur – således i 1970-75 og i 1985-86 – og at liberalisere realkreditlån under lavkonjunktur – i 1980-84 samt senest i perioden siden 1990. De nye liberaliseringer kan medvirke til at forstærke indtrykket af usikkerhed omkring de fremtidige låne- og opsparingsvilkår og derved bidrage til spekulation omkring lånoptagelse og huskøb. Indtrykket af usikkerhed forstærkes yderligere af, at liberaliseringerne er gennemført i mange

*Variationen i husholdningernes
opsparingskvote i en række OECD-lande 1970-92*

Danmark	4,83
Italien	4,83
Norge	4,09
Sverige	3,26
Frankrig	3,21
Belgien	2,21
Finland	2,09
Holland	1,98
UK	1,96
Østrig	1,75
Tyskland	1,03

Anm.: Tabellen viser standardafvigelsen for husholdningernes opsparingskvote opgjort som procent af den disponible indkomst over perioden 1970-92. Beregningen er sket på grundlag af taloplysninger i OECD, Economic Outlook. Landene er rangordnet ud fra størrelsen af standardafvigelsen.

omgange over ca. fire år. Det er bemærkelsesværdigt, at husholdningernes opsparingskvote i Danmark har vist større udsving end i andre OECD-lande (se tabellen).

Konsekvenser for det finansielle system

Det må vurderes positivt, at den frie adgang til tillægslån gør det muligt i større omfang at anvende en låneform, nemlig lån mod pant i fast ejendom baseret på obligationsudstedelse, som indebærer lavere omkostninger end bl.a. lån i pengeinstitutter. Der bliver herved en *mere effektiv kreditformidling i det finansielle system*. Omlægningen vil øge pengeinstitutternes indtjeningsproblemer og derved forstærke presset for strukturtilpasning i pengeinstitutterne. Det fremgår af statistikken over kreditudvidelsen, at realkreditlån er gået kraftigt frem, mens pengeinstitutternes udlån er faldet, dvs. at låntagerne formentlig i stort omfang har anvendt realkreditlån til at erstatte pengeinstitutlån. Det bidrager også til større effektivitet i det finansielle system, at konverteringen har medført en *udskiftning af realkreditlån optaget i tynde obligationsserier* med realkreditlån i dybere serier med en mere effektiv kursdannelse, særlig den nye serie 6 pct. 2026.

Mindre afdrag på realkreditlån som følge af den frie adgang til at optage lån uden for ejerskift medfører en *forringelse af sikkerheden ved realkreditlån*. På fremtidens boligmarked kan man forestille sig en situation, hvor boligejerne i realiteten bliver lejere i boliger ejet af obligationsejerne. Det er herved sandsynligt, at antallet af tvangsauktioner vil stige til et permanent højere niveau, og at debitorrisikoen for realkreditinstitutterne således vil stige. I det omfang debitorrisiko i realkreditinstitutterne påvirker renteforskellen mellem realkreditobligationer og statsobligationer, bliver resultatet en højere rente på realkreditobligationer. En sådan renteforhøjelse må ventes at få realøkonomisk effekt, da den afspejler generel usikkerhed.

Muligheden for at optage tillægslån, dvs. genbelåne med lån op til 30 års løbetid, vil herudover betyde en effektiv *forkortelse af løbetiden på realkreditobligationer*, da boligejere fremover – som omtalt ovenfor – må ventes at udskifte gamle realkreditlån med nye, når afdragsbyrden vokser, hvorved realkreditobligationer bliver indfriet tidligere. Resultatet er ringere vilkår for at placere langsigtet opsparing, særlig pensionsopsparing, på det danske finansielle marked.

Muligheden for at optage 30-årige annuitetslån også uden for situationer med ejerskift må ventes at skabe *større usikkerhed omkring tilbagebetalingsprofilen på realkreditobligationer*. Tidligere var tilbagebetaling overvejende knyttet til ejerskift, mens det ved rentefald i hovedsagen var låntagere med de længstløbende lån, der havde fordel ved at konvertere. Det vil give større usikkerhed omkring tilbagebetalingsprofilen, at tilbagebetalingerne nu i hovedsagen knyttes til situationer med rentefald, der er sværere at forudse end omfanget af ejerskifter. Resultatet er, at realkreditobligationer bliver mindre attraktive som investeringsobjekt, og at investorer fremover kræver en højere risikopræmie for at placere i obligationerne.

Adgangen til at overføre kontantlånsfordelen til nye realkreditlån har gjort det mere fordelagtigt at konvertere realkreditlån i 1993-94 og fremskynder derved indfrielsen af realkreditobligationer i forhold til tidligere forventet. Herved bliver der et *tab for de nuværende obligationsejere*, som har købt obligationer i forventning om en bestemt tilbagebetalingsprofil, hvor mængden af kontantlån i hver serie har været en vigtig parameter.

Muligheden for at optage realkreditlån også uden for ejerskiftesituationer må ventes at betyde en væsentlig ændring i *pengepolitikens funktion*. Tidligere var prisen på ejerboliger, der igen har betydning for det private forbrug, knyttet til den aktuelle rente, som huskøbere skulle leve med i en lang fremtidig periode. Fremover må huskøbere ventes at basere boligkøb på en forventning om det fremtidige renteniveau. Forventningen til det fremtidige renteniveau – og ikke i så høj grad det aktuelle renteniveau – vil således fremover blive den væsentlige faktor ved bestemmelsen af prisen for ejerboliger og herigennem øve indflydelse på det private forbrug. Hertil kommer, at rentefald kan få en større virkning på efterspørgslen, da rentefald gennem muligheden for at optage tillægslån vil få betydning for et større antal personer.

Det er vanskeligt at vurdere, om det vil have en *stabiliserende eller destabiliserende effekt på obligationsrenten*, at boligejerne fremover frit kan optage realkreditlån i situationer, hvor der forventes en rentestigning. Hvis huskøbere danner forventninger om den fremtidige rente irrationelt, og fx optager store realkreditlån i situationer, hvor renten stiger, dvs. en „bandwagon-effekt”, kan resultatet blive større udsving i renten på realkreditobligationen.

Det vil øge *effektiviteten på boligmarkedet*, at boliger fremover i langt større omfang vil blive solgt fuldt finansieret. Finansieringsbeslutningen må ventes i stort omfang at blive adskilt fra boligkøb. Dette medfører, at der ikke længere bliver „bølger” med boligkøb i perioder, hvor der er forventning om, at renten er lav, mens købere er tilbageholdende i perioder, hvor det forventes, at renten ligger højt. Resultatet kan blive en mere stabil udvikling i prisen på ejerboliger og derved muligvis også *større stabilitet i det private forbrug*. Det stiller samtidig større krav til *rådgivningsfunktionen omkring boligkøb*, at optimistiske købere kan være fristet til at købe for „dyrt” i tillid til et senere rentefald.

Konsekvenser for de offentlige finanser

Det er meget vanskeligt at vurdere *virkningerne for de offentlige finanser af konverteringsbølgen i 1993-94*. Kursgevinsterne som følge af rentefaldet medfører en fremrykning af afgiftsprovenu i forbindelse med realrenteafgiften og vil herved i de nærmeste år virke i retning af et mindre statsligt budgetunderskud. Set over en længere tidsperiode må konverteringerne imidlertid ventes at medføre en betydelig lempelse af finanspolitikken. I perioden fra 1. august 1993 til begyndelsen af februar 1994 var der konverteret realkreditobligationer eller anmeldt konverteringer til et samlet beløb på ca. 225 mia.kr. med en gennemsnitlig pålydende rente på 10,1 pct. Det er usikkert, hvor mange konverteringer der yderligere kan

ventes, hvilket bl.a. vil afhænge af den fremtidige renteudvikling. Som en regneforudsætning kan det antages, at obligationer for i alt 300 mia.kr. med en pålydende rente på 10 pct. konverteres.¹⁾ Af disse obligationer er skønsmæssigt 75 pct. svarende til 225 mia.kr. placeret hos investorer underlagt realrenteafgift eller i Den Sociale Pensionsfond.²⁾ Det kan antages, at beløbene fra konverteringer genplaceres til en effektiv rente på 7,3 pct. (den gennemsnitlige rente på 30-årige annuitetsobligationer i perioden august 1993-februar 1994). Da realrenten også efter rentefaldet gennem 1993 ligger over 3,5 pct., modsvares rentetabet hos de realrenteafgiftspligtige investorer af en lavere realrenteafgift, hvilket med de valgte beregningsforudsætninger fører til et årligt statsligt provenutab i forbindelse med realrenteafgift på ca. 6 mia.kr. Lidt under halvdelen af dette provenutab vil blive dækket gennem en mindsket skatteværdi af rentefradragsretten. Skønsmæssigt når man herved frem til et samlet offentligt provenutab på årligt ca. 3 mia.kr. Dette årlige provenutab vil gøre sig gældende i en tidsperiode svarende til den gennemsnitlige restløbetid for de obligationer, der er blevet indfriet i forbindelse med konverteringsbølgen, dvs. en forholdsvis lang periode fremover.

Dette offentlige provenutab i forbindelse med konverteringerne må ventes at give sig udslag i højere priser på ejerboliger og derved en formuegevinst for de nuværende ejere af ejerboliger. I sidste ende er denne formuegevinst blevet til ved en overførsel fra de øvrige skatteydere. Det kan diskuteres, om denne formueoverførsel burde have indgået i forhandlingerne om skattereformen, og om den finanspolitiske lempelse mere hensigtsmæssigt kunne anvendes til andre formål, fx en sænkning af marginalskatten i den personlige indkomstskat.

Den fremtidige opsparings- og realkreditpolitik

Det var konklusionen i diskussionen ovenfor, at reformerne på realkreditområdet i de kommende år kan få en række betydelige konsekvenser for opsparingen samt for det finansielle systems funktion. Samtidig blev det påpeget, at de stadige skift i opsparingsvilkårene kan bidrage til generel usikkerhed.

Der kan være et generelt behov for at kulegrave opsparingsvilkårene. Det er spørgsmålet, hvilket opsparingsniveau der bør stiles mod på længere sigt, og om der fra myndighedernes side bør føres en bestemt politik for at nå dette opsparingsniveau. Endvidere er det spørgsmålet, på hvilken måde opsparingen kan placeres mest hensigtsmæssigt. Med de nye arbejdsmarkedspensioner aftalt ved overenskomsterne i 1989-93 lægges der op til, at en større opsparing finder sted i pensionsinstitutter, mens omlægningen af realkreditvilkårene som argu-

¹⁾ Realkreditrådet skønnede i april 1994, at obligationer til en værdi af i alt 350 mia.kr. vil blive konverteret.

²⁾ Skønnet er fremkommet ved at sætte mængden af realkreditobligationer i pensionsordninger og i Den Sociale Pensionsfond i forhold til den samlede cirkulerende obligationsmasse. Skønnet er formentlig lavt sat, da obligationer med høj pålydende rente på grund af kursgevinstlovens mindsterenteregulering formentlig overvejende ligger i pensionsordninger.

menteret ovenfor må ventes at føre til mindre opsparing i ejerboliger. Endelig er der behov for at holde fast i en bestemt politik. Stadige skift i vilkårene for realkreditlån kan føre til store udsving i priserne på ejerboliger, hvilket igen destabiliserer efterspørgslen.

Omlægningen af vilkårene for realkreditlån har forstærket behovet for reformer på obligationsmarkedet. En række af de uønskelige konsekvenser omtalt ovenfor kan undgås ved at gå over til inkonverterbare lån. En anden mulighed er at beskatte løbetidskursgevinsten hos personligt skattepligtige, hvorved der bliver grundlag for at udstede obligationer med lav pålydende rente med mindre konverteringsrisiko. Endelig kan man stille spørgsmålet, om det ikke ville være mere hensigtsmæssigt at gå over til 20- eller 25-årige stående lån, hvis man ønsker en forlængelse af den effektive løbetid på realkreditlån, i stedet for at forlænge løbetiden til 30 år på annuitetslån. Ved at forlade annuitetslån og gå over til stående lån vil det være muligt at gøre danske realkreditobligationer mere sammenlignelige med udenlandske obligationer, hvilket kan bane vejen for en lavere rente på realkreditobligationer.

Pengeinstitutternes regnskabsresultater

v/Charlotte Møller Wedel-Heinen, Pengepolitisk Kontor

Indledning

Efter tre år med underskud havde pengeinstitutterne i 1993 overskud før skat. Selv om overskuddet til dels skyldes ekstraordinære forhold, bl.a. kursgevinster på værdipapirbeholdninger og en betragtelig stigning i indtægter af valutaforretninger, er der tegn på, at grunden er lagt for en forbedring af indtjeningen. Der har dog været stor spredning, og det har i nogle enkelte tilfælde været nødvendigt at finde samarbejdspartnere til institutter med vedvarende betydelige tab.

Siden begyndelsen af 1992 har pengeinstitutterne gennemført en meget betydelig tilpasning af ressourceforbruget og af balancerne. Antallet af fuldtidsbeskæftigede og de samlede omkostninger er blevet reduceret. Bedre konjunkturer vil med en vis forsinkelse slå igennem i pengeinstitutternes resultater i form af lavere tab og hensættelser, og hensættelseskontoen må efterhånden antages at være tilpasset den reelle risiko for tab på engagementerne. Konjunkturedgangen og den i perioder meget høje realrente reducerede kreditefterspørgslen, hvilket har været medvirkende til at muliggøre en ændring af sammensætningen af aktiver og passiver. Udlånene er faldet siden 1991, og der er nu en bedre balance mellem indlån og udlån og dermed mindre afhængighed af finansiering via penge- og kapitalmarkederne. Rentemarginalen er som følge af den stærke konkurrence under pres, og anvendelsen af gebyrer er øget. Den øgede anvendelse af gebyrer vil på sigt bidrage til at forbedre indtjeningen dels ved ekstra indtægter, dels ved reducerede omkostninger i takt med, at kunderne tilpasser forbruget af bankydelser.

Sammenfattende synes der nu at være bedre basis for en øget indtjening for sektoren som helhed, men der er fortsat betydelige forskelle mellem de enkelte institutter.

Regnskabsresultater

De stærke udsving i resultatudviklingen fra år til år skyldes tab og hensættelser på udlån og garantier samt kursreguleringen af fondsbeholdningen, jf. tabel 1.

Den væsentligste årsag til de senere års ringe regnskabsresultater er de store tab og hensættelser, der skal ses i sammenhæng med den langtrukne afdæmpede konjunkturudvikling siden midten af 1980'erne. Tab og hensættelser har i de seneste to år været 2,5 pct. af udestående udlån og garantier, jf. figur 1. Dette er et forholdsvist højt hensættelsesniveau, men ikke uset højt. I 1982-83 var hensættelsesprocenten på samme niveau efter konjunkturafmatningen i kølvandet på olieprisforhøjelserne i 1979.

Til forskel fra den nuværende periode med lav vækst var konjunkturafmatningen i begyndelsen af 1980'erne dyb og kortvarig – koncentreret til 1980-81. Dertil kommer, at inflationen var noget højere i begyndelsen af 1980'erne. En del af baggrunden for de nuværende store tab og hensættelser er tilpasningsproblemer i for-

Tabel 1 *Hovedposter i pengeinstitutternes regnskaber*

	Primær drift		Kursregulering af værdipapirer ¹⁾	Tab og hensættelser på debitorer	Resultat før skat	Banksteder	Ansatte ²⁾
	I alt	Heraf omkostninger					
	Milliarder kroner						
1980	3,1	- 8,7	2,3	- 2,0	3,4	3 656	42 422
1981	2,9	- 9,9	3,1	- 3,2	2,8	3 657	42 783
1982	3,9	- 11,1	4,8	- 4,6	4,1	3 584	42 393
1983	3,0	- 12,4	21,4	- 4,4	20,0	3 529	42 390
1984	5,1	- 13,6	- 1,5	- 3,1	0,5	3 515	44 274
1985	3,0	- 15,1	23,5	- 4,0	22,7	3 493	46 343
1986	9,8	- 16,8	- 10,7	- 2,0	- 2,9	3 469	49 744
1987	7,5	- 18,8	- 0,3	- 4,3	2,9	3 431	51 766
1988	9,3	- 20,1	7,0	- 8,0	8,3	3 282	50 793
1989	10,7	- 21,4	- 0,5	- 7,4	2,8	3 182	50 010
1990	9,8	- 22,2	- 1,4	- 11,4	- 3,0	3 002	49 466
1991	9,9	- 25,1	3,7	- 13,6	0,0	2 652	51 014
1992	9,9	- 24,8	- 5,8	- 15,8	- 11,7	2 467	47 560
1993	13,6	- 23,8	7,6	- 15,1	6,1	2 340	45 465

Kilde: Finanstilsynets årsberetninger og pressemeddelelse af 25. februar 1994.

¹⁾ Kursregulering som følge af løbetidsforkortelse, der i perioden 1985-90 bogførtes under netto-renteindtægter, er for alle år placeret under kursregulering af værdipapirer.

²⁾ Omregnet til fuldtidsansatte.

bindelse med omstillingen af dansk økonomi til lav inflation. Overgangen til lave inflation formindsker den løbende nominelle forøgelse af indkomsterne og eventuelle sikkerheder for udlån. Projekter, der er påbegyndt i en periode med højere inflation, og som ville have været profitable ved uændret inflation, er i stedet blevet nødlidende. Det kraftige prisfald på fast ejendom har tillige reduceret værdien af den bagvedliggende sikkerhedsstillelse for en del af udlånene og har givet tab på institutternes beholdning af fast ejendom. Endelig indebar reduktionen af rentefradragsretten som følge af skattereformen og kartoffelkuren i 1986-87 overgangsvis en stærk forværring af husholdningernes økonomiske situation.

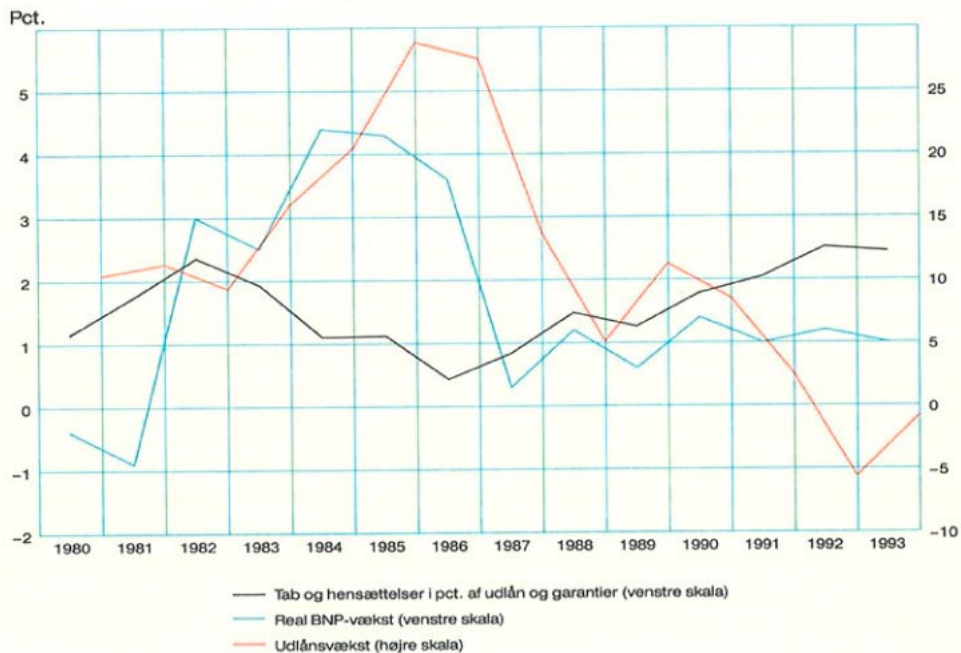
Tab og hensættelser har vedrørt alle typer af udlån, men tabene på erhvervene kom tidsmæssigt lidt senere end på udlån til husholdningerne. I forhold til engagementernes størrelse har bygge- og anlægsvirksomhed og de primære erhverv haft de største tab og hensættelser, men samtlige erhverv har sammen med husholdningerne bidraget til stigningen i tab og hensættelser.

Da pengeinstitutternes beholdning af aktier og obligationer bogføres til markedsværdi, vil resultaterne svinge en del fra år til år. I første halvdel af 1980'erne og igen i 1993 gav rentefaldet anledning til ekstraordinært gode resultater.

Efter rentefaldet i de seneste år er der ikke udsigt til yderligere betragtelige kursgevinster. Selv ved et stabilt renteniveau vil kursreguleringen af fondsbeholdningen dog i gennemsnit bidrage positivt til indtjeningen. En del af kursreguleringen skyldes kursgevinster på obligationsbeholdningen som følge af løbetidsforkortelse samt gevinster ved køb og salg af papirer, herunder til kunder, i løbet af året. Der-

*Tab og hensættelser, udlånsvækst
og konjunkturudvikling*

Figur 1



til kommer, at en stor del af afkastet på beholdningen af aktier har form af kursgevinster, da de udloddede udbytter i reglen er langt under markedsrenten. Kursreguleringsposten vil således selv ved et konstant renteniveau i gennemsnit give et positivt bidrag til indtjeningen, men det er svært at give et bud på størrelsen.

Ud over tab og hensættelser og kursregulering af fondsbeholdningen afhænger indtjeningen mere fundamentalt af omkostningsniveauet og balancesammensætningen. Den gradvise ophævelse af begrænsningerne for pengeinstitutternes balancevækst og rentemarginal, der påbegyndtes i 1970'erne, blev endelig afsluttet i midten af 1980'erne ved ophævelse af udlånsrammerne for sektoren som helhed. I 1980 ophævedes aftalen om individuelle udlånslofter for de enkelte institutter og fra 1981 var pengeinstitutternes rentefastsættelse alene underlagt pris- og avancelovgivningen.

Adgangen til friere konkurrence mellem pengeinstitutterne kom således på et tidspunkt, hvor institutterne var begunstiget af betragtelige kursgevinster og af en meget stærk kreditefterspørgsel som følge af konjunkturopgangen og den fallende nominelle rente. Konkurrencen mellem pengeinstitutterne medførte i første halvdel af 1980'erne en reduktion af rentemarginalen og af netto rente- og gebyrindtægterne i forhold til balancen. Rentemarginalen faldt nominelt med knap 2¾ pct. samtidig med, at udlånene voksede kraftigt som følge af den stærke kreditefterspørgsel, jf. figur 1. Konkurrencen om markedsandelene øgede villig-

heden til at efterkomme den stærke efterspørgsel efter udlån samtidig med, at de store kursgevinster og de generelt gunstige økonomiske konjunkturer gjorde pengeinstitutterne mindre omkostningsbevidste.

Fra 1980 til 1987 øgede pengeinstitutterne antallet af ansatte omregnet til fuldtidsbeskæftigede med 22 pct. I lys af den lave indtjening i de senere år har pengeinstitutterne søgt at rationalisere driften bl.a. ved at reducere antallet af ansatte og antallet af banksteder. Antallet af filialer har været faldende siden 1981 og var ved udgangen af 1993 reduceret med $\frac{1}{3}$. Ses der bort fra GiroBank, der blev privatiseret i juni 1991 og fra dette tidspunkt indgår i statistikken, er antallet af ansatte omregnet til fuldtidsbeskæftigede reduceret med 17 pct. siden toppunktet i 1987.

Personalereduktionerne giver dog først anledning til en omkostningsreduktion med en vis forsinkelse. I år, hvor der afskediges medarbejdere, vil der være ekstraordinære omkostninger til fratrædelsesordninger. De hidtidige rationaliseringer af driften har betydet, at pengeinstitutternes samlede omkostninger i de sidste to år er reduceret med i alt 5 pct.

En reduktion af personalet vil ikke i sig selv være tilstrækkeligt til afgørende at forbedre indtjeningen. Pengeinstitutterne har derfor i stigende grad indført gebyrer, især efter at rentefaldet har sat den eksisterende rentemarginal, der har været stabil siden 1987, under pres. Den øgede konkurrence, både indbyrdes og med andre finansielle institutioner, har tillige medført, at pengeinstitutterne næppe kan øge rentemarginalen uden at miste markedsandele. Da gebyrer indebærer, at kundernes betaling afhænger af omkostningerne ved produktion af de ydelser, de får fra pengeinstituttet, giver indførelse af gebyrer ikke blot ekstra indtægter, men formentlig også på sigt omkostningsbesparelser gennem regulering af forbrugernes adfærd.

Balancevæksten i 1980'erne indebar bl.a., at udlånene steg markant og stærkere end væksten i nominelt BNP. Det faldende nominelle renteniveau og konjunkturopgangen medførte en stærk efterspørgsel efter lån, som pengeinstitutterne bl.a. på baggrund af de gunstige konjunkturudsigter var villige til at efterkomme. Skattereformen og kartoffelkuren gav anledning til en markant forøgelse af den private ikke-finansielle sektors opsparingstilbøjelighed. Dette samt de afdæmpede konjunkturudsigter og den høje realrente bidrog til, at kreditefterspørgslen faldt fra slutningen af 1980'erne. Pengeinstitutternes udlånsvækst aftog, og siden 1991 er udlånene faldet med 6 pct.

Frem til 1993 var der ikke tegn på, at pengeinstitutterne tabte markedsandele til andre finansieringsformer. Først i forbindelse med konverteringerne af realkreditlån er der sket en vis substitution over mod denne type lån. Afdæmpningen i pengeinstitutternes udlånsvækst skyldes således formentlig kun i beskedent omfang, at kreditvurderingen i lys af konjunkturudviklingen er blevet mere kritisk, idet der ved den vedvarende lave inflation og den historisk høje realrente lægges større vægt på driftsøkonomien i projekterne.

Den stærke balancevækst i 1980'erne blev i stigende grad finansieret ved penge-markedslån hos udenlandske kreditinstitutter, jf. figur 2, samt fra 1986 også ved

udstedelse af erhvervsobligationer, der ikke er ansvarlig indskudskapital eller supplerende kapital. Institutterne har som helhed betragtet i en årrække finansieret en del af deres forretninger ved at have nettogæld til udenlandske kreditinstitutter, og forrentningen af disse marginale forretninger har næppe været i overensstemmelse med den ekstra finansieringsrisiko.

En række pengeinstitutter fik i 1992 beskåret deres låneadgang hos udenlandske kreditinstitutter, da hensynet til kreditrisiko er blevet mere fremtrædende, og der derfor i alle lande er en tendens til at reducere usikrede interbankmellemværender. Dertil kommer, at pengeinstitutterne efter store tab på engagementer i udlandet har reduceret deres udenlandske aktiviteter og koncentrerer sig om kreditgivning til indenlandske låntagere. Nettogælden til udenlandske kreditinstitutter er blevet nedbragt betragteligt, og sektoren er nu som helhed uafhængig af finansiering fra udenlandske kreditinstitutter.

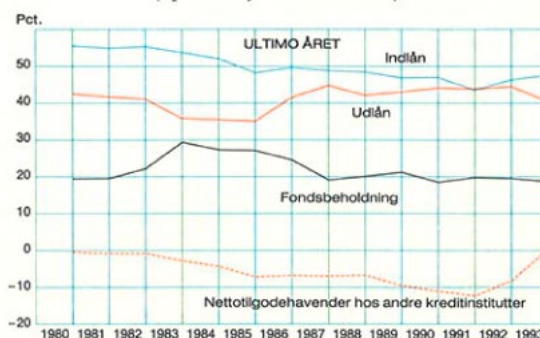
Ændringen af balancestrukturen har givet en bedre balance mellem indlån og udlån og reduceret afhængigheden af andre former for finansiering. Dette indebærer i sig selv en reduktion af omkostninger ved finansieringen af pengeinstitutternes aktiviteter, idet indlån er en billigere finansieringskilde end fx kortfristede interbanklån. Samtidig vil en vedvarende mere realistisk kreditvurdering på sigt bidrage til at reducere omfanget af tab og hensættelser.

Indtjening og kapitalgrundlag

En vurdering af indtjeningen kan tage udgangspunkt i, at pengeinstitutaktier er en mere risikobetonet investering end statsobligationer. Pengeinstitutterne bør derfor kunne forrente deres kernekapital (egenkapital) svarende til markedsrenten med et tillæg for den ekstra risiko.

Som udtryk for den underliggende årlige forrentning af kernekapitalen kan benyttes resultat før skat ved gennemsnitlige hensættelser og eksklusive kursregulering sat i forhold til kernekapitalen ved begyndelsen af året. Antages det, at hensættelsesprocenten i alle år svarer til den gennemsnitlige hensættelsesprocent i perioden 1975-93 (1,3) har forrentningen af kernekapitalen beregnet på denne måde siden 1987 svinget omkring et gennemsnit på godt 4 pct. I 1993 var den underliggende forrentning beregnet på denne måde 10 pct., men det skyldes bl.a. valutauroen, som gav ekstraordinært store indtægter i forbindelse med terminsikring mv. Til sammenligning faldt obligationsrenten fra udgangen af 1987 til udgangen af 1993 fra 11 pct. til 6 pct.

Balancestruktur
(i procent af samlede balance) Figur 2



Figur 3

*Kernekapital i procent af balancen
og soliditet/solvens*



Vurderingen af indtjeningen kan også tage udgangspunkt i, om forrentningen af kernekapitalen er tilstrækkelig til at sikre, at kapitalgrundlaget vedbliver at være tilpas stort til at kunne klare udsving i konjunkturer og kursreguleringer på værdipapirbeholdningen. Dette giver et behov for overdækning i forhold til det lovfastsatte minimum for institutternes solvens, som er 9 pct. i 1993 og 1994.

Underskuddene i de senere år har tæret på pengeinstitutternes kernekapital, jf. figur 3. Dette er imidlertid blevet opvejet af, at pengeinstitutterne har styrket kapitalgrundlaget ved optagelse af supplerende kapital og ved en reduktion af de risikovægtede aktiver, jf. nedenfor. Pengeinstitutternes solvens er således blevet fastholdt på et relativt højt niveau.

Fra 1991 ændredes kapitaldækningsreglerne i overensstemmelse med de fælles EF-retningslinjer. Ændringen indebærer, at supplerende kapital kan medregnes til kapitalgrundlaget op til 100 pct. af kernekapitalen. Supplerende kapital kan i modsætning til ansvarlig indskudskapital benyttes til at dække tab i forbindelse med rekonstruktion af et pengeinstitut. Pengeinstitutterne har i perioden 1991-93 optaget for omkring 25 mia.kr. supplerende kapital, jf. tabel 2.¹⁾

¹⁾ Ansvarlig indskudskapital kunne ifølge de gamle regler for soliditet højst medregnes til kapitalgrundlaget svarende til 40 pct. I en overgangsfase frem til 1996 kan ansvarlig indskudskapital medregnes til den ansvarlige kapital med gradvis faldende andel.

Udviklingen i pengeinstitutternes ansvarlige kapital Tabel 2

	Ultimo 1990	Ultimo 1993
	Milliarder kroner	
Kernekapital	66,7	57,4
Supplerende kapital	—	25,0
Ansvarlig indskudskapital	21,5	8,1

Kilde: Finanstilsynets årsberetninger og pressemeddelelse af 25. februar 1994.

For institutter, der ved opgørelsen af solvensprocenten medregner supplerende kapital svarende til kernekapitalen (har fuld „gearing”) vil en reduktion af kernekapitalen med 1 kr. medføre, at den samlede kapital, der kan medregnes ved solvensopgørelsen, reduceres med 2 kr. For pengeinstitutterne under ét svarede den supplerende kapital til godt 40 pct. af kernekapitalen ved udgangen af 1993. Enkelte institutter har imidlertid allerede fuld gearing.

Indførelsen af kapitaldækningsregler i overensstemmelse med EF-standarden betød også, at danske pengeinstitutters kapitaldækning skulle måles i forhold til de risikovægtede aktiver fremfor i forhold til den samlede balance¹⁾. Aktiverne sammenvæjes efter en række lovfastsatte vægte, der afspejler aktivernes relative risiko. Ved beregning af de risikovægtede aktiver medregnes almindelige udlån til husholdninger og virksomheder fuldt ud, mens værdipapirer og mellemværender med andre kreditinstitutter kun medregnes delvis. Dette indebar en væsentlig lempelse af det lovfastsatte kapitalkrav til danske pengeinstitutter, idet de risikovægtede aktiver var omkring 30 pct. mindre end balancen for sektoren som helhed. Danske pengeinstitutter fik således i forhold til det lovfastsatte krav en engangsgevinst i form af en ekstra stødpude af kapital at tære på, hvilket har været en fordel i de efterfølgende år med store tab og hensættelser.

I modsætning hertil medførte overgangen til kapitaldækningsregler efter EF-minimumsstandarden i de fleste andre lande en vis skærpelse af kapitalkravene. Der er nuanceforskelle i den konkrete udformning af solvensreglerne i andre lande, bl.a. for så vidt angår kapitaltyper, der kan medregnes til kapitalgrundlaget. Pengeinstitutter i andre EU-lande havde i 1990 generelt markant lavere solvensprocenter end danske pengeinstitutter, men forskellen var ved udgangen af 1992 omtrent elimineret.

Både ud fra de markedsmæssige konkurrencevilkår og for at sikre, at pengeinstitutterne selv kan klare udsving i konjunkturer og kursregulering, er det således væsentligt, at kapitalgrundlaget vedbliver at være stærkt og solvensprocenten relativt høj. En meget forsigtig vurdering af indtjeningen kunne tage udgangspunkt i, at balancevækst alene skal finansieres ved forøgelse af kernekapitalen ved overskud efter skat og udbyttebetaling. For at finansiere en balancevækst svarende til en in-

¹⁾ Samlede gælds- og garantiforpligtelser med fradrag for enkelte poster.

flation på 2 pct. alene ved akkumulerede overskud uden at reducere solvensen, kan det på grundlag af 1993-tal og under antagelse af en selskabsskattesats på 34 pct. og udbyttebetalinger i forhold til kernekapitalen som i 1980'erne beregnes, at forrentningen af kernekapitalen i gennemsnit da skal svare til 10 pct.

Målt på denne måde kræver selv en beskeden balancevækst således en relativ høj forrentning af kernekapitalen. I praksis vil pengeinstitutterne næppe vælge – og vil næppe heller have behov for – alene at opbygge kapitalgrundlaget ved akkumulation af overskud, men vil også styrke kapitalgrundlaget ved aktieemissioner og optagelse af supplerende kapital under hensyntagen til omkostningerne ved de forskellige former for kapitalfremskaffelse. Muligheden for at finansiere sig i markedet afhænger imidlertid af, om forrentningen af kernekapitalen er fornuftig. Finansiering ved optagelse af supplerende kapital kræver endvidere en tilstrækkelig kernekapital af hensyn til gearingen. At kræve at den gennemsnitlige forrentning af kernekapitalen skal svare til de ovennævnte 10 pct. er meget konservativt. På den anden side vil en sådan forrentning give et solidt grundlag for en delvist fremmedkapitalfinansieret balancevækst, der er stærkere end inflationen.

Ud fra begge vurderinger af pengeinstitutternes underliggende forrentning af kernekapitalen er der imidlertid fortsat behov for yderligere tilpasning, for at indtjeningen kan vurderes at være tilfredsstillende.

Konklusioner

Den underliggende indtjening må trods forbedringen i 1993 vurderes at være for lav, men de seneste tilpasningsforanstaltninger har lagt grunden for en mere varig forbedring. Den underliggende forrentning af kernekapitalen var 10 pct. i 1993, hvilket er over gennemsnittet for perioden siden 1987. Selv om en del af forbedringen er midlertidig, har de seneste års omstruktureringer og tilpasning også givet et vist bidrag. Fortsættes omstruktureringerne og rationaliseringerne, synes der således at være grundlag for at opnå en vedvarende tilfredsstillende forrentning af kernekapitalen for sektoren som helhed.

Overgangen til nye kapitaldækningsregler indebar en væsentlig lempelse for danske pengeinstitutter. I forhold til pengeinstitutterne i fx de øvrige nordiske lande fik danske institutter en engangsempelse i form af en ekstra stødpude af kapital. Dette har været en fordel i perioden med ugunstig konjunkturudvikling og deraf følgende større tab og hensættelser. Kernekapitalgrundlaget har været stort nok til at kunne absorbere underskuddene samtidig med, at institutterne har kunnet rejse supplerende kapital for betragtelige beløb. Sektorens solvensprocent har derfor vedvarende ligget noget over det lovfastede minimumskrav, men med betydelig variation mellem institutterne. En del af den optagne supplerende kapital har erstattet ansvarlig indskudskapital, som gradvis skal fases ud. Hensynet til muligheden for også fremover at kunne finansiere sig på kapitalmarkedet understreger behovet for en fornuftig underliggende indtjening.

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 14. april 1994

Dansk økonomi har igennem adskillige år været præget af stagnation, ligesom det har været tilfældet i den øvrige industrialiserede verden.

Det konjunkturopsving, der langt om længe har meldt sig, kom først i USA og England, og på kontinentet er vi blandt de lande, der er forrest i den opgang, der nu er ved at brede sig.

Vi regner med en ikke ubetydelig vækst i indeværende år, der især er fremkaldt af et stigende forbrug. Det er en konsekvens af den kraftige stigning i realindkomsterne over et bredt felt af befolkningen.

Det er overordentlig tilfredsstillende, at stagnationsperioden nu synes at blive afløst af økonomisk fremgang, og at den stabiliseringspolitik, vi har ført, også viser resultater i form af en økonomisk vækst, der kan mærkes.

Man må i den forbindelse ikke glemme, at genoprettelse af konkurrenceevnen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne har været en væsentlig årsag til fremgangen.

Den forbedrede konkurrenceevne betød, at vi kunne nyde godt af en stigning i eksporten, som sammen med øget opsparing på væsentlige områder har trukket økonomien i balance. Underskuddet på betalingsbalancen, som var et dominerende træk i 25-30 år, er herefter blevet vendt til et overskud.

På den baggrund har realindkomsterne kunnet forhøjes ganske betragteligt – i løbet af 90'erne med 12-13 pct. – og det ligger som nævnt bag den forøgelse af forbruget, der nu gør sig gældende, og som, så vidt vi kan skønne, kan gennemføres, uden at vi vender tilbage til de gamle balanceproblemer.

Stabiliseringspolitikken har altså kunnet betale sig.

Man må gøre sig klart, at den beherskede omkostningsudvikling – herunder ikke mindst de svage lønstigninger – har været helt afgørende for det gunstige forløb.

Det er overordentlig vigtigt at fastholde dette grundlæggende element i vor økonomi. Vi har i Nationalbankens årsberetning gjort opmærksom på, at man må være meget årvågen med hensyn til at hindre, at der opstår flaskehalse i produktionen, som vil kunne sætte for stærke omkostningsstigninger – især lønstigninger – i gang.

Der er endnu ikke klare tegn på flaskehalsproblemer, men det kan bestemt ikke udelukkes, at de vil vise sig.

De gode fundamentale økonomiske forhold har også været medvirkende til, at vi har kunnet fastholde en valutakurspolitik, som er med til at danne grundlaget for den stabile økonomiske udvikling.

Vi var i vanskeligheder i slutningen af 1992 og begyndelsen af 1993, hvor vi blev ramt af de meget kraftige devalueringer i især England og Sverige.

Heldigvis er det gået sådan, at det tab af konkurrenceevne, vi fik ved den lejlighed, er blevet genoprettet, og vi er nu ud fra en samlet betragtning fuldt ud tilbage på niveauet fra før devalueringerne.

Man kan anvende forskellige udtryk for valutakursudviklingen.

Dansk valutapolitik er formuleret således, at vi ønsker at fastholde centralkurserne over for den såkaldt hårde kerne i det europæiske valutasamarbejde.

Her ligger vi så at sige på niveauet fra før de store forstyrrelser – men måske i den svage ende.

Hvis man måler valutakursen ud fra en konkurrenceevneudvikling over for alle vigtige handelspartnere, er vi snarere i den stærkeste del.

Det centrale er, at vi har kunnet føre en valutakurspolitik, der både giver stabilitet og danner basis for den stigning i eksporten, som vi nu nyder godt af på trods af den svage økonomiske udvikling på vore vigtigste markeder.

I stagnationsårene skete der her som i mange andre lande et kraftigt fald i priserne på fast ejendom og en nedgang i erhvervenes indtjening.

Disse to forhold lå bag de omfattende tab, som både penge- og realkreditinstitutter måtte konstatere igennem årene – her som i andre lande.

Konjunkturtillægsrapporten var den vigtigste forklaring på de mange tab i modsætning til den medieinteresse, der altid har knyttet sig til særlige tilfælde, hvor der har været tale om et fejlagtigt skøn fra penge- og realkreditinstitutternes side.

Ved denne lejlighed skal jeg ikke fordybe mig i disse problemer, men hellere søge at vurdere, om den rationalisering, som der så åbenbart er behov for, er ved at blive gennemført.

Der har i de foregående årtier med forholdsvis begrænsede tab været konkurrencestærkt på dyre tjenesteydelser, som kunderne i stor udstrækning ikke direkte betalte for.

Den form for konkurrence har ikke været hensigtsmæssig, fordi omkostningerne i de finansielle institutter er steget alt for stærkt.

En strukturrationalisering inden for de enkelte institutter må derfor betyde, at vi får gennemført en gennemgribende ændring i omkostningerne. Det medfører, at der må gøres en alvorlig indsats for besparelser og herunder ikke mindst reduktion af for mange tjenesteydelser til kunderne.

Det siger sig selv, at der kan være tilbageholdenhed med det både af hensyn til konkurrenterne og af hensyn til kunderne, der i mange tilfælde ikke bryder sig om en reduktion af serviceniveauet.

De regnskaber, der nu foreligger for 1993, tyder efter vor opfattelse på, at der er taget væsentlige skridt i retning af at gennemføre en strukturrationalisering efter de linjer, jeg har nævnt.

For så vidt angår realkreditinstitutterne, er det opmuntrende, at regnskaberne for 1993 viser en forbedring i den bagved liggende indtjening – dvs. bortset fra regulering af fondsbeholdningerne.

Jeg er ikke i tvivl om, at omkostningsbevidstheden for alvor gør sig gældende i

realkreditinstitutterne, og det må så til gengæld medføre, at de resterende restriktioner, som vi ikke har været tilhængere af, falder bort – en del blev jo opretholdt, fordi man ikke anså tiden for at være inde til at lempe.

Den liberaliseringsbølge, vi ligesom andre lande har været igennem, betyder, at myndighederne ikke skal dirigere låneaktiviteten, men koncentrere sig om, at ledelsen af et institut er dygtig nok til at undgå store tab.

Vi er endnu ikke færdig med strukturtilpasningen, men jeg er ikke i tvivl om, at den må gennemføres, og man ser da også i andre lande klare tegn på, at hvis man vil overleve i konkurrencen, er det nødvendigt at fortsætte ad disse linjer.

Jeg har tidligere nævnt de alvorlige forstyrrelser, der har været på valutamarke-derne i 1992 og 1993, og som radikalt har ændret vilkårene for valutakurspoli-tikken.

De var forårsaget af kapitalbevægelser af et omfang, som man ikke har kendt tidligere, og bag ved ligger væsentlige ændringer i det, man kan kalde den inter-nationale finansielle integration.

Det ses klart af den markante tendens til, at fonde og pensionskasser og an-dre institutionelle investorer i stærk stigende grad anbringer midler i fremmed valuta.

Det gælder for europæiske lande, det gælder for USA, og det gælder for Japan.

Det er gået så vidt, at en betragtelig del af statsgælden i en lang række lande ejes af udlændinge. For USA's vedkommende ejer udlændinge 20 pct. af statspapirerne. Tallet er 30 pct. for Tyskland, Frankrig, Belgien og Holland og mere end 40 pct. for os.

Hertil kommer, at de institutioner, der ejer fremmede værdipapirer, optræder på en anden måde end tidligere. Der er tale om professionelt styrede systemer, hvor man plejer sine investeringer. Det vil sige, man sælger og køber langt lettere end tidligere og mere aggressivt.

Udover det er der de egentlige spekulative selskaber, der for lånte midler sælger og køber fremmede værdipapirer.

Herved fremkommer der langt lettere betydelige forstyrrelser på kapital- og valutamarkederne. Hvis der er tale om såkaldt dækkede transaktioner, bliver va-lutamarkederne ikke berørt, men alene kapitalmarkederne. Hvis transaktionerne ikke er dækkede mod valutakursrisiko, påvirkes begge markeder.

Det danske obligationsmarked er kommet med i denne udvikling, hvilket et par tal kan illustrere.

I løbet af de sidste fire år er udlændinges beholdning af danske statspapirer såle-des vokset fra 50 mia.kr. til op mod 250 mia.kr., og det repræsenterer som nævnt mere end 40 pct. af statspapirerne.

Samtidig sker der store forskydninger. I løbet af 1993 og januar 1994 købte ud-lændinge danske statsobligationer for et beløb på godt 70 mia.kr., mens der de sidste to måneder er blevet solgt for 30 mia.kr. tilbage.

Så store forskydninger er i sig selv ikke ønskelige, men er en konsekvens af de

frie kapitalbevægelser og den ændrede holdning til anbringelse af institutionelle midler.

Det betyder, at kapitalmarkederne nu er så integrerede, at udviklingen i den lange rente bliver mere ensartet, og vi har set en stærk indsnævring af forskellene i renten på statsobligationer. Vi har således oplevet, at den rentestigning, der for nylig satte ind i USA, meget hurtigt bredte sig til Europa, uanset at konjunkturudviklingen har været langt svagere i Europa end i USA.

Hermed kan man sige, at der i virkeligheden er sket et væsentligt skridt i retning af, at den vestlige verden er blevet en finansiell enhed – måske endda et skridt i retning af noget, der ligner en monetær union, forstået på den måde, at lande med samme stabilitetsorienterede økonomiske politik får en mere ensartet udvikling i den lange rente, uanset at konjunkturudviklingen er forskellig.

Det betyder også, at vilkårene for den økonomiske politik er blevet ændret.

Kapitalbevægelser og rentedannelse er meget følsomme over for ændringer i forventningerne, og her hæfter man sig især ved udviklingen i finanspolitikken og omkostningsudviklingen.

Mens man tidligere måske kunne leve med en afvigende finanspolitik og lønudvikling, som så gav sig udslag i underskud på betalingsbalancen, der blev finansieret på en eller anden måde, så er vilkårene i dag, at forventningerne vedrørende finanspolitikken og omkostningsudviklingen omgående giver sig udslag i massive kapitalbevægelser.

De seneste måneders udenlandske salg af statsobligationer har måske været udtryk for en forventning om, at den stærke vækst i vor økonomi gjorde et yderligere fald i den lange rente mindre sandsynligt.

Disse markedsreaktioner har ikke givet anledning til vanskeligheder for vores valutapolitik eller for normaliseringen af det korte renteniveau.

Situationen vil være helt anderledes, hvis der skulle opstå usikkerhed om den økonomiske politik.

Hvis ændringer i finanspolitikken eller omkostningsudviklingen skulle fremkalde det indtryk, at stabiliseringspolitikken vil blive slækket, er jeg sikker på, at det omgående vil afstedkomme uro fra kapitalbevægelserne.

Ændringerne i vilkårene for den økonomiske politik er sket gradvis gennem de senere år, men har nu fået et omfang, hvor det er berettiget at sige, at der er tale om en markant forskel i forhold til tidligere.

Der er lagt strammere rammer for den økonomiske politik. Til gengæld har vi nu fordel af at have holdt fast ved stabiliseringspolitikken.

Vilkårene for industriens udvikling

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer¹⁾

Ved forskellige lejligheder har jeg igennem årene deltaget i den principielle debat om vilkårene for industriel udvikling i Danmark og industriens betydning for vor økonomi.

Det gælder helt tilbage til den periode, hvor hovedproblemet var, om det ville være muligt at omdanne vor økonomi fra en fortrinsvis landbrugsorienteret til en overvejende industriorienteret økonomi, og frem gennem de vanskelige problemer i 1970'erne, hvor der var usikkerhed om målsætningen for den økonomiske politik, og endelig udviklingen i 1980'erne og op til de seneste år, hvor der har været væsentlig mere sikkerhed om den centrale målsætning for den økonomiske politik.

Diskussionen om industriens rolle er ofte unuanceret og præget af ekstreme synspunkter.

Jeg vil derfor forsøge at belyse eller kommentere nogle få væsentlige områder.

Det hævdes ofte, at vor økonomi er præget af utilfredsstillende økonomisk fremgang, hvilket i hovedsagen må tilskrives den langsomme vækst i industriens produktion, da det er denne, som udgør et væsentligt grundlag for den økonomiske udvikling.

Man kan altid fremføre, at det ville være muligt at opnå en stærkere økonomisk vækst, end den vi har kunnet præstere, men hvis man sammenligner med nærtstående lande i Nordeuropa, kommer man til det resultat, at over en periode på de seneste 30 år har den akkumulerede eller samlede økonomiske vækst her i landet været nogenlunde som vore naboers.

Det fremgår af et diagram, der viser dels den årlige vækst i Danmark, dels den akkumulerede danske vækst i forhold til vore naboer – Vesttyskland, Frankrig, England, Benelux, Norge og Sverige.

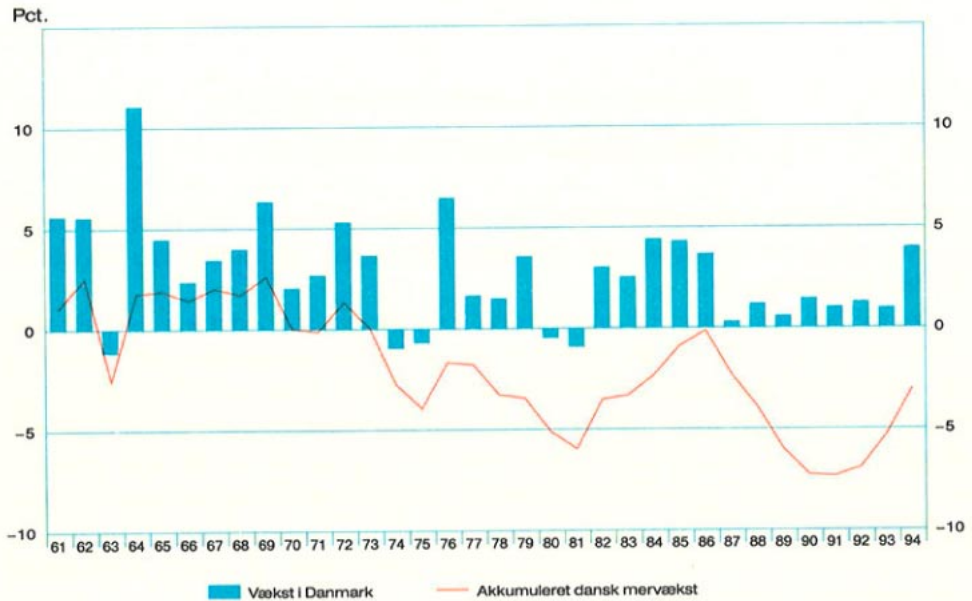
Det illustrerer, at over den 30-årige periode er den samlede vækst kun ca. 3 pct. mindre, og det kan måske endda udlignes i løbet af et års tid, idet vi forventer en stærkere vækst end naboerne i den kommende tid.

Der er lande, hvor væksten er stærkere, men det er som hovedregel økonomier, der er mere tilbagestående, og hvor muligheden for at nå op på et højere niveau er nemmere, end når man hører til blandt de mest udviklede lande.

Jeg kan derfor ikke tilslutte mig den pessimistiske holdning, når man skal fore-

¹⁾ Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers indlæg den 26. april 1994 ved Dansk Industris generalforsamling.

*Vækst i Danmark og afvigelser fra
nabolandene siden 1960*



Anm.: Nabolande omfatter Vesttyskland, Frankrig, England, Benelux, Norge og Sverige.

tage en vurdering af den økonomiske vækst i Danmark sammenlignet med andre lande, og derfor heller ikke den negative vurdering, som industrien møder i denne forbindelse.

Jeg har selv ved en tidligere lejlighed været med i en undersøgelse af vilkårene for industriel vækst, og det fremgår heraf – og også i vid udstrækning af de undersøgelser, der senere er lavet både her i landet og i andre lande – at der er to dominerende forhold, der er af betydning for den industrielle vækst.

Det ene er den enkelte industrivirksomheds omstillings- eller tilpasningsevne, og det andet er det almindelige konkurrenceevneniveau over for andre lande.

Tilpasningsevnen er nær forbundet med lederegenskaber og går ud på, om man kan tilpasse sig ændringer i efterspørgslen og i konkurrerende virksomheders produktion.

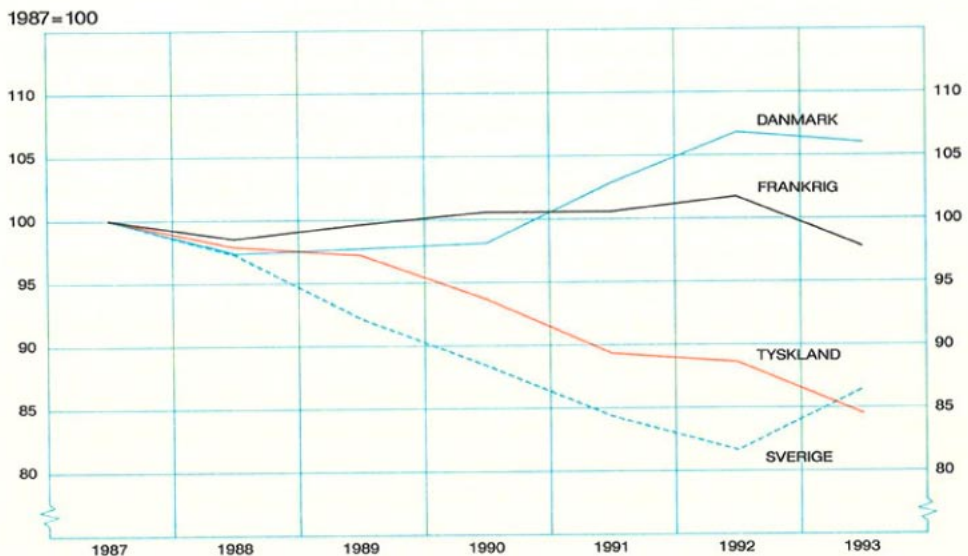
Det giver sig udslag både i ændringer i varesortiment og i produktionsteknik.

Det er vanskeligt at nå til et specifikt mål for tilpasningsevnen, men det var ved den undersøgelse, jeg deltog i i sin tid, et væsentligt karaktertræk ved dansk industri, at man havde evnen til at tilpasse sig.

På det seneste har et studie fra OECD søgt at konstruere et talmæssigt udtryk for forskellige landes industrielle tilpasningsevne.

Jeg skal ikke komme ind på den tekniske beregning, men blot nævne, at det

*Relativ eksportpræstation for industrivarer
i faste priser*



Kilde: OECD, Economic Outlook.

Anm.: Eksport i forhold til landets sammenvejede markedsudvikling.

drejer sig om, hvorledes forskellige brancher vokser eller indskrænker sig, eftersom efterspørgslen eller konkurrencevilkårene ændrer sig.

I denne sammenhæng kommer Danmark ud som et land, der har en ganske betydelig tilpasningsevne.

Det hænger måske sammen med, at der er en overvægt af små og mellemstore virksomheder, som i praksis har lettere ved at tilpasse sig end større og mere bureaukratisk prægede enheder.

Under alle omstændigheder må man have lov til at hævde, at dansk industri har en pæn placering i denne henseende sammenlignet med andre lande.

Omkostningsudviklingen er et andet udtryk for konkurrenceevnen, og her er det som bekendt et meget væsentligt forhold, hvorledes lønudviklingen former sig.

I en lang årrække i 70'erne og begyndelsen af 80'erne havde vi en hastigere omkostningsstigning end vore konkurrenter og meget store vanskeligheder med at holde trit med udviklingen i den internationale handel.

Dette er nu rettet op, og vi kan glæde os over i de seneste 7-8 år at have forbedret konkurrenceevnen i en sådan grad, at vore markedsandele er klart stigende.

Det fremgår af et diagram, hvor dansk eksport sammenlignes med udviklingen for Tyskland, Frankrig og Sverige. Fremgangen for Danmark er navnlig sket i begyndelsen af dette årti.

Det spiller selvsagt en betydelig rolle, at efterspørgslen i Tyskland steg så kraf-

tigt efter foreningen af de to tysklønde i 1989-90, men vi har altså kunnet udnytte disse gunstige vilkår, og det er yderligere vort indtryk, at markedsandelene ikke alene er steget på det tyske marked, men også andre steder.

Det er en særlig stor tilfredsstillelse, at det har kunnet lade sig gøre at bevare konkurrenceevnen og fastholde markedsandele på trods af de store og stærkt generende devalueringer, der blev gennemført i Sverige og England i slutningen af 1992.

Man må altså på disse tre afgørende felter, der er indbyrdes afhængige – vækst i produktionen, evnen til at tilpasse sig ændringer i efterspørgsel og konkurrenceforhold samt konkurrenceevnen – konkludere, at dansk industri ikke mindst i de seneste år på alle punkter har vist en positiv udvikling.

Der er faktisk ikke grund til at tegne et begrædeligt billede. Der er tværtimod tale om et overordentlig tilfredsstillende resultat.

I den industripolitiske debat har man ofte fornemmelsen af, at der skulle være et stærkt behov for en eller anden form for saltvandsindsprøjtning til industrien i form af økonomisk bistand eller incitamenter til at anvende mere avanceret teknologi.

Jeg er bestemt ikke modstander af, at man forsøger at animere virksomheder til at anvende mere fremskreden teknologi, men jeg mener, at det er en proportionsforvrængning, hvis man koncentrerer sig om sådanne forhold uden at være klar over, at de fundamentale vilkår for industriens udvikling mere ligger i tilpasningsevne og konkurrenceevne end i specifikke støtteordninger.

De kommende år vil ligesom tidligere perioder byde på udfordringer.

De fleste kan ikke forudses, men det er sandsynligt, at de østeuropæiske landes integration i det vestlige handelssystem vil være en af dem.

Det er meget opmuntrende, at Vesteuropa i så vid udstrækning lader samhandelen vokse uden hindringer over for Østeuropa.

Det vil givetvis kræve tilpasninger, men det fundamentale forhold er her som altid, at handel skaber velstand og ikke arbejdsløshed, selvom visse brancher kan komme ud for vanskeligheder i tilpasningsprocessen.

Lad mig i den forbindelse nævne, at det for os har været af overordentlig stor betydning, at tilslutningen til Det Europæiske Fællesskab, nu Den Europæiske Union, har betydet, at der for dansk industri er sikkerhed for, at man kan handle uden forhindringer med et så stort marked.

Jeg betragter derfor medlemskabet som en meget afgørende fordel.

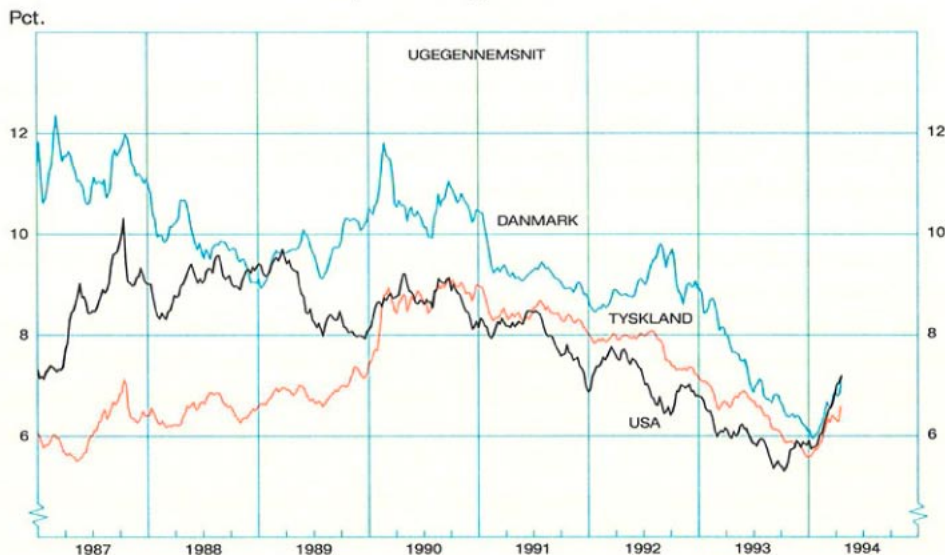
Jeg har nu i en årrække givet udtryk for tilfredshed med den stabilitetsorienterede politik, vi har fulgt.

Jeg mener, den har givet væsentlige resultater for vor økonomi.

Lad mig først nævne, at den har skabt grundlag for en velstandsstigning, som er ganske usædvanlig. De disponible realindkomster for lønmodtagere er i de seneste år steget med 12-13 pct. i alt, og det er en meget væsentlig fremgang.

Dernæst har vi rettet vor økonomi op, således at den stadige gældsætning til

*Udviklingen i lange renter i USA,
Tyskland og Danmark*



udlandet er ophørt og vendt til en situation, hvor vi er begyndt at nedbringe gælden – oven i købet ret betragteligt.

Jeg mener, at det ganske specielt for industrien har meget stor betydning, at vi fastholder denne politik.

Vi kommer ikke ud for store forskydninger i omkostningsniveauet, og man kan derfor fra industriens side planlægge på en ganske anden måde, end vi kunne i inflationsårene i 70'erne.

Hertil kommer, at stabilitetspolitikken har været en helt afgørende forudsætning for, at vort renteniveau er kommet ned på det almindelige internationale niveau – forskellen til den tyske rente er nu ganske lille.

Vi var selvfølgelig opmærksomme på, at det var en stor belastning for industrien, at kronen blev holdt uændret trods de store devalueringer i England og Sverige i anden halvdel af 1992.

Dengang gav vi udtryk for, at man måtte affinde sig med denne ulempe, fordi den var af kortfristet karakter, mens vi på langt sigt vil have store fordele af at holde fast ved en uændret valutakurs over for den hårde kerne i det europæiske valutasamarbejde.

Vi kan konstatere, at vor konkurrenceevne, når man måler den over for samtlige handelspartnere, fortsat er gunstig, og – som det fremgik af illustrationen – er markedsandelene i eksporten stort set fastholdt i 1993.

Det er derfor meget vigtigt for mig igen at fremhæve, at den stabilitetsorienterede politik er et væsentligt grundlag for industriens udvikling, og man kan roligt sige, at sporene fra de vanskelige 1970'ere skræmmer.

Vi er nu så sammensvejet med de stabilitetsorienterede lande, at vor renteudvikling er næsten parallel, hvilket illustreres på diagrammet.

Renteforskellen var tidligere meget stor, men er nu indsnævret til næsten ingenting.

Til gengæld er kapitalmarkederne blevet så integrerede, at vi må følge den internationale udvikling, uanset at det nok fra et rent dansk synspunkt ville have været naturligt, hvis vi kunne have haft et lavere renteniveau – ikke mindst i betragtning af den begrænsede prisstigningstakt.

Det kan måske forekomme ejendommeligt, at jeg bogstavelig talt ikke har noget at indvende mod den udvikling, der er sket.

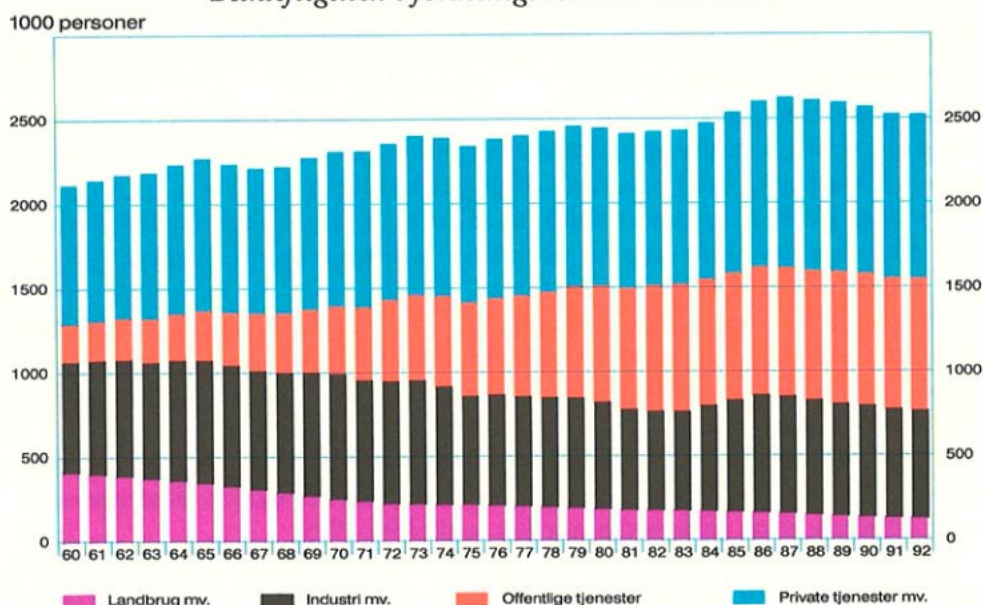
Mit standpunkt kan bedst formuleres på den måde, at jeg mener, at det fundamentale for vor økonomi er i orden, ikke mindst når det drejer sig om den industrielle udvikling. Det gælder evnen til at omstille sig, det gælder konkurrenceevnen, og det gælder den stabilitetsorienterede økonomiske politik. Det er den vigtige treklange.

Det er derfor nødvendigt at gøre sig klart, at det er disse forhold, der er fundamentale, og at man ikke må give køb på nogen af disse områder.

Det kan selvsagt ikke skjule det forhold, at arbejdsløshedsproblemet i stigende grad fremstår som det tungeste samfundspolitiske problem, men det vil ikke kunne løses eller mildnes ved at ændre på de tre fundamentale forhold.

Gennem den sidste menneskealder er beskæftigelsen som helhed steget betyde-

Beskæftigelsen i forskellige sektorer 1960-1992



Kilde: Danmarks Statistik.

ligt, fra 2,1 millioner til 2,5 millioner, og ligger dermed som andel af den aktive befolkning på et internationalt meget højt niveau. Men som det fremgår af diagrammet, har beskæftigelsen været nedadgående i landbruget og næsten uændret i industrien. Derimod har den været svagt stigende for så vidt angår private tjenester og stærkt stigende for offentlige tjenester.

Uanset at man vil kunne øge beskæftigelsen noget i industrien under den ekspansion, vi nu er inde i, tror jeg ikke, at arbejdsløshedsproblemet finder sin løsning her.

En samlet vurdering vil derfor ende i, at vi må være uhyre omhyggelige med at bevare de tre grundforudsætninger for fortsat industriel udvikling: tilpasningsevne, konkurrenceevne og den stabilitetsorienterede økonomiske politik.

Nationalbankens pressemeddelelser

Den 14. april 1994 om nedsættelse af diskontoen og foliorenten

Med baggrund i den europæiske renteutvikling nedsættes diskontoen med $\frac{1}{4}$ pct. til $5\frac{1}{4}$ pct. med virkning fra den 15. april 1994.

Foliorenten nedsættes ligeledes med $\frac{1}{4}$ pct. til $5\frac{1}{4}$ pct.

Renten ved salg af indskudsbeviser den 15. april vil være 5,90 pct., en nedsættelse på 0,10 pct.

Den 11. maj 1994 om nedsættelse af diskontoen og foliorenten

Med baggrund i den europæiske renteutvikling nedsættes diskontoen med $\frac{1}{4}$ pct. til 5 pct. med virkning fra fredag den 13. maj 1994.

Foliorenten nedsættes ligeledes med $\frac{1}{4}$ pct. til 5 pct.

Tabeller og figurer

Ultimo ¹⁾	Aktiver				Passiver			
	Danmarks internationale likviditet ²⁾		Udlån ³⁾	Obligationer og aktier ⁵⁾	Seddel- og mønt-omløb	Indlån ³⁾	Indskuds-beviser ³⁾	Staten
	Guld	Netto-fordringer på ud-landet mv.						
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
1992.....	3 456	41 508	29 132	32 018	28 020	4 800	5 743	35 075
1993.....	4 339	70 431	81 689	41 235	29 656	5 455	27 812	94 548
1991 Marts	3 769	54 292	4 449	37 989	26 736	11 524	•	32 724
Juni	3 796	51 566	3 802	33 425	27 486	20 910	•	13 117
Sept.	3 858	47 278	4 030	34 900	26 186	16 306	•	15 782
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
April	3 493	41 807	10 674	29 954	27 362	3 533	22 414	— 1 401
Maj	3 494	42 823	16 644	30 921	27 203	4 954	15 135	12 785
Juni	3 495	40 162	26 291	33 430	27 610	2 687	22 980	16 097
Juli	3 577	41 340	26 052	31 326	27 313	2 169	29 143	8 954
Aug.	3 578	41 483	25 379	31 662	26 524	2 797	29 679	8 297
Sept.	3 580	33 851	18 052	32 497	26 545	6 207	1 328	19 088
Okt.	3 627	54 642	26 946	32 506	26 590	8 964	17 749	27 946
Nov.	3 628	43 792	28 663	32 778	26 718	2 375	25 683	19 098
Dec.	3 630	39 805	29 131	32 280	28 020	4 802	5 743	31 269
1993 Jan.	3 419	47 959	37 741	31 335	26 765	5 888	18 138	32 334
Feb.	3 419	46 022	49 374	31 435	26 264	2 561	12 939	50 475
Marts	3 422	53 715	54 816	32 613	26 312	12 053	15 505	57 225
April	3 393	50 724	43 499	32 461	27 118	2 818	22 444	42 710
Maj	3 324	55 087	48 809	33 287	27 644	3 359	17 486	56 879
Juni	3 331	57 064	54 356	34 637	28 414	15 667	30 697	39 751
Juli	3 277	57 058	57 836	33 999	28 329	4 748	20 858	62 309
Aug.	3 279	58 563	100 443	30 416	27 366	8 840	18 562	101 587
Sept.	3 278	65 145	96 292	48 901	27 518	12 309	24 681	113 467
Okt.	3 238	57 735	79 031	30 256	27 533	2 825	22 273	80 825
Nov.	3 239	57 257	99 308	32 047	27 929	14 743	16 405	95 161
Dec.	3 239	66 566	81 724	38 173	29 656	5 458	27 812	89 568
1994 Jan.	4 262	63 088	71 025	33 677	28 633	8 174	25 137	64 075
Feb.	4 262	61 464	84 598	40 275	28 636	7 416	27 978	80 157
Marts	4 262	61 278	75 768	48 487	29 740	2 583	42 619	73 706

1) Årstillene er statustal, mens månedstillene er balancetal.

2) Danmarks internationale likviditet er specificeret på side 8.

3) Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken er specificeret på side 22.

4) Inklusive udlån vedrørende kontantdepoter.

5) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive obligationer erhvervet i forbindelse med genkøbsforretninger.

6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbskonti.

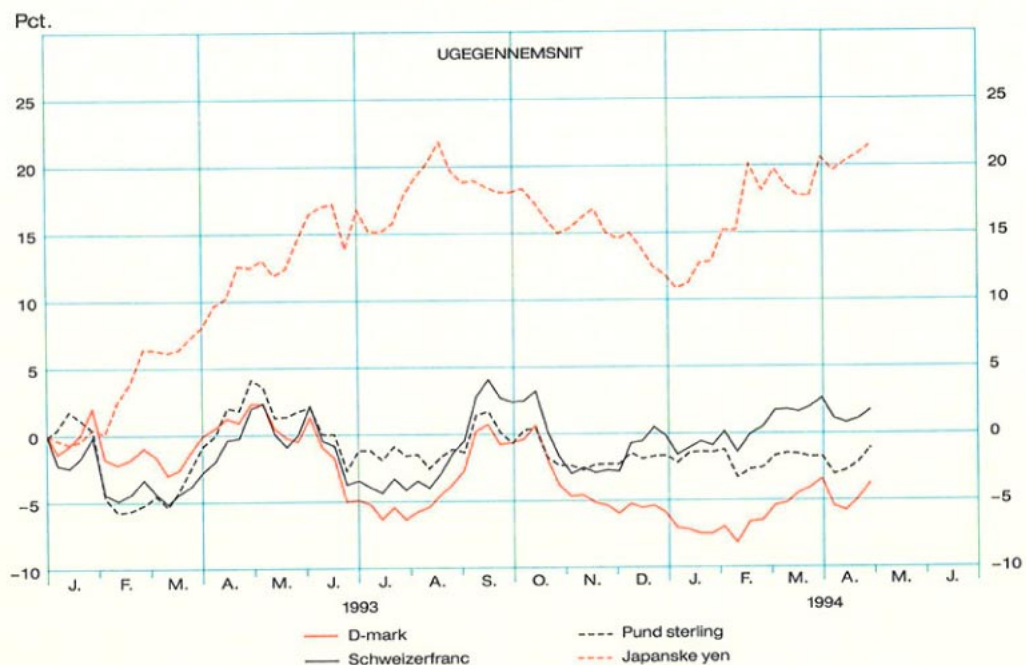
	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
	Kroner pr. 100 enheder								
	<i>ECU (XEU)</i>			<i>SDR (XDR)</i>			<i>US-dollar (USD)</i>		
1990.....	787,37	798,00	778,15	838,80	873,45	817,14	618,53	667,60	563,60
1991.....	791,55	797,40	785,15	874,70	929,13	814,57	640,34	711,75	560,20
1992.....	779,97	794,81	750,66	848,77	884,57	799,77	602,73	651,40	539,10
1993.....	758,19	788,14	740,73	906,68	993,86	843,23	649,45	716,15	602,00
1993 1. kvrt. ..	749,14	760,01	740,73	865,98	879,72	843,23	629,08	640,75	606,45
2. — ..	749,29	754,78	745,01	877,69	916,73	858,80	621,44	657,20	602,00
3. — ..	770,18	788,14	750,73	944,82	993,86	910,49	673,51	716,15	651,40
4. — ..	762,87	771,47	754,21	933,71	944,89	919,65	670,20	680,60	646,35
1994 1. kvrt. ..	755,43	758,84	751,28	932,89	946,86	923,04	672,31	685,80	654,40
Jan.	753,84	757,13	751,28	930,00	934,90	924,36	677,11	681,05	672,95
Feb.	756,38	758,21	753,95	939,70	946,86	931,24	677,31	685,80	671,60
Marts....	756,08	758,84	753,64	929,46	938,20	923,04	663,19	672,50	654,40
April ...	757,97	759,98	756,78	935,33	939,94	930,19	666,59	672,15	657,90
	<i>Pund sterling (GBP)</i>			<i>D-mark (DEM)</i>			<i>Svenske kroner (SEK)</i>		
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
1992.....	1062,91	1139,57	920,34	386,53	390,04	383,13	103,94	107,46	86,28
1993.....	974,42	1059,90	890,31	392,31	414,74	382,14	83,33	88,85	79,45
1993 1. kvrt. ..	928,37	979,10	890,31	384,70	389,04	382,19	83,75	88,85	79,55
2. — ..	953,05	979,88	933,44	383,68	385,81	382,14	83,96	86,25	79,90
3. — ..	1012,71	1059,90	979,91	401,48	414,74	384,40	84,10	87,13	81,20
4. — ..	999,56	1008,31	986,39	398,20	407,41	390,07	81,57	84,45	79,45
1994 1. kvrt. ..	1000,07	1015,63	975,13	390,07	393,97	387,12	83,95	85,79	81,01
Jan.	1010,10	1015,63	1003,91	388,47	390,69	387,12	83,27	85,23	81,01
Feb.	1001,57	1013,33	993,09	389,93	391,89	387,99	84,83	85,79	83,78
Marts....	989,11	1000,34	975,13	391,72	393,97	390,02	83,79	84,46	83,19
April ...	986,99	992,56	975,13	392,08	393,58	391,13	84,47	85,13	83,69
	<i>Norske kroner (NOK)</i>			<i>Franske franc (FRF)</i>			<i>Belgiske franc (BEF)</i>		
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
1992.....	97,15	99,12	89,23	114,02	115,14	112,75	18,775	18,913	18,631
1993.....	91,38	95,23	89,78	114,47	117,86	112,80	18,760	19,480	18,431
1993 1. kvrt. ..	90,44	91,51	89,78	113,40	114,96	112,80	18,674	18,875	18,532
2. — ..	90,63	91,27	90,19	113,76	114,49	113,20	18,657	18,758	18,589
3. — ..	92,89	95,23	90,38	115,76	117,86	113,20	19,013	19,480	18,610
4. — ..	91,47	92,79	89,96	114,82	116,33	114,12	18,679	18,858	18,431
1994 1. kvrt. ..	90,25	90,55	89,71	114,68	115,30	114,01	18,871	19,129	18,552
Jan.	90,15	90,44	89,71	114,33	114,82	114,01	18,683	18,807	18,552
Feb.	90,37	90,55	90,26	114,76	115,30	114,29	18,916	19,045	18,770
Marts....	90,24	90,50	89,98	114,95	115,30	114,65	19,009	19,129	18,905
April ...	90,40	90,56	90,31	114,44	114,91	114,30	19,043	19,112	18,987
	<i>Schweizerfranc (CHF)</i>			<i>Hollandske gylde (NLG)</i>			<i>Italienske lire (ITL)</i>		
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
1992.....	429,85	449,14	416,42	343,29	346,21	340,58	0,4911	0,5176	0,4054
1993.....	439,43	472,70	411,95	349,23	368,40	339,64	0,4126	0,4409	0,3830
1993 1. kvrt. ..	417,70	430,44	411,95	342,06	345,70	339,64	0,4069	0,4268	0,3851
2. — ..	425,27	433,02	414,55	341,85	343,85	340,72	0,4130	0,4255	0,3830
3. — ..	455,93	472,70	432,23	357,11	368,40	342,13	0,4245	0,4409	0,4105
4. — ..	456,57	465,07	449,87	354,86	362,18	348,49	0,4055	0,4179	0,3934
1994 1. kvrt. ..	462,66	469,88	456,46	347,76	350,32	345,81	0,3987	0,4050	0,3942
Jan.	459,98	464,38	456,46	346,95	349,21	345,81	0,3981	0,4004	0,3954
Feb.	464,42	469,88	461,91	347,72	349,24	346,34	0,4015	0,4050	0,3971
Marts....	463,62	466,79	459,74	348,57	350,32	346,95	0,3969	0,4041	0,3942
April ...	462,92	466,99	459,51	349,14	350,19	348,54	0,4095	0,4131	0,4043

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

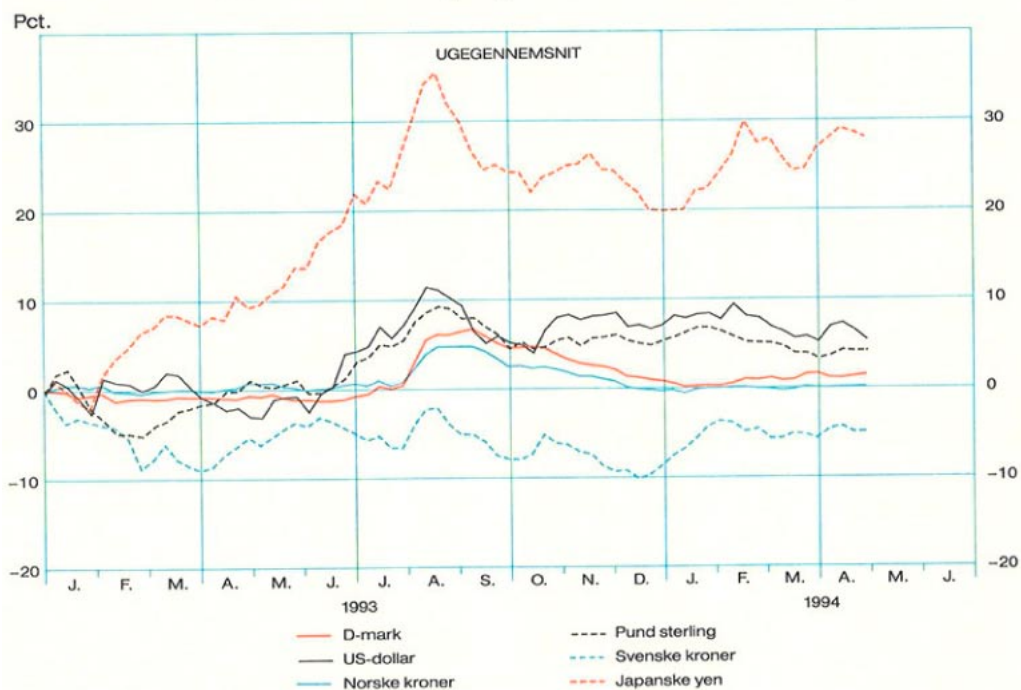
grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af middel-/markedskursen på de valutaer, der indgår.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
<i>Finske mark (FIM)</i>				<i>Islandske kroner (ISK)</i>			<i>Østrigske schilling (ATS)</i>		
1990.....	161,89	164,84	159,28	10,65	10,95	10,45	54,420	55,410	53,980
1991.....	158,32	164,60	139,56	10,87	11,20	10,45	54,811	55,358	54,260
1992.....	135,08	143,49	116,84	10,47	10,85	9,66	54,928	55,430	54,456
1993.....	113,54	120,14	103,84	9,59	9,88	9,17	55,760	58,943	55,304
1993 1. kvrt. ..	109,48	118,60	103,84	9,73	9,87	9,63	54,675	55,299	54,323
2. — ..	112,09	115,09	105,65	9,72	9,87	9,17	54,529	54,845	54,304
3. — ..	116,18	120,14	112,60	9,50	9,88	9,19	57,052	58,943	54,612
4. — ..	116,11	117,52	113,06	9,42	9,54	9,27	56,616	57,906	55,476
1994 1. kvrt. ..	120,01	122,12	116,97	9,24	9,32	9,14	55,472	55,992	55,078
Jan.	118,90	121,07	116,97	9,27	9,32	9,23	55,265	55,565	55,078
Feb.	121,33	122,12	120,61	9,28	9,31	9,25	55,461	55,729	55,188
Marts....	119,86	120,99	118,76	9,19	9,23	9,14	55,680	55,992	55,438
April ...	121,29	121,91	120,51	9,24	9,26	9,21	55,737	55,944	55,605
<i>Spanske pesetas (ESP)</i>				<i>Portugisiske escudos (PTE)</i>			<i>Canadiske dollar (CAD)</i>		
1990.....	6,074	6,226	5,930	4,341	4,415	4,292	530,19	574,30	484,35
1991.....	6,157	6,220	6,043	4,429	4,521	4,290	559,29	622,45	483,90
1992.....	5,905	6,190	5,335	4,471	4,652	4,260	499,19	547,65	434,37
1993.....	5,102	5,473	4,686	4,037	4,320	3,779	503,09	557,53	473,67
1993 1. kvrt. ..	5,393	5,473	5,289	4,216	4,320	4,132	498,91	514,58	476,58
2. — ..	5,121	5,376	4,807	4,076	4,166	3,970	489,06	511,20	473,67
3. — ..	4,999	5,150	4,686	3,983	4,059	3,779	516,83	557,53	491,25
4. — ..	4,907	5,054	4,737	3,883	3,941	3,826	505,94	524,63	484,27
1994 1. kvrt. ..	4,764	4,818	4,642	3,837	3,879	3,777	501,72	519,41	476,00
Jan.	4,728	4,818	4,642	3,844	3,878	3,808	514,25	519,41	509,69
Feb.	4,794	4,812	4,764	3,861	3,879	3,841	505,10	510,95	498,11
Marts....	4,772	4,806	4,731	3,808	3,844	3,777	486,68	495,83	476,00
April ...	4,821	4,847	4,793	3,840	3,877	3,825	482,37	488,33	476,54
<i>Japanske yen (JPY)</i>				<i>Irske pund (IEP)</i>			<i>Græske drachmer (GRD)</i>		
1990.....	4,2846	4,6155	3,9820	1023,56	1032,25	1019,00	3,907	4,175	3,680
1991.....	4,7604	5,1285	4,2700	1030,27	1038,91	1021,65	3,514	3,675	3,371
1992.....	4,7606	5,0294	4,3516	1026,49	1036,16	1011,31	3,167	3,373	2,902
1993.....	5,8736	6,9916	4,8943	949,92	1022,78	928,54	2,828	2,978	2,715
1993 1. kvrt. ..	5,2130	5,4673	4,8943	960,99	1022,78	928,54	2,859	2,916	2,812
2. — ..	5,6612	6,1912	5,3457	935,61	939,81	932,20	2,820	2,845	2,799
3. — ..	6,3791	6,9916	6,0037	951,15	993,51	932,18	2,866	2,978	2,799
4. — ..	6,1934	6,3562	5,9665	950,91	962,44	943,52	2,768	2,820	2,715
1994 1. kvrt. ..	6,2476	6,5723	5,9846	960,47	975,22	943,72	2,698	2,719	2,670
Jan.	6,0765	6,1927	5,9846	968,78	975,22	956,42	2,705	2,719	2,693
Feb.	6,3680	6,5723	6,2173	961,86	973,13	953,75	2,702	2,713	2,695
Marts....	6,3016	6,4554	6,2127	951,26	959,32	943,72	2,687	2,709	2,670
April ...	6,4379	6,5070	6,3779	956,58	964,25	942,77	2,673	2,680	2,666
<i>Australske dollar (AUD)</i>				<i>Newzealandske dollar (NZD)</i>					
1990.....	•	•	•	•	•	•			
1991.....	•	•	•	•	•	•			
1992.....	443,10	494,95	385,46	324,29	357,72	290,22			
1993.....	440,77	494,93	409,08	351,63	394,46	313,37			
1993 1. kvrt. ..	433,00	457,05	409,08	327,21	342,89	313,37			
2. — ..	431,32	444,19	412,99	335,95	353,25	324,73			
3. — ..	451,01	494,93	420,46	370,92	394,46	353,24			
4. — ..	446,48	459,34	424,37	369,95	378,52	356,53			
1994 1. kvrt. ..	475,87	494,39	459,24	383,13	395,50	370,60			
Jan.	470,97	481,95	459,24	381,08	387,11	375,78			
Feb.	485,26	494,39	479,92	389,27	395,50	384,40			
Marts....	472,02	484,67	462,85	379,51	388,64	370,60			
April ...	477,44	486,77	466,94	379,32	383,39	374,53			

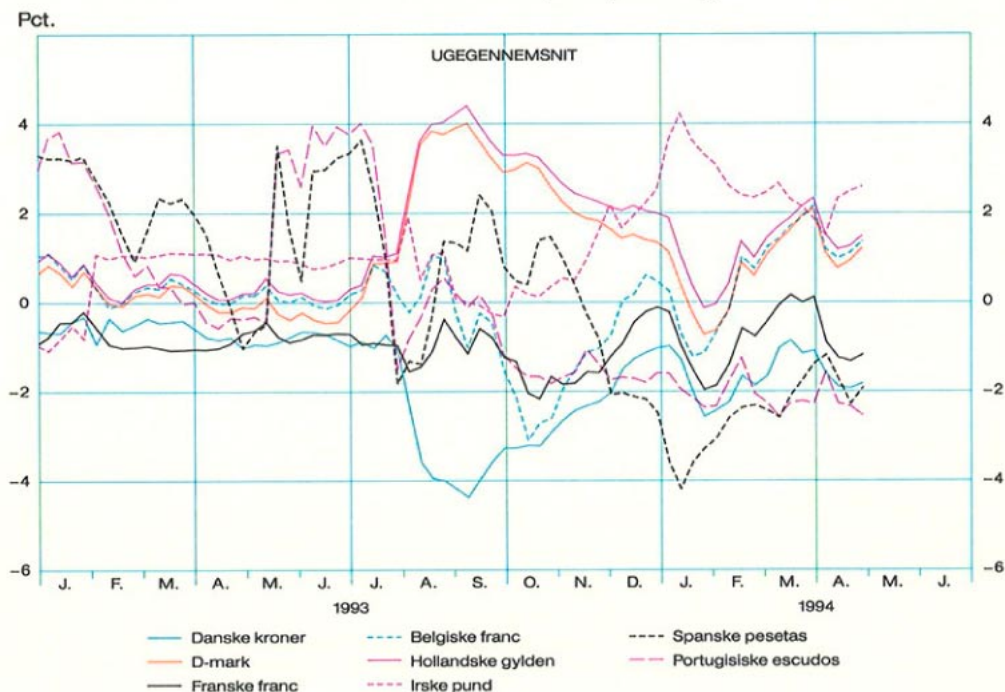
Valutakursudviklingen i forhold til dollar



Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner



Anm.: Figureerne viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1992.



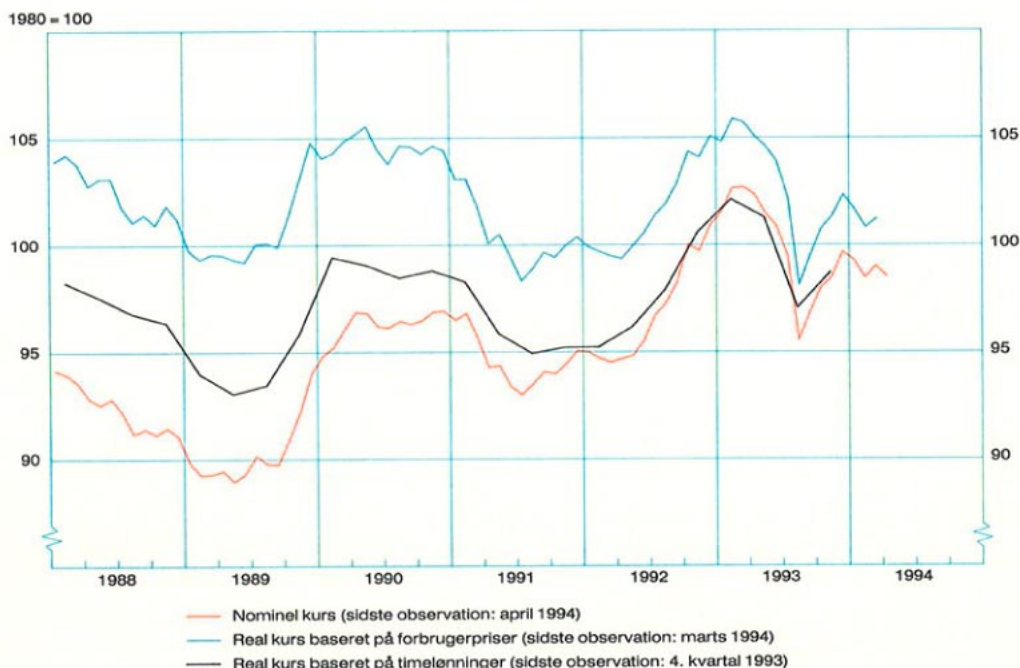
Anm.: Figuren viser EMS-valutaernes placering i forhold til midten af EMS-valutaerne, der fra og med august 1993 har udsvingsgrænser på 15 pct. Udsvingsgrænserne var til og med juli 1993 2½ pct., bortset fra spanske pesetas og portugisiske escudos, der havde udsvingsgrænser på 6 pct. Pund sterling og italienske lire udgik af valutakurssamarbejdet i september 1992.

Effektiv 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 i 1989. Yderligere information om beregningsmetoden kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk-Statistisk Kontor. Opmærksomheden henledes endvidere på den nominelle og de reale effektive kronekurser på side 6. Løbende beregninger af den effektive kronekurs offentliggøres også i „Finansiel Månedstatistik” fra Danmarks Nationalbank.

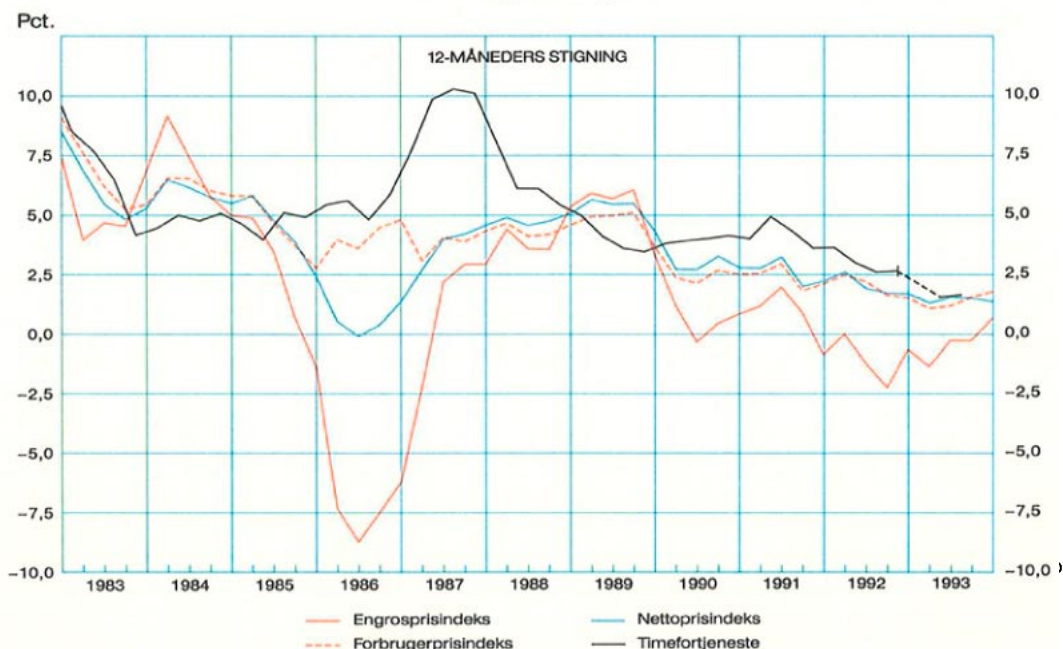
Nominel og real effektiv kronekurs



	Nominel effektiv kronekurs	Forbruger- priser i Danmark	Forbruger- priser i udlandet	Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Timeløn i Danmark, sæson- korrigeret	Timeløn i udlandet, sæson- korrigeret	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger
	1980=100						
1988	92,3	165,0	148,7	102,4	172,5	163,8	97,2
1989	90,2	172,9	155,2	100,5	180,2	172,8	94,1
1990	96,3	177,4	163,4	104,6	188,8	183,7	98,9
1991	94,6	181,7	171,2	100,4	197,2	194,3	96,0
1992	96,9	185,5	176,9	101,6	203,8	202,5	97,4
1993	99,9	187,8	182,5	102,9	208,8	209,2	99,7
1992 4. kv. ..	100,2	186,3	178,7	104,5	205,9	205,2	100,6
1993 1. kv. ..	102,3	186,4	180,7	105,5	206,9	207,4	102,1
2. — ..	101,5	187,7	182,4	104,5	206,9	207,5	101,2
3. — ..	97,3	188,1	183,1	99,9	209,7	210,3	97,0
4. — ..	98,7	189,2	184,0	101,5	211,5	211,6	98,7
1994 1. kv. ..	98,9	189,7	185,3	101,2	...	...	...
1993 Marts ...	102,7	186,8	181,4	105,7	•	•	•
April ...	102,3	187,0	182,1	105,1	•	•	•
Maj	101,5	188,1	182,4	104,6	•	•	•
Juni	100,9	188,0	182,5	103,9	•	•	•
Juli	99,5	187,7	182,7	102,2	•	•	•
Aug.	95,5	188,0	183,0	98,1	•	•	•
Sept.	96,8	188,6	183,5	99,5	•	•	•
Okt.	98,0	189,1	183,9	100,8	•	•	•
Nov.	98,5	189,4	184,0	101,4	•	•	•
Dec.	99,7	189,0	184,0	102,3	•	•	•
1994 Jan.	99,3	189,2	184,7	101,7	•	•	•
Feb.	98,5	189,8	185,3	100,8	•	•	•
Marts ...	99,0	190,0	185,8	101,2	•	•	•
April ...	98,5	...	...	...	•	•	•

Anm.: Vægtgrundlaget er beregnet på basis af den internationale handel med industrivarer i 1989. Til og med 1991 på basis af 1983-handelen. Priser og lønninger for de seneste perioder kan være foreløbige. Et fald i en real effektiv kronekurs er alt

andet lige udtryk for en forbedring af konkurrenceevnen. Yderligere information kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk-Statistisk Kontor.



	Engros- prisindeks ¹⁾	Forbruger- prisindeks ²⁾	Netto- prisindeks ²⁾	Time- fortjeneste ³⁾	Engros- prisindeks ¹⁾	Netto- prisindeks ²⁾	Time- fortjeneste ³⁾	
	År-til-år stigning i procent				1980=100	Jan. 1975=100	1980=100	Kroner
1984.....	7,6	6,3	6,0	4,8	143,9	217,6	134	79,66
1985.....	2,9	4,7	4,6	4,7	148,1	227,7	141	83,42
1986.....	-6,8	3,6	0,7	5,4	138,1	229,3	148	87,89
1987.....	-0,2	4,0	3,1	9,5	137,8	236,5	162	96,25
1988.....	3,9	4,6	5,0	6,3	143,2	248,4	173	102,34
1989.....	5,8	4,8	5,2	4,0	151,5	261,4	180	106,45
1990.....	1,0	2,6	3,1	3,9	153,0	269,6	187	110,65
1991.....	1,0	2,4	2,6	4,2	154,5	276,7	194	115,27
1992.....	-1,1	2,1	2,1	2,9	152,8	282,5	200	118,62
1993.....	-0,6	1,2	1,4	...	151,9	286,5	...	...
1991 1. kv. ...	0,7	2,5	2,7	4,0	153,3	273,4	190	112,50
2. — ..	1,7	2,7	2,9	4,9	154,6	276,1	195	115,87
3. — ..	0,8	2,3	2,6	4,3	154,9	277,6	195	115,88
4. — ..	0,6	2,2	2,4	3,6	155,3	279,7	197	116,77
1992 1. kv. ...	-0,3	2,3	2,5	3,6	152,7	280,1	197	116,54
2. — ..	-0,3	2,4	2,5	2,9	154,1	282,9	201	119,28
3. — ..	-1,9	2,1	1,8	2,6	152,0	282,6	200	118,84
4. — ..	-2,0	1,5	1,6	2,6	152,1	284,3	202	119,81
1993 1. kv. ...	-0,8	1,3	1,5	...	151,5	284,3	...	...
2. — ..	-1,4	1,0	1,3	1,5	152,0	286,6	...	...
3. — ..	0,0	1,2	1,6	1,6	152,1	287,0	...	...
4. — ..	0,0	1,5	1,4	...	152,1	288,3	...	...
1994 1. kv. ...	0,6	1,8	1,3	...	152,4	288,2	...	...

Anm.: Årstallene og kvartalstallene 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 indirekte skatter og pristilskud. Vægtene i begge indeks er siden fe-

bruar 1991 baseret på sammensætningen af det private forbrug i 1987. Indeks for forbrugerpriser er anført på side 6 nederst.

³⁾ Gennemsnitlig timefortjeneste for samtlige arbejdere i industri, håndværk samt bygge- og anlægsvirksomhed. I 1992 er 3. og 4. kvartal beregnet på baggrund af godt 50 pct. af beskæftigelsen. I 1993 skøn udarbejdet af Dansk Arbejdsgiverforening.

Danmarks internationale likviditet



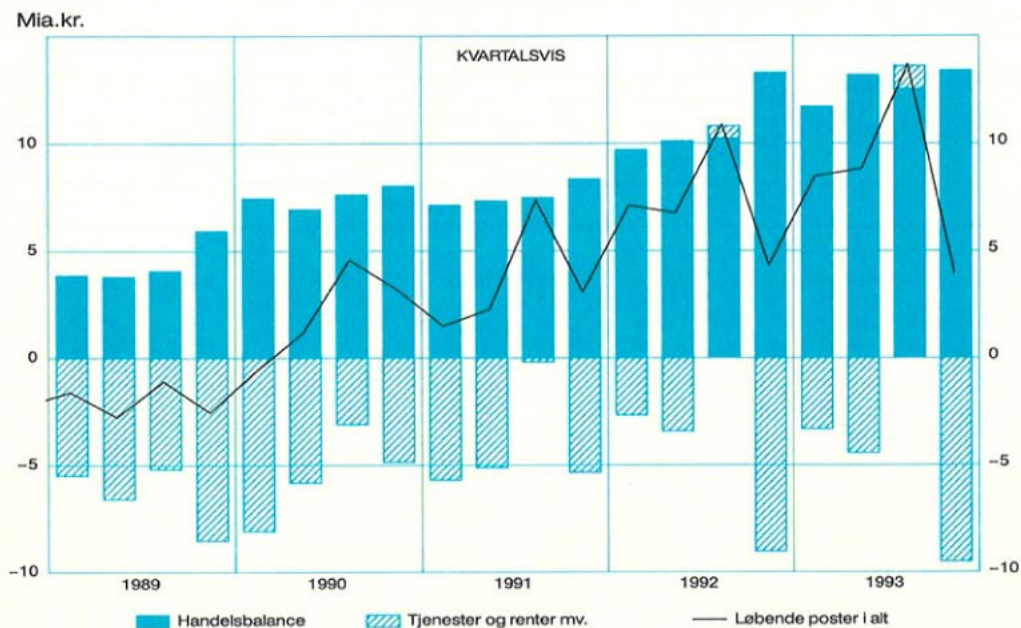
Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Europæiske valuta- enheder (ECU)	Særlige træknings- rettigheder i IMF (SDR)	Reserve- stilling over for IMF ²⁾	Danmarks inter- nationale likviditet (brutto)	Forpligtelser over for udlandet	Danmarks inter- nationale likviditet (netto) ³⁾
	Millioner kroner							
1983.....	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
1992.....	3 456	63 540	2 757	528	2 975	73 256	28 292	44 964
1993.....	4 339	62 818	4 947	580	2 876	75 560	790	74 770
1993 Jan.	3 419	38 438	6 857	509	2 908	52 131	753	51 378
Feb.	3 419	65 488	6 859	1 115	2 873	79 754	30 313	49 441
Marts...	3 422	67 137	6 858	1 023	2 792	81 232	24 095	57 137
April ...	3 393	52 124	4 194	937	2 792	63 440	9 323	54 117
Maj	3 324	48 222	4 195	788	2 792	59 321	910	58 411
Juni	3 331	50 279	4 195	663	2 792	61 260	865	60 395
Juli	3 277	69 403	4 974	764	2 792	81 210	20 875	60 335
Aug. ...	3 279	53 973	4 968	1 111	2 792	66 123	4 281	61 842
Sept. ...	3 278	57 032	5 125	1 092	2 757	69 284	861	68 423
Okt. ...	3 238	49 769	5 048	1 054	2 757	61 866	893	60 973
Nov. ...	3 239	49 334	5 048	1 051	2 666	61 338	842	60 496
Dec.	3 239	59 138	5 048	523	2 647	70 595	790	69 805
1994 Jan.	4 262	55 432	4 480	775	2 876	67 825	475	67 350
Feb.	4 262	53 657	4 480	783	2 876	66 058	332	65 726
Marts...	4 262	53 487	4 480	710	2 876	65 815	275	65 540

¹⁾ Årstillene er statustal, mens månedstillene er balancetal.

²⁾ Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

³⁾ Kursreguleringer af Danmarks internationale likviditet medførte 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., i 1991 en stigning på 2.082 mill.kr., i 1992 en stigning på 1.529 mill.kr. og i december 1993 en stigning på 4.965 mill.kr.



	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		
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	- 8,2	13,6	5,9	- 27,7
1990.....	30,0	2,4	- 2,2	- 35,2	13,2	8,2	- 31,9	18,5	21,6
1991.....	30,3	2,4	0,6	- 35,7	16,3	14,0	25,7	9,1	- 20,8
1992.....	43,4	2,5	- 0,2	- 33,7	16,8	28,8	17,1	12,8	- 1,1
1993.....	50,8	3,6	- 1,1	- 30,6	11,9	34,7	11,5	- 1,7	24,8
1992 3. kvrt. ..	10,2	0,6	1,5	- 4,8	3,3	10,8	18,4	- 1,3	- 6,2
4. — ..	13,3	0,9	- 0,6	- 13,9	4,5	4,3	- 8,8	7,0	6,0
1993 1. kvrt. ..	11,7	0,5	- 1,3	- 5,0	2,5	8,4	- 9,9	6,1	12,2
2. — ..	13,2	0,3	0,1	- 8,0	3,1	8,8	4,7	0,8	3,3
3. — ..	12,5	1,8	1,0	- 5,1	3,3	13,6	5,4	0,2	8,0
4. — ..	13,4	0,9	- 0,8	- 12,5	3,0	3,9	11,3	- 8,8	1,4

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

¹⁾ 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 EU's landbrugsfond (EUGFL) samt Danmarks bidrag til dækning af fællesskabernes finansieringsbehov.

³⁾ Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet er specificeret på side 10.

⁴⁾ Inklusive fejl og udeladelser.

Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet

	Offentlig sektor ¹⁾	Privat sektor								Regi- strerede kapital- betalinger i alt
		Direkte investeringer ²⁾		Porte- følge- 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										
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	57,5	11,7	1,8	221,7	199,9	24,9	22,6	•	482,5	540,0
1991	36,0	11,1	2,3	375,1	196,3	31,6	29,7	•	646,0	682,0
1992	106,8	67,2	16,0	667,5	166,0	29,9	25,6	•	972,1	1 078,9
1993	236,6	48,9	38,5	1 251,7	145,0	12,3	51,6	•	1 547,9	1 784,5
1992 4. kvt.	32,9	11,2	6,6	217,4	36,6	5,2	8,0	•	285,0	317,9
1993 1. kvt.	59,5	13,6	10,0	218,7	49,1	2,6	5,0	•	299,0	358,5
2. —	30,5	11,8	9,7	275,4	36,7	2,1	7,0	•	342,6	373,1
3. —	114,5	8,1	7,2	377,7	28,5	1,7	18,7	•	441,8	556,3
4. —	32,1	15,5	11,7	380,0	30,7	5,8	20,8	•	464,4	496,5
1994 1. kvt.	27,8	11,4	8,7	388,8	23,7	2,7	27,9	•	463,2	491,0
Udgift										
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
1992	96,5	61,0	29,4	606,1	183,1	40,7	24,7	•	945,0	1 041,5
1993	175,1	38,0	47,4	1 169,5	158,0	13,1	54,2	•	1 480,2	1 655,3
1992 4. kvt.	25,1	11,8	9,7	194,7	41,6	11,0	8,6	•	277,4	302,5
1993 1. kvt.	47,4	9,0	13,1	203,1	48,4	3,1	5,7	•	282,4	329,8
2. —	33,4	8,4	10,6	255,1	42,0	4,4	8,2	•	328,8	362,2
3. —	49,8	8,5	9,6	377,1	32,5	3,3	19,3	•	450,2	500,0
4. —	44,5	12,1	14,2	334,1	35,0	2,3	21,0	•	418,8	463,3
1994 1. kvt.	44,8	7,0	11,7	420,1	31,1	6,0	28,4	•	504,2	549,0
Nettoindtægt										
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	8,5	7,5	- 9,3	17,3	22,5	2,9	- 7,5	- 9,9	23,5	31,9
1991	- 27,9	9,3	- 11,8	12,8	- 2,8	13,0	- 8,6	- 9,8	2,1	- 25,7
1992	10,3	6,1	- 13,4	61,4	- 17,1	- 10,8	1,0	- 54,6	- 27,4	- 17,1
1993	61,4	10,9	- 8,9	82,2	- 13,0	- 0,9	- 2,6	- 140,6	- 73,0	- 11,5
1992 4. kvt.	7,8	- 0,7	- 3,1	22,8	- 4,9	- 5,8	- 0,7	- 6,6	0,9	8,8
1993 1. kvt.	12,1	4,6	- 3,1	15,6	0,7	- 0,5	- 0,6	- 18,8	- 2,2	9,9
2. —	- 3,0	3,3	- 0,9	20,3	- 5,3	- 2,3	- 1,2	- 15,6	- 1,8	- 4,7
3. —	64,7	- 0,3	- 2,4	0,5	- 4,0	- 1,5	- 0,6	- 61,7	- 70,1	- 5,4
4. —	- 12,4	3,4	- 2,6	45,8	- 4,3	3,5	- 0,2	- 44,5	1,1	- 11,3
1994 1. kvt.	- 17,0	4,4	- 3,0	- 31,3	- 7,4	- 3,3	- 0,5	59,3	18,3	1,3

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken. Ud over de registrerede kapitalbetalinger omfatter de i betalingsbalancen anførte kapitalbetalinger også ikke-registrerede lån og kreditter, jf. side 9.

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 11.

⁴⁾ Et positivt tal er udtryk for en nettolåntagning i udlandet. Udlandsstillingen er specificeret på side 19.

	Danske værdipapirer							Udenlandske værdipapirer			
	Aktier	Obligationer mv.					I alt	Aktier	Obliga- tioner mv.		I alt
		i kroner				i frem- med mønt					
		Stats- obliga- tioner	Stats- gælds- beviser	Skat- kammer- beviser	Andre papirer						
									i kroner	i frem- med mønt	
Milliarder kroner											
Indtægt											
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	0,0	4,0	9,5
1986.....	3,0	31,6	0,0	•	36,1	6,9	77,7	21,4	0,0	11,9	33,3
1987.....	6,6	52,3	0,1	•	48,1	4,1	111,2	32,0	0,1	17,2	49,3
1988.....	3,7	74,0	2,5	•	69,9	3,2	153,3	16,5	0,5	11,3	28,4
1989.....	10,4	49,0	5,8	•	33,2	4,1	102,5	15,2	1,3	17,7	34,2
1990.....	9,5	91,7	16,4	4,9	31,6	4,7	158,9	15,3	3,1	44,5	62,8
1991.....	8,4	187,9	48,3	16,3	19,5	10,2	290,6	15,6	10,8	58,1	84,5
1992.....	8,2	398,8	60,6	29,8	24,1	30,9	552,5	14,8	22,4	77,8	115,0
1993.....	20,1	828,0	253,8	7,6	37,9	5,4	1 152,9	20,9	2,8	75,1	98,8
1992 4. kv. ..	2,3	131,8	42,7	4,5	5,2	2,7	189,2	3,7	4,3	20,3	28,3
1993 1. kv. ..	4,8	144,9	38,5	2,3	5,1	2,1	197,8	4,6	0,6	15,7	20,8
2. — ..	4,4	180,6	58,6	2,4	7,2	1,1	254,2	4,6	1,2	15,3	21,2
3. — ..	5,1	258,2	78,8	2,7	6,3	1,3	352,4	5,3	0,3	19,7	25,3
4. — ..	5,8	244,4	77,9	0,2	19,3	0,9	348,4	6,5	0,7	24,4	31,5
1994 1. kv. ..	9,0	245,8	60,0	0,5	31,6	1,6	348,5	6,4	2,2	31,7	40,3
Udgift											
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	0,0	4,4	12,3
1986.....	2,0	29,7	0,1	•	37,3	7,6	76,7	32,4	0,1	18,8	51,3
1987.....	4,7	37,9	0,0	•	45,2	3,6	91,4	30,0	0,3	14,1	44,3
1988.....	4,8	68,8	0,9	•	63,9	3,3	141,7	18,5	0,5	13,9	32,9
1989.....	9,5	53,3	5,3	•	38,3	4,5	110,9	18,8	1,5	24,9	45,3
1990.....	9,2	70,3	14,1	3,5	28,0	8,1	133,4	17,4	2,8	50,7	70,9
1991.....	8,3	158,4	39,3	12,3	22,4	9,1	249,8	20,1	19,7	72,6	112,4
1992.....	7,8	351,2	60,7	32,6	21,8	24,6	498,6	18,7	15,2	73,6	107,5
1993.....	13,2	774,9	237,9	10,0	29,3	5,0	1 070,3	23,4	2,0	73,7	99,2
1992 4. kv. ..	2,3	118,7	37,8	6,1	6,1	2,3	173,3	4,6	0,8	16,0	21,4
1993 1. kv. ..	2,8	139,8	33,6	3,6	5,6	1,4	186,8	4,9	0,2	11,3	16,3
2. — ..	3,2	173,9	47,8	2,7	5,6	1,4	234,5	4,7	0,4	15,5	20,6
3. — ..	3,2	257,1	81,2	2,1	6,2	1,1	350,9	6,0	0,2	20,1	26,2
4. — ..	3,9	204,2	75,3	1,6	11,9	1,2	298,1	7,8	1,3	26,9	36,0
1994 1. kv. ..	7,0	265,7	66,9	0,3	29,5	2,3	371,7	10,1	1,1	37,2	48,4
Nettoindtægt											
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	0,0	- 0,4	- 2,8
1986.....	1,0	1,9	0,0	•	- 1,2	- 0,6	1,0	- 11,1	- 0,1	- 6,9	- 18,0
1987.....	1,9	14,4	0,1	•	2,9	0,5	19,8	2,0	- 0,2	3,1	5,0
1988.....	- 1,1	5,2	1,6	•	6,0	- 0,1	11,6	- 1,9	0,1	- 2,6	- 4,5
1989.....	1,0	- 4,3	0,4	•	- 5,1	- 0,5	- 8,4	- 3,6	- 0,3	- 7,2	- 11,1
1990.....	0,3	21,4	2,3	1,4	3,5	- 3,5	25,4	- 2,1	0,3	- 6,3	- 8,1
1991.....	0,1	29,5	9,0	4,0	- 3,0	1,2	40,7	- 4,5	- 9,0	- 14,5	- 27,9
1992.....	0,3	47,6	- 0,1	- 2,7	2,4	6,3	53,8	- 3,9	7,2	4,2	7,5
1993.....	6,9	53,1	15,9	- 2,4	8,6	0,4	82,6	- 2,5	0,8	1,4	- 0,3
1992 4. kv. ..	0,0	13,1	4,9	- 1,6	- 0,9	0,3	15,9	- 0,9	3,5	4,3	6,8
1993 1. kv. ..	2,0	5,1	4,9	- 1,3	- 0,5	0,8	11,0	- 0,3	0,4	4,4	4,5
2. — ..	1,2	6,7	10,8	- 0,4	1,6	- 0,3	19,7	0,0	0,8	- 0,2	0,6
3. — ..	1,9	1,1	- 2,4	0,6	0,1	0,2	1,5	- 0,8	0,2	- 0,4	- 1,0
4. — ..	1,8	40,2	2,6	- 1,3	7,4	- 0,3	50,3	- 1,4	- 0,6	- 2,5	- 4,5
1994 1. kv. ..	2,0	- 19,9	- 6,8	0,1	2,2	- 0,7	- 23,2	- 3,8	1,1	- 5,4	- 8,1

	Import (cif)				Eksport (fob)				Handels- balance
	I alt	heraf			I alt	heraf			
		Varer til erhvervene	Brændsels- stoffer mv.	Varer til forbrug samt per- sonbiler		Landbrugs- produkter ¹⁾	Industri- produkter	Brændsels- stoffer mv.	
Milliarder kroner									
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	<u>206,8</u>	<u>118,3</u>	<u>14,2</u>	<u>57,6</u>	<u>229,8</u>	<u>40,3</u>	<u>159,5</u>	<u>9,4</u>	<u>23,0</u>
1992	211,2	122,6	12,6	62,5	246,0	41,0	171,4	9,4	34,9
1993	199,0	115,6	11,7	60,6	242,0	39,3	171,0	8,8	43,0
1992 3. kv.	50,4	28,9	3,2	15,9	58,9	9,6	42,0	2,3	8,5
4. —	52,3	30,8	2,9	15,6	63,5	10,0	43,2	2,5	11,2
1993 1. kv.	48,8	28,4	2,4	14,8	58,4	9,2	42,0	2,4	9,7
2. —	47,3	28,2	2,8	13,9	58,7	9,2	42,0	2,1	11,4
3. —	48,5	27,2	3,6	15,5	59,1	10,1	41,5	2,0	10,6
4. —	54,4	31,8	3,0	16,5	65,7	10,8	45,4	2,2	11,3

Anm.: Generalhandel, dvs. inklusive transithandel. Til og med 1991 ¹⁾ Inklusive kød- og mælkekonserver.
opgjort som specialhandel.

Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen

	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ²⁾
	1985=100 ¹⁾		1985=100 ¹⁾		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100 ¹⁾
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	133	116	99	90	110
1992	138	120	97	87	112
1991 1. kvt.	127	112	98	90	109
2. —	133	116	100	91	110
3. —	129	112	99	91	109
4. —	139	121	99	91	109
1992 1. kvt.	138	121	99	89	110
2. —	139	120	99	89	111
3. —	133	115	98	88	112
4. —	139	121	96	86	112

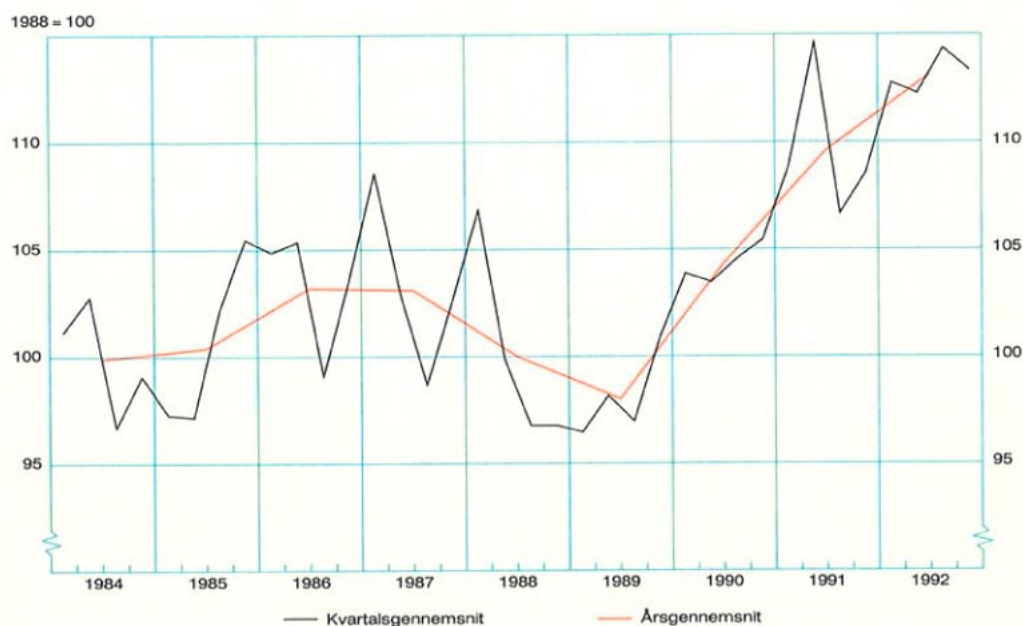
Anm.: Specialhandel, dvs. eksklusive transithandel. Eksklusive skibe og fly.

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.

Industrieksportens markedsandele (Løbende priser)

13



	Tyskland	England	Frankrig	Holland	Sverige	Norge	USA	13 større markeder i alt ¹⁾
1988=100								
1984.....	92	104	96	90	101	113	125	100
1985.....	89	104	97	89	102	109	134	100
1986.....	92	106	102	90	106	112	127	103
1987.....	98	105	104	93	104	111	114	103
1988.....	100	100	100	100	100	100	100	100
1989.....	97	100	96	99	100	92	99	98
1990.....	110	97	95	105	112	99	103	104
1991.....	123	100	93	109	120	108	100	110
1992.....	134	103	94	112	120	108	98	113
1990 1. kv. ..	102	104	97	106	111	96	101	104
2. — ..	107	96	101	108	111	93	104	103
3. — ..	114	93	92	103	115	105	92	105
4. — ..	115	96	89	105	112	104	112	105
1991 1. kv. ..	120	98	94	111	116	111	102	109
2. — ..	130	105	101	117	122	107	108	115
3. — ..	120	95	90	106	116	107	93	107
4. — ..	123	101	86	102	124	106	97	109
1992 1. kv. ..	130	104	92	108	122	110	97	113
2. — ..	137	101	96	112	117	99	102	112
3. — ..	134	103	96	116	119	110	93	114
4. — ..	134	104	91	114	123	111	100	113

Anm.: Markedsandelene viser forholdet mellem den danske eksport og importlandets import. Nærmere oplysninger om beregningsmetoden findes i Kvartaloversigten, november 1991. Yderligere information kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk-Statistisk Kontor.
Som følge af problemerne med EU-landenes udenrigshan-

delstatistik for 1993 kan beregningerne endnu ikke foretages for dette år.

¹⁾ De anførte lande samt Belgien, Italien, Spanien, Finland, Østrig og Japan. Herved er 80,1 pct. af eksporten af industrivarer i 1992 omfattet af beregningen.

Statsfinanserne
(Ifølge statsregnskab)

Finansår	Overskud på drifts-, anlægs- og udlåns-budgettet	Netto-udgifter på kapital-budgettet ¹⁾	Brutto-kasse-overskud ²⁾	Afviklet ved			
				Indenlandsk låntagning			Udenlandsk låntagning ⁴⁾
				Salg af statspapirer	Træk på National-banken (netto)	Andet ³⁾	
Milliarder kroner							
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	<u>111,4</u>	- <u>137,7</u>	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	114,4	33,5	0,1	2,2
1992	- 35,3	108,0	- 143,3	135,0	- 19,7	0,4	27,5
1993 ⁵⁾	- 51,7	86,1	- 137,8	...	...	...	...
1994 ⁵⁾	- 54,4	65,5	- 119,9	...	...	...	...

¹⁾ 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.

²⁾ I perioden fra og med 1986 til og med 1990 inklusive ændringer i Postgiros mellemværender med andre end staten. I 1991 er finansieringsbehovet forøget med ca. 21 mia.kr. på grund af Postgiros omdannelse til GiroBank.

³⁾ Til og med 1985 inklusive træk på postgiro, jf. note 2.

⁴⁾ Inklusive udenlandske lån genudlånt til elværker.

⁵⁾ Skøn, budgetoversigt december 1993.

Statens finansieringsbehov

	Statens brutto- finansie- rings- behov	Afdrag på udenlandske statslån	Afdrag på inden- landske stats- papirer ¹⁾	Statens netto- finansie- rings- behov	Dækket ved				
					Nettosalg af statspapirer i kroner til ²⁾		Uden- landsk netto- låntag- ning	Salg af ECU- obliga- tioner	Netto- træk på National- banken ³⁾
					Private, virksom- heder og fonde mv. ⁴⁾	National- banken og pengeinsti- tutterne mv. ⁴⁾			
Milliarder kroner									
1984.....	143,8	45,7	58,3	39,8	36,4	9,2	- 12,4	•	6,6
1985.....	134,7	30,2	77,0	27,5	12,6	13,6	5,2	•	- 3,9
1986.....	100,6	46,3	68,3	- 13,9	- 1,9	- 8,4	31,7	•	- 35,2
1987.....	94,2	27,2	67,7	- 0,7	7,8	- 15,1	14,0	•	- 7,4
1988.....	131,4	36,3	86,8	8,3	- 2,2	10,1	- 10,1	•	10,5
1989.....	130,1	17,8	89,5	22,7	11,6	7,6	- 4,7	•	8,2
1990.....	119,7	14,7	79,1	25,9	41,2	- 18,5	5,6	•	- 2,4
1991.....	136,9	30,6	64,5	41,8	36,5	13,3	- 28,4	•	20,4
1992.....	142,6	16,3	96,0	30,3	46,2	- 17,4	11,1	10,2	- 19,8
1993.....	135,9	16,7	74,3	44,9	81,2	- 34,7	56,7	—	- 58,3
1993 1. kvrt. ...	20,5	1,7	16,7	2,1	15,6	1,5	11,0	—	- 26,0
2. — ..	64,5	4,9	30,3	29,3	22,5	- 5,4	- 5,3	—	17,5
3. — ..	24,9	5,1	10,9	8,9	10,3	10,1	62,2	—	- 73,7
4. — ..	25,9	4,9	16,3	4,7	32,8	- 40,9	- 11,2	—	23,9
1994 1. kvrt. ...	29,5	2,9	20,5	6,2	- 18,0	31,2	- 21,9	- 0,9	15,9

Anm.: Finansieringsbehovet er beregnet ud fra Nationalbankens balance. Ved beregningen er der til og med 1991 set bort fra ændring af postgiromidler. Fra og med 1989 eksklusive afdrag på kortfristet udenlandsk statsgæld (Commercial paper). Fra og med 1990 eksklusive afdrag på kortfristet indenlandsk statsgæld (skatkammerbeviser).

¹⁾ Inklusive tilbagebetaling af bunden opsparing i 1990, 1991 og 1992, samt opkøb af statspapirer i 1. kvartal 1994.

²⁾ Korrigeret for opkøb af statspapirer i 1. kvartal 1994.

³⁾ Inklusive valutaudlændinges nettokøb, der fremgår af tabellen side 11. Inklusive bunden opsparing i 1985.

⁴⁾ Inklusive Hypotekbanken og Postgiroen.

⁵⁾ Bortset fra ændring af postgiromidler til og med 1991.

Statens udlån og gæld
(Udestående beløb)

15

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							
1983 Dec.	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 —	54,2	451,0	462,4	- 11,4	•	92,3	543,3
1992 —	58,8	480,2	511,5	- 31,3	•	104,6	584,9
1993 —	62,3*	472,6	562,2	- 89,6	•	165,6	638,2

¹⁾ I perioden fra og med 1985 til og med 1991 inklusive bunden opsparing.

³⁾ Eksklusive indeståender på statens og Nationalbankens postgirokonti.

²⁾ Beregnet ud fra Nationalbankens balance.

Kommuners likvide beholdninger og gæld

Ultimo	Likvide beholdninger			Gæld			
	Kasse samt indestående i penge- institutterne ¹⁾	Behold- ning af obliga- tioner	I alt	Indenlandsk		Uden- landsk	I alt
				Kort- fristet	Lang- fristet		
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
1991.....	7,1	5,1	12,2	0,6	20,3	13,8	34,8
1992.....	6,6	4,9	11,5	0,5	21,8	13,9	36,1
1992 1. kvt.	7,9	5,3	13,1	0,4	21,0	14,6	36,0
2. —	5,6	5,3	11,0	0,5	20,8	14,6	35,9
3. —	6,9	5,1	12,0	0,3	21,1	14,3	35,6
4. —	6,5	5,0	11,5	0,5	21,1	13,9	35,5
1993 1. kvt.	9,2	4,9	14,1	0,3	22,6	14,7	37,6
2. —	6,6	5,2	11,8	0,4	23,3	14,4	38,0
3. —	8,6	5,7	14,4	0,2	25,1	14,0	39,3
4. —	9,0	5,3	14,3	0,4	26,9	14,4	41,7
1994 1. kvt.	9,3*	5,9*	15,2*	0,2*	28,5*	14,4*	43,1*

¹⁾ Til og med 1990 inklusive indestående på postgiro.

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								
1987 Dec.	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
1992 —	319,2	17,5	11,4	18,9	15,1	97,9	3,2	66,7	549,8
1993 —	284,6	15,3	46,2	20,6	21,1	76,2	4,4	73,9	542,5
1993 Marts	301,2	17,9	8,4	16,7	11,9	94,5	3,0	64,0	517,4
April	289,9	16,7	9,0	16,6	13,6	94,1	2,8	61,0	503,7
Maj	293,7	16,3	9,1	16,1	13,9	93,6	2,5	61,5	506,8
Juni	298,8	18,0	21,1	18,1	15,5	91,2	7,1	63,1	532,9
Juli	286,5	16,2	11,0	18,9	16,7	88,5	14,0	62,3	514,1
Aug.	293,8	16,3	21,2	18,8	15,6	91,9	11,7	61,8	531,1
Sept.	295,1	15,9	35,7	17,1	16,2	87,4	6,6	59,4	533,4
Okt.	281,2	16,2	40,8	17,9	16,9	85,7	7,7	64,4	530,7
Nov.	281,0	16,1	47,1	19,5	19,7	79,5	6,5	66,2	535,6
Dec.	284,6	15,3	46,2	20,6	21,1	76,2	4,4	73,9	542,5
1994 Jan.	261,2	16,0	39,4	17,8	23,6	70,9	4,9	61,7	495,4
Feb.	266,4	16,9	40,6	20,1	24,7	69,7	6,7	60,8	505,8
Marts	270,6	17,4	33,3	18,7	25,4	66,2	4,6	59,5	495,7

Anm.: Til og med december 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv., samt eksklusive uopsigelige pantebreve. 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 ²⁾		I alt
	Obligationer			Aktier		Danske kroneobligationer	Andre obligationer og aktier	
	Danske		Udenlandske	Danske	Udenlandske			
	Stats-papirer ¹⁾	Andre						
	Milliarder kroner							
1987 Dec.	92,9	40,4	4,2	15,9	5,5	2,3	7,6	168,8
1988 —	<u>105,7</u>	<u>44,0</u>	6,1	17,3	6,4	2,0	10,0	<u>191,6</u>
1989 —	107,6	51,9	16,9	22,3	10,2	3,4	14,6	226,9
1990 —	<u>83,7</u>	<u>43,9</u>	26,1	<u>24,4</u>	<u>10,6</u>	2,7	18,4	<u>209,7</u>
1991 —	103,8	46,6	29,4	14,4	4,3	3,1	25,7	227,3
1992 —	103,6	41,6	31,0	14,8	3,5	1,4	17,9	213,7
1993 —	68,5	68,7	32,4	10,2	3,7	0,8	17,6	201,9
1993 Marts	106,1	36,1	29,2	10,0	3,4	1,6	18,7	205,1
April	100,7	36,2	31,3	9,6	3,2	0,8	17,7	199,4
Maj	99,3	38,3	24,5	9,9	3,3	1,2	17,0	193,5
Juni	99,6	44,3	26,2	10,1	3,3	1,2	18,0	202,8
Juli	101,8	44,2	23,8	10,2	3,4	0,9	17,6	201,9
Aug.	105,5	46,1	26,1	10,1	3,7	1,0	16,9	209,5
Sept.	97,4	49,2	24,4	10,2	3,7	0,9	17,2	203,1
Okt.	74,4	50,8	25,1	10,1	3,6	1,0	16,4	181,5
Nov.	79,2	55,8	26,1	10,0	3,8	0,8	16,3	192,0
Dec.	68,5	68,7	32,4	10,2	3,7	0,8	17,6	201,9
1994 Jan.	79,8	68,7	34,1	13,3	4,8	0,8	18,6	220,1
Feb.	86,1	78,2	37,0	13,1	4,7	0,8	18,5	238,3
Marts	99,9	90,7	39,5	13,4	5,1	0,9	18,8	268,3

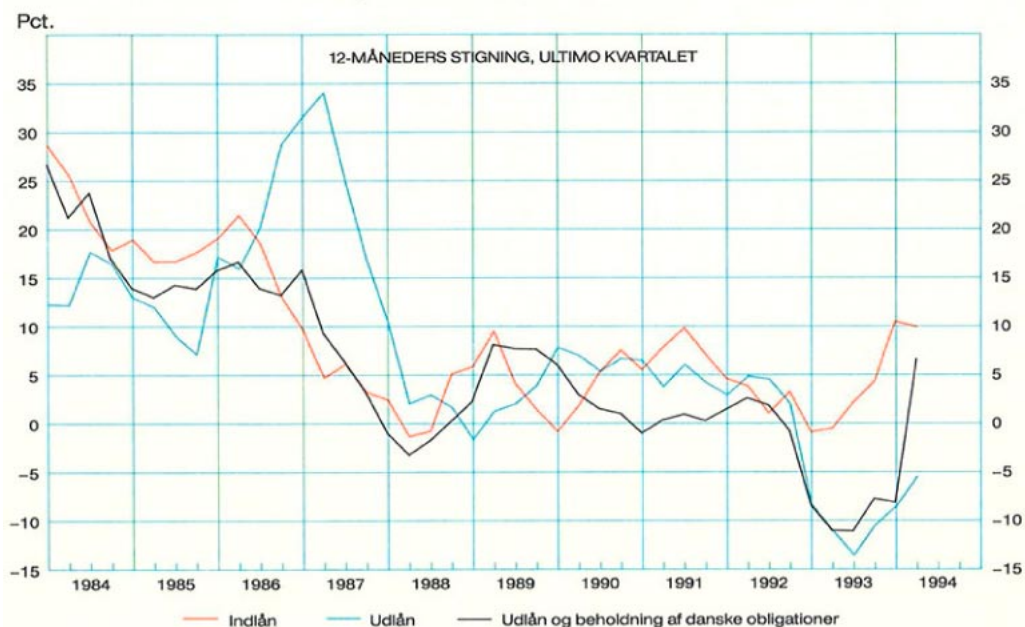
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

¹⁾ Inklusive statsgælds- og skattekammerbeviser.

²⁾ Filialer og datterselskaber i udlandet.

Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer

17



Anm.: Indlån fra og udlån til indlændinge i kroner samt beholdning af danske kroneobligationer i såvel inden- som udenlandske enheder. Til og med 1989 indenlandske ud- og indlån (eksklusive særlige indlånsformer) samt beholdning af danske kroneobligationer i indenlandske enheder.

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								
1987 Dec.	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
1992 —	443,3	13,0	9,6	16,0	0,2	1,8	5,0	24,8	513,6
1993 —	489,4	15,4	16,3	20,6	0,2	3,4	5,0	30,9	581,3
1993 Marts	446,5	16,1	12,3	22,9	0,1	1,4	5,4	29,2	533,9
April	467,1	15,9	13,3	20,7	0,2	1,7	4,9	26,0	549,9
Maj	465,5	14,8	13,1	20,1	0,2	1,4	4,6	25,9	545,7
Juni	466,1	14,4	13,1	20,3	0,2	1,5	5,4	28,1	549,0
Juli	475,2	17,8	14,6	21,4	0,2	2,0	6,4	25,2	562,9
Aug.	473,0	19,2	14,2	22,1	0,3	2,0	7,2	26,5	564,4
Sept.	472,3	19,1	15,1	20,3	0,3	2,1	6,3	25,8	561,2
Okt.	498,7	17,7	16,5	19,2	0,2	1,9	7,9	24,0	586,2
Nov.	489,0	17,1	17,9	19,2	0,2	1,9	6,6	24,5	576,4
Dec.	489,4	15,4	16,3	20,6	0,2	3,4	5,0	30,9	581,3
1994 Jan.	513,6	14,6	18,2	17,9	0,2	2,4	4,6	26,9	598,3
Feb.	502,2	15,4	23,2	20,9	0,2	2,0	4,3	25,3	593,5
Marts	490,4	15,6	21,0	19,0	0,2	2,5	4,3	26,2	579,2

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).

Ultimo		Erhvervsmæssige							Ikke-erhvervs- mæssige		I alt	
		Land- brug, fiskeri og råstof- udvinding	Frem- stil- lings- virk- somhed mv. ¹⁾	Bygge- og an- lægs- virk- somhed	Handel, trans- port mv.	Finan- sierings- virk- somhed, ejen- doms- handel mv. ²⁾	Offent- lig for- valtning og andre tjeneste- ydelser	Øvrige erhverv	I alt	Studie- lån		Andet
Milliarder kroner												
Udlån												
1983	Dec.	12,9	14,8	6,2	24,0	17,5	5,9	7,9	89,2	8,1	60,7	158,0
1984	—	14,0	16,1	7,4	26,9	19,0	6,2	10,6	100,2	8,2	70,5	178,9
1985	—	15,4	18,8	6,8	30,1	27,8	7,0	5,2	111,2	8,4	88,8	208,4
1986	—	16,9	25,1	9,2	38,9	40,0	8,5	14,9	153,4	8,2	112,2	273,9
1987	—	19,3	27,7	10,9	49,4	49,0	10,1	16,9	183,3	7,4	112,9	303,5
1988	—	18,0	24,0	11,0	40,9	54,5	10,7	21,2	180,2	7,0	110,7	297,9
1989	—	17,3	31,6	11,6	49,0	66,6	10,9	16,5	203,4	6,4	114,0	323,9
1990	—	18,6	34,4	12,6	47,5	65,8	10,8	32,5	222,3	5,9	121,7	349,9
1991	—	18,3	30,6	14,1	46,6	65,9	14,4	16,8	206,6	5,6	121,8	334,0
1992	—	20,9	26,9	16,2	45,2	70,7	13,7	17,4	210,9	4,7	115,9	331,4
1993	—	17,9	24,5	8,4	41,4	69,7	11,9	20,4	194,2	4,1	101,7	300,0
1991	Marts.	17,9	33,0	13,7	47,0	63,5	11,7	19,9	206,8	5,8	111,8	324,4
	Juni	19,5	30,6	12,0	47,4	63,6	12,9	18,8	204,7	5,9	119,2	329,8
	Sept.	18,4	26,4	11,5	43,7	56,6	13,5	24,0	194,0	5,6	117,8	317,4
	Dec.	18,3	30,6	14,1	46,6	65,9	14,4	16,8	206,6	5,6	121,8	334,0
1992	Marts.	20,1	29,4	16,4	49,3	69,0	13,0	20,8	217,9	5,3	114,2	337,4
	Juni	21,1	27,5	16,8	47,5	71,7	12,9	28,0	225,6	5,0	112,3	342,9
	Sept.	20,7	25,8	16,2	45,9	69,2	12,2	27,6	217,5	4,9	111,7	334,1
	Dec.	20,9	26,9	16,2	45,2	70,7	13,7	17,4	210,9	4,7	115,9	331,4
1993	Marts.	18,1	29,2	10,5	49,3	72,8	9,8	30,5	220,3	4,5	93,6	318,4
	Juni	20,8	28,0	10,1	44,7	74,8	11,2	24,9	214,4	4,4	97,0	315,8
	Sept.	19,5	27,1	9,7	42,8	77,0	10,7	23,0	209,8	4,3	96,9	311,0
	Dec.	17,9	24,5	8,4	41,4	69,7	11,9	20,4	194,2	4,1	101,7	300,0
Indlån												
1983	Dec.	11,5	15,7	5,0	24,7	33,5	25,2	9,6	125,2	•	123,6	248,7
1984	—	13,1	20,0	6,1	31,8	42,6	26,6	12,4	152,6	•	138,7	291,3
1985	—	15,6	23,2	7,6	37,9	57,0	31,0	8,1	180,5	•	165,1	345,6
1986	—	15,1	23,7	8,8	37,4	64,5	31,7	16,3	197,4	•	180,7	378,2
1987	—	15,2	26,8	8,9	41,0	69,7	25,8	19,2	206,5	•	184,0	390,5
1988	—	14,9	26,2	10,1	33,7	80,4	25,4	25,5	216,2	•	200,1	416,4
1989	—	16,7	25,9	8,7	33,7	71,4	26,1	20,8	203,3	•	217,5	420,8
1990	—	15,9	27,6	8,3	34,5	71,3	25,8	31,8	215,2	•	230,6	445,8
1991	—	16,4	25,2	7,8	34,3	51,0	29,5	16,3	180,5	•	236,2	416,7
1992	—	17,2	24,6	7,8	31,8	56,2	24,5	16,9	179,0	•	248,2	427,2
1993	—	15,4	33,3	8,9	44,3	67,8	37,9	33,0	240,6	•	264,2	504,8
1991	Marts.	17,0	24,6	8,5	32,4	60,1	25,3	18,9	186,7	•	228,4	415,1
	Juni	17,9	26,1	7,7	35,1	59,3	28,8	23,2	198,1	•	232,2	430,3
	Sept.	16,7	25,2	7,2	32,7	50,5	28,2	18,4	178,9	•	238,1	417,0
	Dec.	16,4	25,2	7,8	34,3	51,0	29,5	16,3	180,5	•	236,2	416,7
1992	Marts.	16,9	27,5	8,3	33,4	57,8	26,1	18,0	188,0	•	245,5	433,5
	Juni	17,3	27,4	7,5	35,9	59,5	25,0	18,8	191,4	•	247,6	439,0
	Sept.	18,2	27,2	7,9	35,6	61,2	27,8	17,6	195,6	•	244,7	440,3
	Dec.	17,2	24,6	7,8	31,8	56,2	24,5	16,9	179,0	•	248,2	427,2
1993	Marts.	14,5	29,1	8,5	38,2	58,8	32,8	37,1	218,9	•	244,2	463,1
	Juni	15,2	30,9	8,3	41,4	65,1	35,6	28,2	224,7	•	255,8	480,5
	Sept.	14,3	35,6	8,4	41,8	67,3	39,3	30,4	237,2	•	254,1	491,4
	Dec.	15,4	33,3	8,9	44,3	67,8	37,9	33,0	240,6	•	264,2	504,8

Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: I 1991 og 1992 eksklusive nyetablerede pengeinstitutter.

¹⁾ Herunder energi- og vandforsyning.²⁾ Til og med december 1990 inklusive udlån til og indlån fra realkreditinstitutter mv.

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								
1983 Dec.	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
1992 —	51,1	195,4	45,1	291,6	25,9	165,9	35,7	227,5	64,1
1993 —	84,9	259,9	43,3	388,1	37,3	114,1	36,2	187,6	200,5
1993 Marts	46,1	198,8	39,7	284,6	35,4	135,9	34,7	206,0	78,6
April	47,1	204,0	41,4	292,5	34,3	133,5	35,4	203,3	89,2
Maj	46,2	205,5	34,7	286,3	33,5	133,4	34,5	201,5	84,8
Juni	59,2	204,9	37,1	301,3	33,6	135,1	38,3	207,0	94,2
Juli	49,6	243,0	34,1	326,7	36,4	132,8	39,5	208,7	118,0
Aug.	60,3	252,9	37,4	350,5	36,5	134,7	39,1	210,3	140,2
Sept.	72,2	247,9	34,8	355,0	35,7	125,6	37,8	199,0	155,9
Okt.	78,1	276,0	35,7	389,7	36,1	125,4	37,7	199,1	190,6
Nov.	85,6	278,6	36,6	400,9	37,4	127,3	37,5	202,2	198,8
Dec.	84,9	259,9	43,3	388,1	37,3	114,1	36,2	187,6	200,5
1994 Jan.	74,9	255,8	45,6	376,3	36,4	115,2	28,9	180,5	195,8
Feb.	78,2	239,1	48,3	365,6	44,5	116,5	26,7	187,7	177,9
Marts	68,9	219,5	51,4	339,8	40,3	124,3	25,0	189,6	150,2

Anm.: Pengeinstitutternes udlandsstilling er forskellen mellem balanceførte aktiver og passiver over for valutaudlændinge. Opførelsen er baseret på den henværende 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“.

Forskellige faktoreres påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Ud- og indlånshandlinger i valuta med danske kunder ¹⁾	Valutaterminshandlinger med ¹⁾		Ud- og indlånshandlinger i kroner med udlændinge	Andre faktorer ²⁾	Samlet ændring af udlandsstillingen
		indenlandske kunder	udlændinge			
	Milliarder kroner					
1992.....	2,4	- 6,9	49,9	1,8	7,3	54,6
1993.....	10,2	14,9	66,7	61,5	- 12,7	140,6
1992 1. kv. ..	- 1,2	4,7	7,1	- 0,1	3,0	13,5
2. — ..	- 2,4	18,1	- 15,0	10,9	7,0	18,6
3. — ..	6,9	- 17,4	38,1	- 9,4	- 2,5	15,8
4. — ..	- 0,9	- 12,3	19,7	0,4	- 0,3	6,6
1993 1. kv. ..	5,3	6,2	2,2	1,8	3,2	18,8
2. — ..	- 3,0	3,9	2,9	18,2	- 6,4	15,6
3. — ..	9,4	- 16,6	61,4	15,6	- 8,1	61,7
4. — ..	- 1,5	21,3	0,2	25,9	- 1,4	44,5
1994 1. kv. ..	- 2,6	- 5,6	- 7,9	- 20,0	- 23,2	- 59,3

¹⁾ Pengeinstitutternes udlandsstilling påvirkes af inddekningen af valutakursrisikoen på de pågældende forretninger, der ikke i sig selv indgår i udlandsstillingen.

²⁾ Omfatter bl.a. uafviklede køb og salg i kassemarkedet og pengeinstitutternes positioner for egen regning.

*Valuta- og landefordeling
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

Ultimo	Aktiver			Passiver		
	Juni 1993	September 1993	December 1993	Juni 1993	September 1993	December 1993
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	26,9	22,1	22,3	2,7	3,1	2,9
med andre banker mv.	19,1	25,0	47,6	10,9	10,7	12,4
med ikke-banker	6,6	23,0	47,2	11,9	13,6	15,5
I alt danske kroner	52,7	70,2	117,1	25,5	27,3	30,8
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	98,3	100,3	106,8	24,0	22,5	24,6
med andre banker mv.	55,8	87,8	84,6	122,8	116,3	100,7
med ikke-banker	45,8	43,6	58,5	17,4	17,3	19,6
I alt fremmed valuta	199,8	231,7	249,9	164,2	156,0	144,9
I alt	252,5	301,8	367,0	189,7	183,3	175,6
Landefordeling						
Belgien	7,2	12,5	8,5	12,7	8,4	8,6
Tyskland	10,7	10,6	16,6	16,8	15,7	18,7
Frankrig	8,4	5,4	9,7	7,8	11,2	7,8
Grækenland	0,3	0,4	1,2	0,2	0,2	0,3
Holland	5,0	6,8	5,1	11,7	13,8	11,7
Irland	18,6	17,9	17,6	0,8	1,2	1,6
Italien	3,4	3,9	4,6	2,8	2,2	2,7
Luxembourg	20,7	19,0	31,5	19,5	16,4	18,3
Portugal	0,3	0,2	0,4	0,2	0,6	0,5
Spanien	1,4	2,2	2,2	2,8	2,1	1,8
Storbritannien	41,6	83,8	112,3	30,9	30,6	28,6
EU-lande i alt	117,7	162,8	209,7	106,1	102,5	100,7
Finland	3,3	3,3	4,8	1,6	1,5	2,2
Norge	5,8	5,0	5,5	1,3	1,2	1,8
Sverige	19,9	20,0	21,8	2,5	1,5	2,2
Nordiske lande i alt ¹⁾	29,2	28,4	32,3	5,5	4,2	6,3
Canada	0,5	0,2	0,2	1,2	1,0	0,4
Japan	2,4	3,3	3,1	0,4	0,3	0,3
Schweiz	5,6	4,7	6,8	8,7	8,9	6,5
USA	22,6	29,1	45,9	11,3	10,3	10,8
Østrig	0,4	2,4	1,7	3,9	3,2	3,2
Australien/New Zealand	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
OECD-lande i alt	178,5	231,2	299,9	137,2	130,5	128,4
Cayman Islands	14,6	13,1	11,8	2,1	2,0	1,9
Hong Kong	3,7	5,2	6,0	1,0	0,6	0,5
Singapore	38,2	38,0	37,1	1,7	1,3	0,8
Øvrige „Offshore Banking” centre	0,3	0,2	0,7	0,8	1,0	0,8
Gibraltar	9,4	7,8	5,0	2,0	1,5	1,4
Øvrige Europa	1,5	1,3	1,9	3,6	3,5	3,5
Øvrige Latinamerika	0,3	0,3	0,4	0,4	0,8	1,1
Øvrige Mellemøsten	1,7	1,7	1,4	2,3	2,5	2,2
Øvrige Afrika	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,5
Øvrige Asien	2,2	1,3	1,5	0,6	0,6	0,6
Uoplyst mv.	2,0	1,6	1,2	6,0	4,9	4,7
International udstedelse af værdipapirer ...	•	•	•	31,6	33,8	29,3
I alt	252,5	301,8	367,0	189,7	183,3	175,6

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken af pengeinstitutter med de største udenlandske mellemværender. Til og med september 1993 på basis af 12 pengeinstitutter (inklusive 2 filialer af udenlandske pengeinstitutter) og derefter på basis af 14 pengeinstitutter (inklusive 4 filialer af udenlandske pengeinstitutter). Opgjort på grundlag af den herværende virksomheds

mellemværender. I tallene indgår således hovedvirksomhedens mellemværender med filialer og datterbanker i udlandet, og for de udenlandsk ejede filialers vedkommende mellemværender med den udenlandske hovedvirksomhed og udenlandske søstervirksomheder. Eksklusive garantier og aktier.

¹⁾ Inklusive Island.

Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver

21

(Konsolideret opgørelse)

Ultimo	Juni 1992	December 1992	Juni 1993	December 1993
Milliarder kroner				
Belgien	8,2	4,5	6,9	7,6
Tyskland	20,8	17,9	14,6	16,2
Frankrig	5,1	4,6	7,6	7,6
Grækenland	1,9	1,6	1,6	1,7
Holland	5,8	6,2	5,2	5,6
Irland	1,8	3,1	3,3	2,8
Italien	4,4	2,0	3,3	5,3
Luxembourg	9,0	8,7	8,3	4,6
Portugal	1,7	0,8	0,3	0,2
Spanien	3,2	2,2	1,9	2,5
Storbritannien	55,4	53,3	43,7	83,4
<i>EU-lande i alt</i>	<i>117,2</i>	<i>105,0</i>	<i>96,8</i>	<i>137,7</i>
Finland	6,5	5,2	5,3	5,7
Norge	10,6	8,7	8,1	7,1
Sverige	26,8	30,5	24,8	20,8
<i>Nordiske lande i alt¹⁾</i>	<i>44,8</i>	<i>45,2</i>	<i>38,9</i>	<i>34,1</i>
Canada	4,9	1,6	1,0	1,0
Japan	6,7	4,9	3,2	2,9
Schweiz	8,5	6,7	5,8	5,5
USA	26,9	30,8	28,0	34,8
Østrig	1,2	0,5	0,6	1,5
Australien/New Zealand	1,0	0,9	0,7	0,7
<i>OECD-lande i alt</i>	<i>211,2</i>	<i>195,6</i>	<i>175,0</i>	<i>218,2</i>
Cayman Islands	0,6	6,8	2,0	0,8
Hong Kong	5,2	2,7	7,4	6,0
Singapore	3,3	8,6	4,1	6,9
Øvrige „Offshore Banking” centre	1,1	1,1	1,6	2,2
Gibraltar	1,4	2,5	1,2	1,2
Øvrige Europa	4,1	3,2	4,7	4,1
Øvrige Latinamerika	1,4	1,1	0,4	0,4
Øvrige Mellemøsten	1,8	1,4	1,8	1,5
Øvrige Afrika	0,4	0,3	0,3	0,3
Øvrige Asien	3,1	1,7	2,1	2,7
Uoplyst	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>I alt</i>	<i>233,7</i>	<i>224,9</i>	<i>200,6</i>	<i>244,4</i>

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken af danske pengeinstitutter med de største udenlandske mellemværender. Til og med juni 1992 på basis af 6 pengeinstitutter, til og med juni 1993 på basis af 9 pengeinstitutter, derefter på basis af 8 pengeinstitutter. Opgjort på koncernbasis, dvs. inklusive filialer og datterbanker i udlandet. Mellemværender mellem hovedvirk-

somhederne i Danmark og deres udenlandske enheder samt mellemværender de udenlandske koncernenheder imellem er således udeladt. Endvidere er der set bort fra mellemværender med valutaindlændinge samt udenlandske enheders fordringer på lokale kunder i lokal valuta. Eksklusive garantier og aktier.

¹⁾ Inklusive Island.

Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken



Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken

Ultimo ¹⁾	Tilgodehavender		Gæld			Netto- stilling i alt	Udlån vedr. kontant- depoter	Særlige indskud ⁴⁾	Genkøbs- konti ⁵⁾
	Indskuds- beviser ²⁾	Indlån	Træk på folio ³⁾	Genkøbs- forret- ninger	Penge- markeds- udlån mv.				
	Millioner kroner								
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	20	•	6 376
1990.....	•	1 748	3 055	•	—	- 1 307	1 013	•	8 764
1991.....	•	14 369	5	•	—	- 14 364	1 085	•	2 016
1992.....	5 741	3 338	0	23 781	—	- 14 702	1 073	•	•
1993.....	27 783	3 387	0	77 937	—	- 46 767	1 267	•	•
1993 Marts ..	15 502	10 715	10	45 172	4 550	- 23 515	855	•	•
April ...	22 440	460	0	38 507	—	- 15 607	813	•	•
Maj	17 482	1 042	0	43 442	1 100	- 26 018	1 058	•	•
Juni	30 693	12 458	2	50 309	—	- 7 160	1 178	•	•
Juli	20 857	1 881	0	35 344	18 415	- 31 021	1 187	•	•
Aug.	18 558	6 063	1	74 859	21 585	- 71 824	1 043	•	•
Sept. ...	24 675	10 330	1	92 463	—	- 57 459	1 046	•	•
Okt.	22 261	1 437	1	75 434	—	- 51 737	851	•	•
Nov.	16 390	11 258	1	95 625	—	- 67 978	954	•	•
Dec.....	27 783	3 388	1	77 937	—	- 46 767	1 267	•	•
1994 Jan.	24 547	6 233	3	63 557	3 879	- 36 659	1 118	•	•
Feb.	27 360	5 480	0	77 012	3 879	- 48 051	1 242	•	•
Marts...	41 647	745	0	68 858	—	- 26 466	837	•	•

¹⁾ Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

²⁾ Nominel værdi. I 1985-86 indlansbeviser.

³⁾ Omfatter lån under lånerammerne (til og med juli 1985), lån på indlansbeviser (i perioden august 1985 til og med juli 1987), træk på folio (i perioden august 1987 til og med marts 1992) samt mellemværender i forbindelse med fondsafvikling i fremmed valuta.

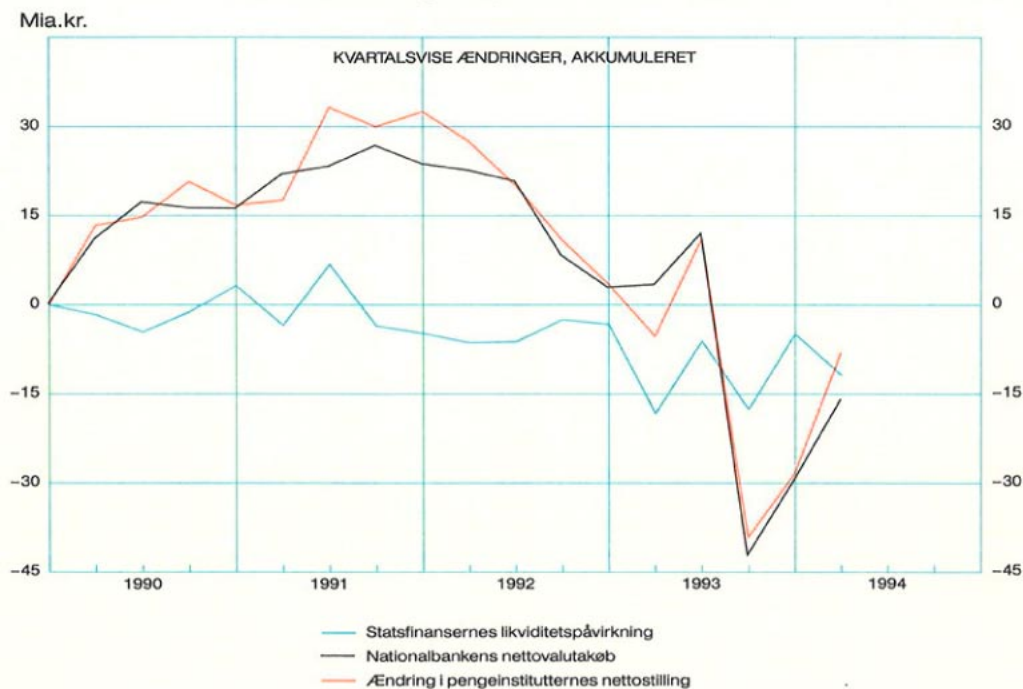
⁴⁾ Som følge af overskridelser af den i henhold til indlansovervåg-

ningssystemet fastsatte basisstigningstakt for de enkelte pengeinstitutters indenlandske indlån. Indlansovervågningssystemet blev stillet i bero fra og med januar 1988 og afvikledes pr. 1. marts 1991.

⁵⁾ Provenu af indgåede genkøbsforretninger, der på linje med håndpantsettning medregnedes som sikkerhedsstillelse ved træk på folio.

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken

23



	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb ²⁾	Nationalbankens obligationskøb ³⁾	Andre faktorer ⁴⁾	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Bruttofinansieringsbehov ¹⁾	Bruttosalg af statspapirer (-) ²⁾	Likviditetspåvirkning ³⁾				Ændring	Ultimo
Milliarder kroner								
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
1992.....	126,3	- 124,8	1,5	- 20,7	- 11,8	2,0	- 29,1	- 14,7
1993.....	119,2	- 120,9	- 1,6	- 32,5	6,9	- 4,8	- 32,1	- 46,8
1992 1. kv. . .	36,2	- 37,8	- 1,6	- 1,1	- 7,2	4,8	- 5,0	9,4
2. — ..	35,2	- 35,0	0,2	- 1,8	- 3,0	- 2,8	- 7,4	2,0
3. — ..	29,7	- 26,0	3,7	- 12,5	- 1,4	0,9	- 9,2	- 7,3
4. — ..	25,2	- 26,0	- 0,8	- 5,4	- 0,2	- 1,0	- 7,4	- 14,7
1993 1. kv. . .	18,8	- 33,8	- 15,0	0,5	1,3	4,4	- 8,8	- 23,5
2. — ..	59,6	- 47,4	12,2	8,6	2,0	- 6,4	16,4	- 7,2
3. — ..	19,8	- 31,3	- 11,5	- 54,2	14,3	1,1	- 50,3	- 57,5
4. — ..	21,0	- 8,3	12,7	12,6	- 10,7	- 3,9	10,7	- 46,8
1994 1. kv. . .	26,6	- 33,6	- 6,9	13,6	7,3	6,4	20,3	- 26,5

1) Eksklusive afdrag på udenlandske statslån. Se i øvrigt anmærkning, side 14 nederst.

2) Bruttosalg af statsobligationer og statsgældsbeviser samt nettosalg af skatkammerbeviser.

3) Statens træk på Nationalbanken korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet og salg af ECU-obligationer.

4) Forbedring af Danmarks internationale likviditet korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet og salg af ECU-obligationer.

5) Korrigeret for Nationalbankens handel med ECU-obligationer.

6) Omfatter bl.a. ændringer i seddel- og møntomløb, ændringer i Nationalbankens mellemværender med Eksportfinansieringsfonden og Hypotekbanken samt til og med 1991 ændringer i postgiromidler.

Ultimo	Sedler og mønt ¹⁾	Indskud i pengeinstitutterne ²⁾			Pengemængden	Stigning i pengemængden i forhold til samme tidspunkt året før
		Anfordring	Opsigelse	Tidsindskud ³⁾		
	Milliarder kroner					Procent
1988	21,9	<u>184,9</u>	42,0	107,7	<u>356,5</u>	3,7
1989	23,1	187,8	37,1	120,0	367,9	1,0
1990	23,6	<u>202,8</u>	<u>42,4</u>	<u>122,2</u>	<u>391,0</u>	6,3
1991	24,2	224,7	36,9	93,1	379,0	4,2
1992	25,0	218,5	33,6	97,6	374,6	- 1,2
1993	25,8	246,4	29,7	114,7	416,6	11,2
1993 Marts	23,3	221,9	30,2	105,5	380,9	0,2
April	24,6	232,8	30,4	114,7	402,5	1,7
Maj	24,6	237,7	30,5	106,9	399,6	1,3
Juni	24,8	231,4	30,6	112,2	399,0	2,8
Juli	25,2	236,0	30,5	120,8	412,5	4,9
Aug.	24,1	236,4	30,9	119,9	411,3	4,4
Sept.	24,3	236,6	29,9	120,4	411,2	6,3
Okt.	24,8	252,3	30,5	129,4	437,0	8,8
Nov.	24,7	250,9	30,5	120,2	426,3	7,8
Dec.	25,8	246,4	29,6	114,7	416,4	11,3
1994 Jan.	25,2	267,5	31,0	115,9	439,6	15,1
Feb.	25,0	260,9	30,9	113,2	429,9	13,2
Marts	26,6	254,3	30,3	109,3	420,6	10,4

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

¹⁾ Seddel- og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

²⁾ Inklusive indskud i Postgiroen. Mellemværender med valuta-

indlænde i indenlandske enheder i kroner og valuta. Eksklusive indskud på særlige indlænsformer bortset fra gevinstopsparingskonti.

³⁾ 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⁾	Obligationsskøb ³⁾	Stigning (-) i indskud på særlige indlænsformer mv. ⁴⁾	Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. ⁵⁾	Ændring i pengeinstitutternes udlandsstilling	Ændring i Danmarks internationale likviditet mv. ⁶⁾	Andre faktorer ⁷⁾	Samlet ændring af pengemængden
	Milliarder kroner								
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	- 4,3	11,4	13,7	- 27,3	- 12,0
1992	1,5	- 6,5	- 29,1	- 4,3	6,2	50,3	- 15,5	- 7,0	- 4,4
1993	- 1,6	- 29,1	- 5,6	- 7,1	- 38,7	149,7	- 32,8	7,2	42,0
1993 1. kv. ...	- 15,0	- 10,0	- 5,2	2,5	5,2	18,8	2,0	8,0	6,3
2. — ..	12,2	- 2,2	2,2	- 1,0	- 18,9	15,6	7,4	2,8	18,1
3. — ..	- 11,5	- 5,9	16,9	2,0	2,8	61,7	- 54,8	1,0	12,3
4. — ..	12,7	- 11,0	- 19,5	- 10,6	- 27,9	53,6	12,7	- 4,7	5,3
1994 1. kv. ...	- 6,9	- 4,2	49,5	3,0	- 2,4	- 59,3	13,9	10,6	4,0

¹⁾ Korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet og salg af ECU-obligationer, dvs. svarende til summen af de tre sidste kolonner side 14 nederst.

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

³⁾ Nationalbanken, pengeinstitutterne, Hypotekbanken og Postgiroen.

⁴⁾ Korrigeret for Nationalbankens handel med ECU-obligationer.

⁵⁾ Eksklusive gevinstopsparingskonti og med tillæg af udstedte obligationer med en oprindelig løbetid på 2 år og derover.

⁶⁾ Nettoindskud er opgjort som gæld til realkreditinstitutter mv. med fradrag af tilgodehavender.

⁷⁾ Korrigeret for kursregulering mv. af den internationale likviditet samt for statens, Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds nettolåntagning i udlandet. Endvidere korrigeret for statens salg af ECU-obligationer.

⁸⁾ Residual, omfatter bl.a. stigning i Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds udlån, stigning i pengeinstitutternes beholdning af uclearede checks samt forøgelse (-) af pengeinstitutternes egenkapital og efterstillede kapitalindskud fra indlænde.

Ultimo	Krone-udlån ¹⁾	Krone-obligationer ²⁾	Særlige indlånsformer (-) ³⁾	I alt	Ændring i forhold til samme tidspunkt året før ⁴⁾
	Milliarder kroner				
1988 Dec.....	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	3,0
1992 —	334,3	145,3	107,2	372,5	- 47,7
1993 —	305,8	137,5	114,1	329,2	- 45,6
1992 1. kv. ...	351,9	158,0	101,3	408,6	9,4
2. — ..	363,6	149,3	101,9	411,0	5,3
3. — ..	347,8	146,1	101,0	392,8	- 7,6
4. — ..	334,3	145,3	107,2	372,5	- 47,7
1993 1. kv. ...	313,1	143,4	105,0	351,5	- 59,4
2. — ..	314,3	144,6	106,4	352,6	- 60,7
3. — ..	311,3	147,2	104,4	354,0	- 41,2
4. — ..	305,8	137,5	114,1	329,2	- 45,6
1994 1. kv. ...	296,0	191,2	112,0	375,2	12,3

Anm.: Mellemværender med valutaindlendinge i pengeinstitutternes inden- og 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 ¹⁾	Træk på National- banken ²⁾	Statens netto- finan- sierings- behov ³⁾	Nettoudlån fra pengeinstitutterne ⁴⁾		Nettoudlån fra real- kredit- institutter mv.	Udlandet		Kredit- udvidelse til den private sektor og kommuner mv. i alt
				Kroner	Valuta		Registreret låntagning ⁵⁾	Leverandør- kreditter mv.	
Milliarder kroner									
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	- 5,2	79,1
1991.....	49,8	- 8,0	41,8	8,2	- 10,2	26,8	12,3	5,2	42,4
1992.....	28,8	1,5	30,3	- 30,3	- 11,9	12,4	3,9	- 10,3	- 36,1
1993.....	46,6	- 1,6	44,9	- 28,5	- 23,8	17,4	5,3	- 6,3	- 35,9
1992 1. kv. ...	8,3	- 1,6	6,8	- 12,7	- 2,9	2,6	10,1	- 3,7	- 6,6
2. — ...	20,8	0,2	21,0	11,7	- 13,1	6,1	5,5	- 2,3	7,8
3. — ...	- 2,7	3,7	1,0	- 15,8	0,7	2,8	- 8,9	- 2,2	- 23,5
4. — ...	2,4	- 0,8	1,6	- 13,5	3,4	1,0	- 2,7	- 2,2	- 13,9
1993 1. kv. ...	17,1	- 15,0	2,1	- 21,2	- 3,0	4,3	8,5	- 3,8	- 15,3
2. — ...	17,1	12,2	29,3	1,2	- 3,1	4,9	- 7,1	- 5,0	- 9,0
3. — ...	20,4	- 11,5	8,9	- 3,1	- 5,9	6,8	0,0	1,0	- 1,2
4. — ...	- 8,0	12,7	4,7	- 5,5	- 11,7	1,4	3,9	1,5	- 10,5
1994 1. kv. ...	13,1	- 6,9	6,2	- 9,8	- 8,0	...	0,8	...	...

Anm.: Nettoudlån fra realkreditinstitutter mv. er til og med 1992 opgjort som nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer eksklusive statspapirer. Herefter er for realkreditinstitutterne benyttet nettofyndlån korrigeret for anslåede ordinære afdrag. De således anførte tal er forbundet med usikkerhed. Opgjort ud fra nettotilgangen af obligationer (som i 1992) fås følgende tal i 1993 i mia.kr.: -0,7 i 1. kv., 11,7 i 2. kv., 24,5 i 3. kv. og 91,3 i 4. kv.

¹⁾ I 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer.

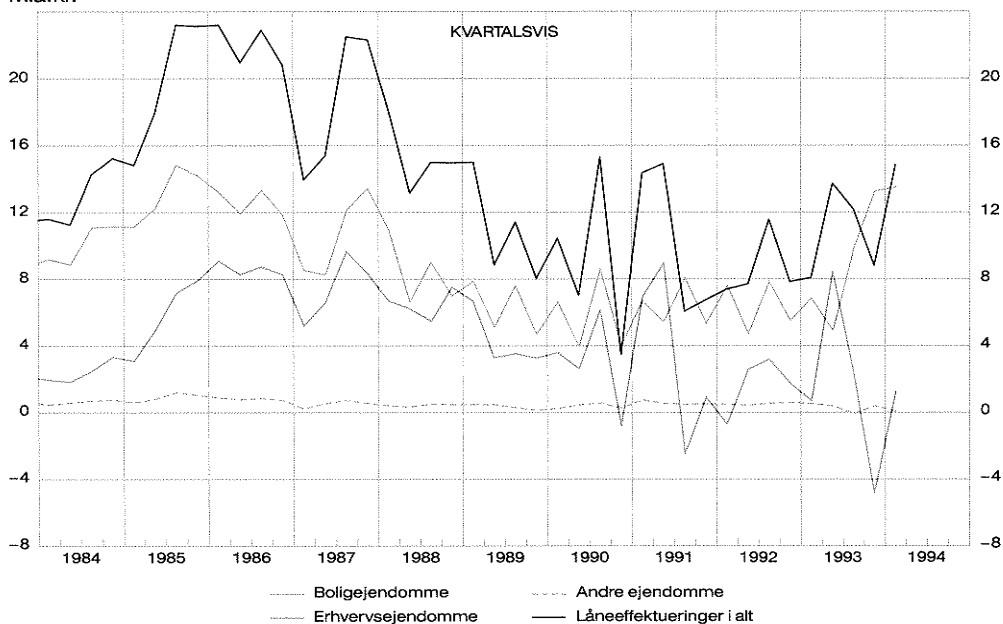
²⁾ Statens træk på Nationalbanken korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet og salg af ECU-obligationer.

³⁾ Se side 14 nederst.

⁴⁾ Inklusive danske pengeinstitutters udenlandske enheder. Til og med 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv.

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

Mia.kr.



	Låneeffektueringer						
	Ejerboliger og fritidshuse ¹⁾	Udlejnings-ejendomme	Landbrugs-ejendomme	Industri og håndværk mv. ²⁾	Kontor og forretning ²⁾	Andre ejendomme og grunde ¹⁾	I alt
	Milliarder kroner						
1984	32,4	7,8	3,6	2,6	3,2	2,4	52,1
1985	43,4	9,0	7,4	7,8	7,7	3,6	78,8
1986	40,1	10,2	12,7	8,5	12,9	3,2	87,6
1987	31,5	10,8	8,1	5,9	15,7	2,0	73,8
1988	21,4	12,1	6,2	4,8	14,7	1,6	60,9
1989	13,2	12,0	5,2	4,3	7,0	1,3	43,0
1990	9,6	13,6	4,3	2,1	4,9	1,4	36,0
1991	11,3	14,1	4,4	1,8	8,0	2,2	41,8
1992	13,0	12,7	2,9	1,8	2,0	2,0	34,2
1993	23,7	11,1	4,6	0,8	1,1	1,1	42,5
1992 1. kv.	3,0	4,6	0,7	0,5	- 2,0	0,5	7,3
2. —	2,8	1,9	0,6	0,1	1,9	0,4	7,6
3. —	4,1	3,7	0,8	1,4	1,0	0,5	11,5
4. —	3,1	2,4	0,8	- 0,2	1,1	0,6	7,8
1993 1. kv.	2,5	4,3	0,7	0,2	- 0,2	0,5	8,0
2. —	2,9	2,0	2,0	1,8	4,6	0,4	13,7
3. —	6,1	3,7	0,7	0,8	0,9	- 0,1	12,1
4. —	12,2	1,0	1,3	- 1,9	- 4,2	0,4	8,7
1994 1. kv.	8,5	5,0	1,1	0,3	- 0,3	0,1	14,7

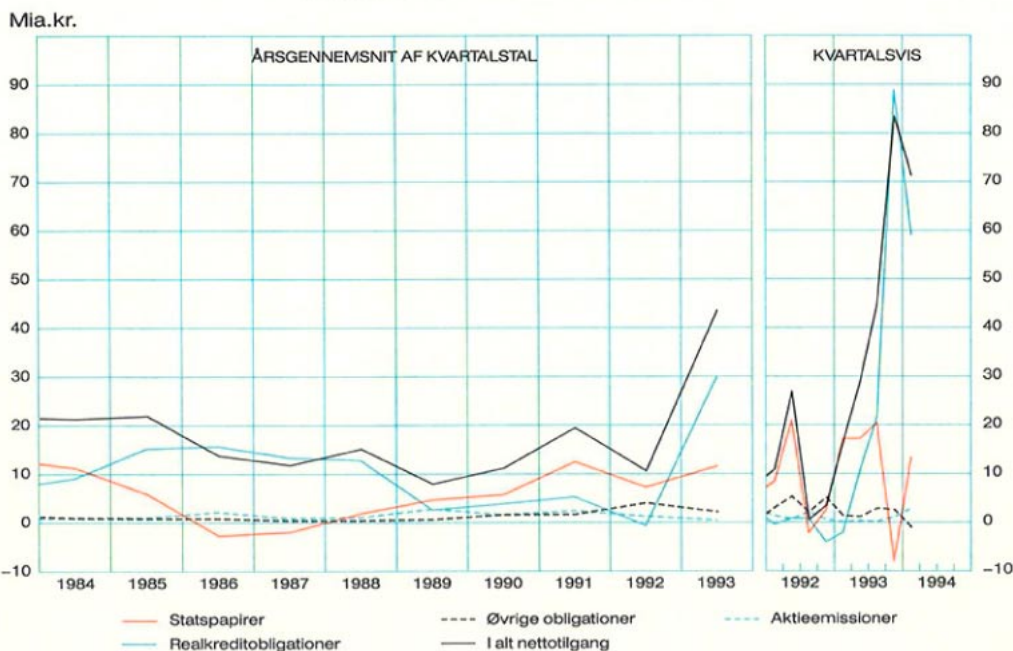
Anm.: Bruttonydlån minus førtidige indfrielse. Førtidige indfrielse var til og med 1986 eksklusive ekstraordinære indfrielse.

¹⁾ Fritidshuse indgår til og med 1993 under „Andre ejendomme og grunde“.

²⁾ Værker indgår fra og med 1994 under „Industri og håndværk mv.“, mens de tidligere er medtaget under „Kontor og forretning“.

Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi samt aktieemissioner

27



	Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi				Placeret hos					Aktie- emis- sioner
	Inden- landske stats- papirer ¹⁾	Real- kredit- obligat- tioner	Øvrige børs- noterede krone- obligat- tioner	I alt	National- banken ²⁾	Penge- institut- terne ²⁾	Sociale fonde ³⁾ og Hypotek- banken ⁴⁾	For- sikrings- selskaber og pensions- kasser	Erhvervs- virksom- heder, private mv. ⁵⁾	
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
1992	29,2	- 3,0	15,4	41,7	- 11,8	- 11,0	1,9	62,5		4,7
1993	46,6	119,1	7,8	173,4	6,9	- 9,6	13,1	163,0		1,5
1992 1. kvrt.....	8,3	- 0,5	3,0	10,9	- 7,2	- 0,4	5,3	- 0,5	13,8	1,3
2. —	20,8	0,8	5,2	26,8	- 3,0	- 8,5	- 0,6	3,1	35,9	0,6
3. —	- 2,3	0,7	2,1	0,5	- 1,4	- 1,7	- 2,7	6,3		2,2
4. —	2,4	- 4,1	5,1	3,4	- 0,2	- 0,3	0,0	4,0		0,6
1993 1. kvrt.....	17,1	- 2,1	1,3	16,4	1,3	- 4,5	5,3	14,2		0,1
2. —	17,1	10,7	1,1	28,9	2,0	1,6	3,8	21,5		0,3
3. —	20,4	21,7	2,8	44,9	14,3	2,9	3,0	24,7		0,1
4. —	- 8,0	88,8	2,6	83,3	- 10,7	- 9,5	0,9	102,6		1,1
1994 1. kvrt.....	13,1	59,2	- 1,0	71,3	7,3	42,0	5,3	16,7		2,9

1) Inklusive statsgælds- og skattekammerbeviser. I 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer.

2) Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

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

4) Inklusive Postgiroen.

5) Beregnet residualt. Inklusive nettosalg til udlandet, se side 11.

Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer
(Nominel værdi)

Ultimo	Indenlandske statspapirer				Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt
	Obligationer	Statsgældsbeviser	Skatkammerbeviser	I alt			
	Milliarder kroner						
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
1992	375,0	71,2	55,5	501,7	795,0	80,1	1 376,8
1993	399,8	94,2	58,3	552,3	936,7	89,3	1 578,4
1993 Jan.	378,9	77,5	44,4	500,8	789,0	80,5	1 370,3
Feb.	381,1	70,0	48,0	499,0	791,6	80,9	1 371,6
Marts	391,3	79,8	49,2	520,3	795,2	81,7	1 397,2
April	395,3	89,1	44,5	528,8	791,3	82,8	1 402,9
Maj.	400,2	84,7	50,5	535,4	795,4	83,4	1 414,1
Juni	399,4	85,4	53,6	538,4	807,3	83,1	1 428,7
Juli	399,7	96,5	51,3	547,5	803,1	82,8	1 433,4
Aug.	402,4	91,0	52,5	545,9	809,1	84,0	1 439,0
Sept.	407,0	94,3	58,3	559,6	833,2	86,1	1 478,8
Okt.	411,5	96,2	42,0	549,7	853,0	87,8	1 490,5
Nov.	400,1	94,2	58,3	552,7	886,2	89,4	1 528,3
Dec.	399,8	94,2	58,3	552,3	936,7	89,3	1 578,4
1994 Jan.	405,4	102,2	55,3	562,9	936,8	86,3	1 586,0
Feb.	410,0	97,9	60,4	568,2	969,7	88,1	1 626,0
Marts	410,5	98,9	65,2	574,6	1 006,0	88,5	1 669,1

Anm.: For indeksobligationer er nominel værdi inklusive indeksering.

Tinglysninger af pantebreve i fast ejendom

	Pantebreve tinglyst til (långiver)						Ejer- pante- breve ²⁾	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			
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
1992.....	84,7	10,5	1,5	1,6	0,3	1,6	34,9	1,9	137,0
1993.....	239,9	7,1	1,5	1,2	0,3	1,9	23,0	1,9	276,8
1992 4. kv. . .	17,7	2,4	0,2	0,7	0,1	0,3	17,2	0,4	39,0
1993 1. kv. . .	13,8	1,9	0,3	0,4	0,1	0,4	5,0	0,4	22,2
2. — . .	28,7	1,8	0,4	0,3	0,1	0,3	7,6	0,4	39,6
3. — . .	66,0	1,7	0,3	0,2	0,1	0,4	4,5	0,5	73,7
4. — . .	131,3	1,7	0,6	0,3	0,1	0,8	5,9	0,5	141,2

¹⁾ Inklusive Grundejernes Investeringsfond og Finansieringsinstitutter for Hoteller.

²⁾ I 4. kvartal 1992 skyldes stigningen alene særlige, teknisk betingede forhold.

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
1992.....	0,2	0,1	7,3	5,6	0,4	0,7	0,3	14,7
1993.....	0,5	0,1	7,1	5,8	0,0	0,5	0,8	14,8
1992 Marts ..	0,2	0,1	7,4	5,5	0,0	0,8	0,3	14,3
Juni	0,4	0,1	7,5	5,6	0,0	0,7	0,3	14,6
Sept.	0,3	0,1	7,9	5,2	0,0	0,8	0,3	14,6
Dec.	0,2	0,1	7,3	5,6	0,4	0,7	0,3	14,7
1993 Marts ..	0,3	0,1	7,3	5,4	0,0	0,8	0,4	14,3
Juni	0,1	0,1	7,2	6,2	0,3	0,6	0,3	14,8
Sept.	0,1	0,1	7,2	6,0	0,3	0,6	0,3	14,5
Dec.	0,5	0,1	7,1	5,8	0,0	0,5	0,8	14,8
1994 Marts ..	0,1	0,1	7,1	5,7	0,0	0,6	0,8	14,4

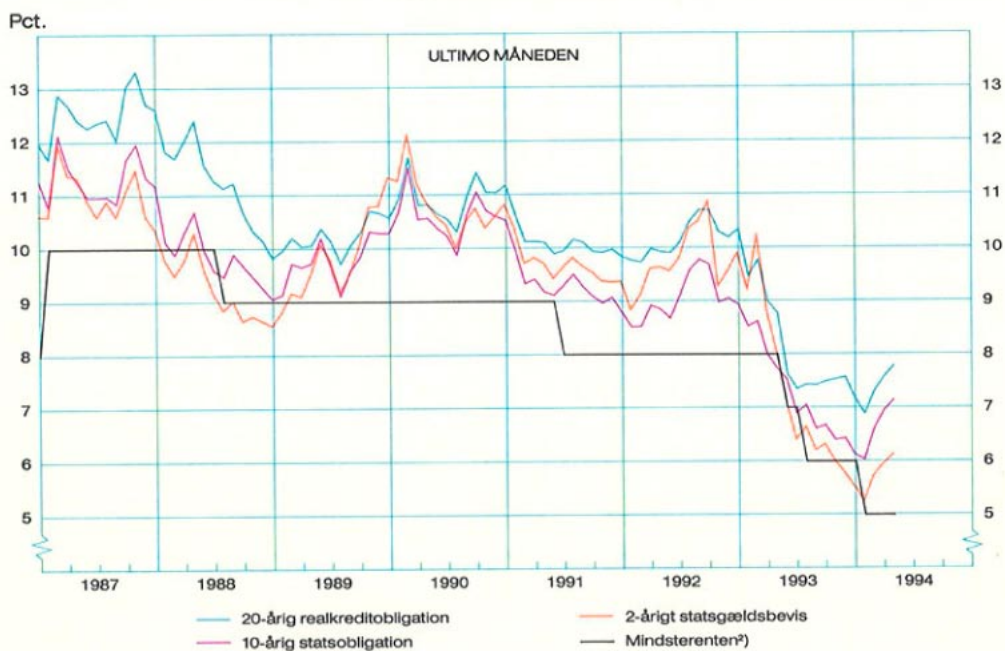
Ultimo	Passiver						
	Gæld til pengeinstitutter		Afgivne garantier	Andet		Egen- kapital og ansvarlig indskuds- kapital	I alt
	Inden- landske	Uden- landske		Inden- landske	Uden- landske		
Milliarder kroner							
1984	1,9	0,8	0,1	1,4	0,7	0,8	5,5
1985	2,7	2,2	0,1	1,7	0,6	1,1	8,4
1986	6,9	2,6	0,1	1,2	1,2	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
1992	10,8	—	0,4	1,3	0,6	1,6	14,7
1993	10,9	—	0,0	1,6	0,4	1,8	14,8
1992 Marts ...	10,5	—	0,0	1,3	1,3	1,2	14,3
Juni	11,0	—	0,0	1,0	1,1	1,5	14,6
Sept.	10,7	—	0,0	1,1	1,4	1,5	14,6
Dec.	10,8	—	0,4	1,3	0,6	1,6	14,7
1993 Marts ...	11,0	—	0,0	1,4	0,4	1,5	14,3
Juni	11,2	—	0,3	1,2	0,2	1,9	14,8
Sept.	10,8	—	0,3	1,2	0,2	2,0	14,5
Dec.	10,9	—	0,0	1,6	0,4	1,8	14,8
1994 Marts ...	10,1	0,3	0,0	1,7	0,8	1,5	14,4

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.

*Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer
samt mindsterenten*



Ultimo	Statspapirer (stående lån) ¹⁾			Realkreditobligationer (annuitetslån) ¹⁾			Gennemsnit af effektiv obligationsrente	Mindsterenten ²⁾
	Løbetid antal år							
	10	5	2	30	20	10		
	Procent p.a.							
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
1992.....	8,91	9,67	9,87	10,17	10,34	10,55	10,25	8
1993.....	6,09	5,71	5,50	7,11	7,17	7,21	7,74	6
1993 Jan.	8,50	8,62	9,18	9,30	9,46	9,46	9,94	8
Feb.	8,59	8,96	10,21	9,63	9,77	9,73	10,25	8
Marts	7,97	8,09	8,77	8,88	8,98	8,98	9,63	8
April	7,71	7,69	8,01	8,66	8,77	8,55	9,26	8
Maj	7,50	7,19	7,08	8,38	8,42	8,34	8,82	7
Juni	6,87	6,50	6,38	7,36	8,24	8,05	8,43	7
Juli	7,02	6,70	6,62	7,26	7,43	7,80	8,74	6
Aug.	6,58	6,29	6,18	7,36	7,42	7,76	8,42	6
Sept.	6,64	6,37	6,29	7,40	7,49	7,73	8,39	6
Okt.	6,37	6,05	5,98	7,43	7,53	7,67	8,13	6
Nov.	6,40	5,95	5,76	7,49	7,57	7,66	8,03	6
Dec.	6,09	5,71	5,50	7,11	7,17	7,21	7,74	6
1994 Jan.	6,00	5,45	5,23	6,96	6,88	6,91	7,41	5
Feb.	6,58	6,09	5,71	7,45	7,31	6,76	7,68	5
Marts	6,92	6,44	5,93	7,82	7,58	6,78	7,83	5
April	7,11	6,61	6,10	7,96	7,78	7,23	7,86	5

Anm.: Den effektive rente på helårsbasis som beregnet af Københavns Fondsbørs.

¹⁾ Såfremt der på et givet tidspunkt ikke er åbne serier med de på-

gældende løbetider, anvendes (evt. lukkede) serier med tilnærmelsesvis tilsvarende restløbetider.

²⁾ I henhold til kursgevinstloven.

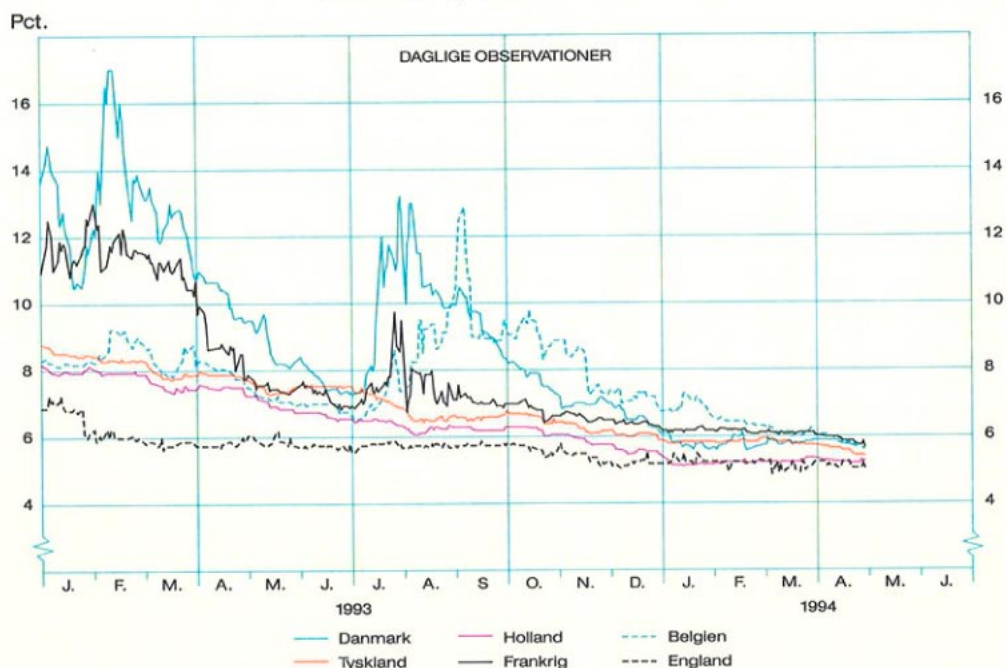
Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1992 April	10,3	10,5	4,6	11,7	9,8	3,9
Maj	10,1	10,0	4,6	11,1	9,7	3,9
Juni	10,6	10,0	4,4	11,2	9,7	3,9
Juli	10,9	10,3	3,9	12,1	9,8	3,3
August	11,5	10,5	3,8	13,8	9,8	3,4
September	12,8	8,9	3,9	17,0	9,0	3,1
Oktober	11,8	7,6	3,6	12,2	8,9	3,5
November	15,0	7,3	3,7	11,4	8,8	3,9
December	15,1	6,9	3,8	9,4	8,6	3,3
1993 Januar	12,0	6,2	3,5	9,9	8,4	3,1
Februar	14,3	6,1	3,1	9,3	8,3	3,1
Marts	10,8	5,8	3,3	9,7	7,8	3,1
April	9,6	6,0	3,1	8,6	7,6	3,1
Maj	8,3	5,8	3,3	8,0	7,5	3,3
Juni	7,4	5,9	3,1	8,1	7,4	3,2
Juli	13,4	5,9	3,0	7,9	6,8	3,2
August	10,0	5,8	2,6	7,5	6,6	3,1
September	8,4	5,8	2,4	7,3	6,6	3,3
Oktober	7,4	5,6	2,3	7,1	6,4	3,3
November	7,1	5,4	2,1	7,3	6,1	3,4
December	6,2	5,3	2,0	6,9	5,8	3,3
1994 Januar	5,8	5,4	2,1	7,1	5,8	3,1
Februar	5,8	5,1	2,2	6,8	5,8	3,6
Marts	5,9	5,1	2,2	7,1	5,6	3,8
April	5,8	5,1	2,2	7,2	5,3	4,2

Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1992 April	8,8	9,4	5,9	9,6	8,0	7,7
Maj	8,7	9,2	5,7	9,5	7,9	7,5
Juni	9,1	9,4	5,6	9,7	8,0	7,3
Juli	9,6	9,5	5,3	10,1	8,2	6,8
August	9,8	9,9	5,1	11,1	7,9	6,7
September	9,7	9,2	5,1	11,3	7,5	6,5
Oktober	9,0	8,3	5,0	10,6	7,3	6,9
November	9,0	8,8	5,0	10,0	7,4	7,1
December	8,9	8,4	4,9	9,9	7,2	6,8
1993 Januar	8,5	8,4	4,7	10,2	7,1	6,5
Februar	8,6	8,1	4,2	9,6	6,7	6,1
Marts	8,0	8,1	4,7	9,7	6,7	6,1
April	7,7	8,5	4,8	9,3	6,8	6,1
Maj	7,5	8,5	4,9	9,0	6,9	6,2
Juni	6,9	8,0	4,7	8,4	6,6	5,9
Juli	7,0	7,6	4,4	8,2	6,6	5,9
August	6,6	7,1	4,2	7,5	6,2	5,5
September	6,6	7,2	3,9	8,0	6,1	5,5
Oktober	6,4	7,0	3,8	7,5	5,9	5,5
November	6,4	6,7	3,4	7,6	5,9	5,9
December	6,1	6,2	3,2	7,0	5,5	5,9
1994 Januar	6,0	6,3	3,7	6,7	5,7	5,7
Februar	6,6	7,0	3,7	7,3	6,1	6,2
Marts	6,9	7,7	4,2	8,0	6,3	6,9
April	7,1	8,1	4,2	8,6	6,5	7,2

¹⁾ 3-måneders pengemarkedsrente. Se i øvrigt note 1, side 32.

²⁾ Stående lån.

3-måneders pengemarkedsrenter



Anm.: For Danmark renten ved genkøb af statspapirer.

Pengemarkedsrentesatser

	Dag-til-dag			1 måned ¹⁾			3 måneder ¹⁾		
	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
	Procent p.a.								
1992 April ...	9,86	10,19	9,56	10,23	10,40	10,08	10,22	10,35	10,08
Maj	9,95	10,38	9,69	10,15	10,30	10,00	10,14	10,23	10,06
Juni	10,59	11,44	9,38	10,88	11,20	10,08	10,59	11,00	10,10
Juli	10,56	11,31	9,63	10,96	11,25	10,75	10,84	11,12	10,63
Aug. ...	10,47	12,81	9,00	11,12	11,39	10,41	11,25	11,50	10,98
Sept. ...	11,67	20,63	9,63	14,54	27,20	10,56	12,34	19,25	10,82
Okt. ...	11,46	15,13	9,25	13,22	16,25	11,50	12,67	14,19	11,50
Nov. ...	12,15	18,25	9,69	13,65	20,00	11,02	12,76	17,00	10,75
Dec.	15,59	33,00	10,56	20,89	29,25	15,72	16,73	21,50	14,50
1993 Jan.	12,04	14,25	10,19	14,75	20,20	11,25	13,65	17,50	11,00
Feb.	25,84	93,19	9,38	17,99	28,75	13,19	15,35	19,66	12,33
Marts ...	11,91	13,31	9,56	12,88	14,29	10,78	12,69	13,75	10,83
April ...	10,46	11,69	9,13	10,32	11,00	9,70	10,23	11,04	9,53
Maj	9,98	11,75	8,38	9,16	10,25	8,43	8,78	9,70	8,16
Juni	8,98	10,81	7,94	8,21	8,83	7,89	7,77	8,50	7,38
Juli	11,40	41,38	7,50	12,08	20,00	7,71	9,88	13,36	7,40
Aug. ...	18,53	91,00	9,38	12,91	18,00	10,29	11,06	14,00	9,50
Sept. ...	11,00	12,31	8,44	9,88	11,90	8,65	9,48	10,55	8,42
Okt. ...	9,28	10,63	7,56	8,40	8,80	7,81	7,89	8,30	7,35
Nov. ...	8,43	10,00	6,63	7,52	7,88	7,25	7,08	7,29	6,95
Dec.	7,38	9,00	6,25	6,94	7,30	6,60	6,62	7,06	6,18
1994 Jan.	6,77	8,00	5,94	6,27	6,71	6,10	5,86	6,20	5,58
Feb.	6,59	9,44	5,50	6,12	6,40	5,85	5,85	6,22	5,60
Marts ...	6,11	7,50	5,50	5,98	6,08	5,84	5,88	6,00	5,80
April ...	6,01	6,38	5,25	5,93	6,05	5,75	5,86	5,95	5,79

Anm.: Beregnet på grundlag af daglige omsætningsgennemsnit. På bankdage uden omsætning er anvendt simple gennemsnit af slutsatser for køb og salg.

¹⁾ Til og med januar 1993 usikrede satser, derefter renten ved genkøb af statspapirer.

		1 måned			2 måneder			3 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1992	April ...	10,16	10,22	10,13	10,20	10,23	10,17	10,20	10,25	10,17
	Maj	10,18	10,20	10,17	10,21	10,23	10,19	10,24	10,25	10,22
	Juni	10,66	10,78	10,11	10,59	10,72	10,13	10,54	10,63	10,14
	Juli	10,68	10,88	10,53	10,67	10,88	10,52	10,65	10,88	10,48
	Aug. ...	11,17	11,38	10,94	11,19	11,52	10,94	11,19	11,58	10,94
	Sept. ...	16,83	35,00	10,83	14,08	21,25	10,83	12,76	16,25	10,83
	Okt. ...	13,95	17,63	12,25	13,34	16,06	12,06	13,01	14,31	11,91
	Nov. ...	15,66	27,75	11,45	14,03	21,25	11,25	12,99	17,25	11,16
	Dec.	23,53	34,00	19,00	20,05	28,00	17,06	18,15	23,50	15,50
1993	Jan.	16,01	21,75	12,56	15,15	19,75	12,19	14,45	17,69	12,00
	Feb.	21,61	32,75	14,33	18,91	24,08	13,54	17,32	20,83	13,08
	Marts...	13,70	16,06	11,68	13,53	15,59	11,55	13,37	15,00	11,42
	April ...	10,75	11,55	10,11	10,71	11,52	10,04	10,65	11,50	9,93
	Maj	9,54	10,38	8,84	9,38	10,22	8,72	9,19	9,97	8,58
	Juni	8,58	9,13	8,31	8,41	8,91	8,15	8,15	8,76	7,77
	Juli	13,43	22,54	8,16	11,64	17,00	8,00	10,69	14,83	7,77
	Aug. ...	15,10	24,71	11,08	13,20	17,63	10,86	12,08	14,96	10,48
	Sept. ...	10,81	13,23	9,71	10,48	12,15	9,43	10,16	11,52	9,18
	Okt. ...	9,07	9,82	8,23	8,87	9,46	8,19	8,69	9,18	8,15
	Nov. ...	8,22	8,39	8,08	8,11	8,27	7,98	8,01	8,22	7,90
	Dec.	7,94	8,51	7,14	7,68	8,14	6,98	7,52	7,98	6,84
1994	Jan.	6,69	7,02	6,51	6,54	6,87	6,40	6,39	6,74	6,21
	Feb.	6,60	6,92	6,36	6,48	6,80	6,30	6,38	6,73	6,24
	Marts...	6,34	6,47	6,22	6,27	6,38	6,18	6,22	6,32	6,13
	April ...	6,24	6,34	6,18	6,21	6,29	6,15	6,18	6,26	6,14
		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1992	April ...	10,21	10,25	10,19	10,21	10,25	10,19	10,21	10,25	10,19
	Maj	10,24	10,25	10,23	10,25	10,25	10,23	10,25	10,25	10,23
	Juni	10,54	10,61	10,14	10,53	10,61	10,14	10,51	10,61	10,14
	Juli	10,62	10,86	10,45	10,62	10,86	10,45	10,62	10,86	10,45
	Aug. ...	11,14	11,55	10,92	11,13	11,52	10,92	11,13	11,50	10,91
	Sept. ...	12,34	14,88	10,84	12,01	13,75	10,84	11,81	13,50	10,83
	Okt. ...	12,69	13,81	11,56	12,49	13,25	11,38	12,26	13,00	11,28
	Nov. ...	12,41	15,25	11,00	11,97	14,25	10,84	11,66	13,63	10,75
	Dec.	16,43	20,00	14,75	15,32	17,50	14,13	14,45	15,94	13,50
1993	Jan.	13,82	16,00	11,81	13,28	15,00	11,66	12,80	14,38	11,59
	Feb.	16,37	18,88	12,47	15,57	17,21	12,14	14,88	16,26	11,92
	Marts...	13,06	14,69	11,19	12,75	14,33	11,08	12,46	14,00	10,92
	April ...	10,53	11,28	9,85	10,41	11,11	9,76	10,26	10,94	9,65
	Maj	8,96	9,87	8,33	8,76	9,79	8,11	8,54	9,69	7,89
	Juni	7,99	8,54	7,67	7,86	8,33	7,57	7,72	8,13	7,48
	Juli	10,05	13,13	7,64	9,49	12,08	7,54	9,05	11,33	7,44
	Aug. ...	11,26	13,30	10,10	10,60	12,07	9,65	10,00	11,17	9,27
	Sept. ...	9,82	10,90	8,90	9,50	10,38	8,70	9,18	9,86	8,52
	Okt. ...	8,53	8,95	8,09	8,39	8,77	8,03	8,24	8,55	7,91
	Nov. ...	7,88	8,12	7,79	7,75	8,05	7,64	7,64	7,97	7,49
	Dec.	7,36	7,83	6,72	7,21	7,65	6,65	7,07	7,52	6,54
1994	Jan.	6,26	6,65	6,08	6,16	6,57	5,98	6,05	6,48	5,86
	Feb.	6,27	6,56	6,14	6,18	6,42	6,04	6,11	6,31	5,95
	Marts...	6,18	6,28	6,09	6,13	6,22	6,05	6,09	6,19	5,99
	April ...	6,16	6,23	6,11	6,13	6,19	6,09	6,11	6,17	6,06

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

Nationalbankens rentesatser				Pengeinstitutternes effektive rentesatser ³⁾		
Gældende ultimo året/ fra	Diskonto	Indskud på folio ¹⁾	Genkøbs- og indskudsbevisrente ²⁾	Gennemsnit	Udlån	Indlån
	Procent p.a.				Procent p.a.	
1987	7,00	8,25	•	1987	13,4	7,5
1988	7,00	7,75	•	1988	13,2	7,0
1989	7,00	11,00	•	1989	13,3	7,0
1990	8,50	9,50	•	1990	14,1	7,9
1991	9,50	9,50	•	1991	11,4	7,2
1992	9,50	9,50	13,00	1992	11,6	7,5
1993	6,25	6,25	6,75	1987 1. kvrt.	13,1	7,4
1993 (1. jan.)	9,50	9,50	13,00	2. —	13,6	7,5
19. jan.			12,00	3. —	13,5	7,4
26. —			11,50	4. —	13,5	7,5
3. feb.			13,00	1988 1. kvrt.	13,3	7,2
4. —	11,50	11,50		2. —	13,4	7,2
22. —	10,50	10,50	12,50	3. —	13,2	6,9
3. marts			12,00	4. —	13,0	6,8
10. —			11,50	1989 1. kvrt.	12,4	6,4
19. —	10,00	10,00	11,00	2. —	12,9	6,5
29. —	9,50	9,50	10,50	3. —	13,3	6,8
5. april			10,25	4. —	14,6	8,1
21. —			10,00	1990 1. kvrt.	14,9	8,5
23. —	9,25	9,25	9,75	2. —	14,2	8,0
19. maj	8,25	8,25	8,75	3. —	13,9	7,7
8. juni	7,75	7,75		4. —	13,4	7,5
10. —			8,25	1991 1. kvrt.	11,7	7,7
17. —			8,10	2. —	11,5	7,2
24. —			7,95	3. —	11,2	6,8
2. juli	7,25	7,25	7,80	4. —	11,1	6,9
15. —			9,00	1992 1. kvrt.	11,2	7,2
19. —	9,25	9,25		2. —	11,3	7,2
22. —			11,00	3. —	11,6	7,5
23. aug.			10,50	4. —	12,3	8,1
8. sept.			10,00	1993 1. kvrt.	11,8	8,1
16. —	8,75	8,75	9,50	2. —	10,5	6,5
27. —	8,25	8,25	9,00	3. —	10,4	6,3
12. okt.	7,75	7,75	8,50			
22. —	7,25	7,25	8,00			
4. nov.	7,00	7,00	7,75			
16. —	6,75	6,75	7,50			
29. —	6,50	6,50				
1. dec.			7,25			
7. —			7,00			
22. —	6,25	6,25	6,75			
1994 6. jan.	6,00	6,00	6,50			
19. —	5,75	5,75	6,25			
18. feb.	5,50	5,50	6,00			
15. april	5,25	5,25	5,90			
(30. april)	5,25	5,25	5,90			

¹⁾ Fra og med 1. april 1992 forrentes indskud kun inden for tildelte rammer. Til og med marts 1992 kunne der også foretages træk på folio. Ved træk har renten været ½ til 1 pct. højere.

²⁾ Nationalbankens rentesats ved indgåelse af genkøbsforretninger samt ved salg og tilbagekøb af Nationalbankens indskudsbeviser. Ved tilbagekøb beregner Nationalbanken normalt et beskedent rentetilæg. De anførte satser er eksklusive dette tillæg.

³⁾ Beregnet som forholdet mellem kvartalets periodiserede renteudgifter og -indtægter og kvartalets gennemsnitlige ind- og udlånsmasse. I 1991 dog kun baseret på kronemellemværender med danske kunder. For udlånenes vedkommende med korrektion for hensættelser fra og med 1991.